



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2017



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	10
4 Prezzi e costi	14
5 Moneta e credito	16

Riquadri

1 La maggiore diffusione della crescita economica nell'area dell'euro	20
2 I cicli finanziari e la macroeconomia	22
3 Adeguamenti salariali e occupazione in Europa: alcuni risultati dall'indagine Wage Dynamics Network	28
4 Il ruolo degli effetti base della componente energetica negli andamenti di breve termine dell'inflazione	34
5 Fattori che incidono sull'evoluzione delle aspettative di inflazione degli esperti	36

Articoli

1 I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale	40
--	----

Statistiche

S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le decisioni di politica monetaria assunte nel dicembre 2016 hanno conseguito lo scopo di preservare condizioni finanziarie molto favorevoli necessarie ad assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Le condizioni di prestito per famiglie e imprese seguivano a beneficiare dell'impatto delle misure della BCE. Come atteso, di recente l'inflazione complessiva è aumentata, in larga misura sulla scorta di effetti base dei prezzi dell'energia, ma le pressioni sull'inflazione di fondo restano contenute. Il Consiglio direttivo continuerà a guardare oltre le variazioni dell'inflazione misurata sullo IAPC qualora siano valutate temporanee e senza implicazioni per le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Gli indicatori dell'economia mondiale disponibili segnalano il protrarsi di un moderato recupero della crescita dell'attività economica e del commercio a livello mondiale verso la fine del 2016. Nel contempo le condizioni finanziarie sono divenute più tese su scala internazionale e le economie di mercato emergenti si sono confrontate con deflussi di capitale. L'inflazione complessiva a livello mondiale è aumentata con il venir meno dei contributi negativi dei corsi dell'energia. I rischi per le prospettive dell'attività mondiale restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente alle incertezze sul piano delle politiche e agli squilibri finanziari.

Dopo la riunione del Consiglio direttivo dell'8 dicembre 2016, i rendimenti delle obbligazioni sovrane sono lievemente diminuiti nell'area dell'euro e la curva a termine dell'EONIA si è spostata verso il basso per le scadenze di medio periodo. I prezzi delle azioni delle società non finanziarie sono aumentati, mentre i differenziali di rendimento sul debito societario hanno registrato un calo. Il tasso di cambio dell'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

Nell'area dell'euro l'espansione economica prosegue e si rafforza, trainata principalmente dalla domanda interna. In prospettiva, è atteso un suo ulteriore consolidamento. La trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE sostiene la domanda interna e facilita il processo di riduzione della leva finanziaria in atto. Le condizioni finanziarie molto favorevoli e il miglioramento della redditività delle imprese continuano a promuovere la ripresa degli investimenti. In aggiunta, i durevoli incrementi dell'occupazione, che beneficiano anche delle passate riforme strutturali, forniscono sostegno ai consumi privati attraverso l'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie. Al tempo stesso, vi sono segnali di un certo rafforzamento della ripresa mondiale. Tuttavia, la crescita economica dell'area dell'euro sarebbe frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dagli ulteriori aggiustamenti dei bilanci in diversi settori. I rischi per le prospettive di crescita nell'area restano orientati al ribasso e sono connessi principalmente a fattori mondiali.

Secondo l'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,1 per cento a dicembre 2016, rispetto allo 0,6 per cento di novembre. Questa evoluzione riflette soprattutto un forte incremento sui dodici mesi della componente relativa ai beni energetici, mentre non vi sono ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva aumenti ulteriormente nel breve periodo, riflettendo in gran parte movimenti del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo dovrebbero mostrare un incremento più graduale nel medio termine, sostenute dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'attesa ripresa economica e dalla corrispondente graduale riduzione della capacità produttiva inutilizzata.

Sebbene gli andamenti del credito bancario continuino a riflettere, con il consueto scarto temporale, la sua relazione con il ciclo economico, nonché il rischio di credito e gli aggiustamenti in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario, le misure di politica monetaria messe in atto da giugno 2014 forniscono al momento un significativo sostegno alle condizioni di prestito per imprese e famiglie e quindi ai flussi di credito nell'intera area dell'euro. I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2016 indicano una sostanziale stabilizzazione dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese, mentre la domanda di prestiti ha continuato ad aumentare a un ritmo vigoroso per tutte le categorie. La crescita dei prestiti al settore privato ha quindi proseguito la sua graduale ripresa. Inoltre, si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle società non finanziarie si sia lievemente ridotto a dicembre.

Nella riunione del 19 gennaio 2017, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Esso continua ad attendersi che tali tassi si mantengano su un livello pari o inferiore a quello attuale per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che l'Eurosistema continuerà a condurre acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività all'attuale ritmo mensile di 80 miliardi di euro sino alla fine di marzo 2017; inoltre, da aprile 2017, il Consiglio direttivo intende proseguire gli acquisti netti di attività a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 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. Contestualmente agli acquisti netti sarà reinvestito il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro del programma di acquisto di attività.

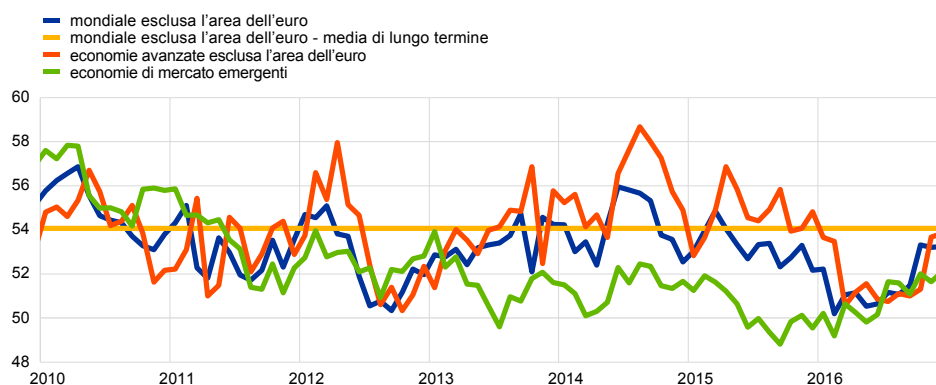
In prospettiva, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi di pressioni sui prezzi nell'area dell'euro e sostenere l'inflazione complessiva nel medio periodo. Se necessario per il conseguimento del suo obiettivo, esso agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del suo mandato. In particolare, se le prospettive diverranno meno favorevoli o se le condizioni finanziarie risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, il Consiglio direttivo è pronto a incrementare il programma di acquisto di attività in termini di entità e/o durata.

Le indagini congiunturali segnalano il protrarsi di una ripresa moderata della crescita internazionale verso la fine del 2016. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) ha raggiunto il livello più elevato da oltre un anno (cfr. grafico 1), salendo a 53,3 nell'ultimo trimestre del 2016. Su base trimestrale, il PMI è aumentato in tutte le principali economie avanzate e in Giappone è tornato a indicare un'espansione. L'indice è cresciuto in Cina e Russia, mentre ha registrato un netto calo in India alla luce degli effetti negativi della recente decisione di modificare il corso legale di alcune banconote adottata dal governo. Gli indicatori delle indagini congiunturali sono rimasti molto deboli in Brasile.

Grafico 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

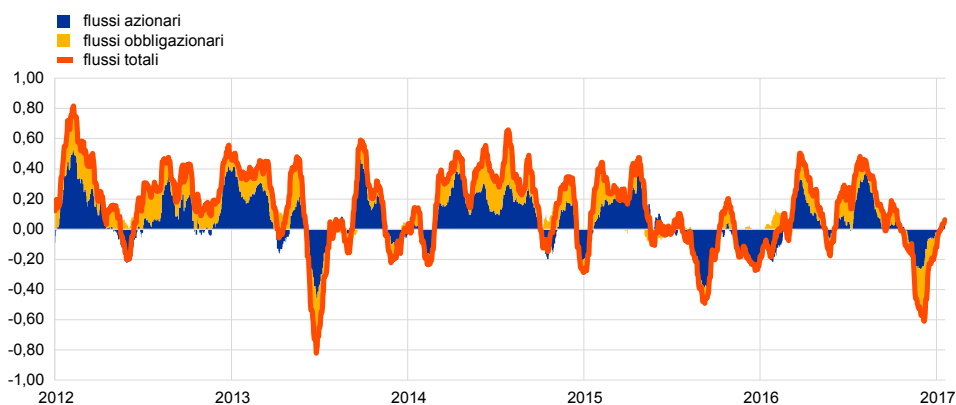
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2016.

Le condizioni finanziarie globali si sono inasprite. I rendimenti obbligazionari sono aumentati negli Stati Uniti e nel resto del mondo negli ultimi mesi. L'inasprimento delle condizioni finanziarie ha in parte riflesso gli interventi della banca centrale negli Stati Uniti. A dicembre 2016 il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System ha deciso di innalzare l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Funds di 25 punti base, a 0,5-0,75 per cento. In presenza di condizioni finanziarie più tese, alcune economie emergenti (EME) sono state sottoposte a considerevoli pressioni che hanno determinato deflussi di capitali verso la fine del 2016 (cfr. grafico 2). Ne hanno risentito in misura particolare il Messico e la Turchia, che hanno registrato un sensibile deprezzamento delle rispettive valute e un forte aumento dei tassi di interesse. In Turchia gli andamenti mondiali sono stati amplificati dall'incertezza politica interna e dalle vulnerabilità macroeconomiche. Anche la Cina ha registrato significativi deflussi di capitali e una riduzione delle riserve ufficiali. In Russia invece il rublo si è apprezzato e le quotazioni azionarie hanno evidenziato un forte aumento come conseguenza principale della ripresa dei corsi petroliferi.

Grafico 2

Flussi di capitali nelle economie emergenti

(in miliardi di dollari USA; media mobile dei 28 giorni precedenti)



Fonte: Institute of International Finance.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al 18 gennaio 2017. I valori positivi corrispondono ad afflussi e quelli negativi a deflussi di capitali. Il campione di economie emergenti include Indonesia, India, Corea, Thailandia, Sud Africa, Brasile, Filippine e Turchia.

L'interscambio mondiale ha continuato a mostrare una ripresa modesta verso la fine dell'anno.

In ottobre la crescita del commercio internazionale è rimasta in territorio positivo per la quarta volta consecutiva, mentre le importazioni globali di beni in termini di volume sono salite dello 0,8 per cento (su base trimestrale rispetto al periodo precedente), dopo avere evidenziato andamenti deboli nella prima metà del 2016. Gli indicatori anticipatori confermano altresì la tendenza positiva. Il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero ha raggiunto il suo livello più elevato da oltre due anni, portandosi a 51,4 in dicembre.

L'inflazione a livello globale ha seguito ad aumentare in novembre, per il venir meno del contributo negativo dei prezzi dell'energia.

Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita all'1,4 per cento in novembre, il livello più elevato da due anni. Il tasso calcolato al netto di beni alimentari ed energetici si è stabilizzato all'1,7 per cento. Il venir meno degli effetti base di passati ribassi delle materie prime dovrebbe determinare un ulteriore aumento dell'inflazione complessiva nei prossimi mesi, mentre la presenza di un margine di capacità produttiva inutilizzata continuerà a gravare sull'inflazione a livello mondiale.

Le quotazioni del greggio di qualità Brent si sono mantenute all'interno di un intervallo di 52-56 dollari sulla scia dell'annuncio di riduzioni della produzione.

I corsi petroliferi sono stati sorretti dalla decisione adottata dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) il 30 novembre di ridurre la produzione di 1,2 milioni di barili al giorno da gennaio 2017 e hanno ricevuto un ulteriore contributo positivo dall'accordo raggiunto dai paesi non appartenenti all'OPEC il 12 dicembre volto a diminuire le forniture di 0,6 milioni di barili al giorno. Per gli orizzonti superiori ai sei mesi le aspettative degli operatori non hanno risentito in misura significativa della decisione dell'OPEC, a indicare che ciò non ha mutato i fondamentali del mercato del petrolio. L'offerta mondiale di greggio ha raggiunto un massimo storico a 98,2 milioni di barili al giorno in novembre, poiché il ridimensionamento della produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC è stato compensato dall'aumento delle forniture dell'OPEC.

La domanda di petrolio avrebbe continuato a crescere nel quarto trimestre del 2016 (di 1,3 milioni di barili al giorno rispetto a un anno prima), trainata in parte dalle revisioni al rialzo dei consumi in Cina. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono saliti in misura marginale da metà dicembre; tale andamento è principalmente riconducibile al sostanziale rincaro dei minerali ferrosi e del rame, connesso alla domanda superiore al previsto di metalli in Cina e ad alcune interruzioni delle forniture.

L'attività economica negli Stati Uniti è robusta, nonostante la significativa incertezza politica. Il PIL in termini reali negli Stati Uniti è cresciuto a un tasso annualizzato del 3,5 per cento nel terzo trimestre del 2016, sorretto principalmente dalla spesa per consumi, dall'interscambio netto e dall'inversione di segno del contributo delle scorte. Gli indicatori recenti segnalano il protrarsi di un'espansione robusta nell'ultimo trimestre del 2016, seppure a ritmi inferiori rispetto al periodo precedente. Nonostante l'incertezza politica, in un contesto in cui sono emersi solo pochi dettagli in merito alle modifiche sul piano delle politiche che saranno introdotte dalla nuova Amministrazione, i risultati delle indagini sul clima di fiducia pubblicati dopo le elezioni nel paese stanno a indicare prospettive favorevoli nel breve periodo. Le condizioni nel mercato del lavoro si sono ulteriormente inasprite e l'aumento medio mensile degli occupati nel settore non agricolo è stato pari a 165.000 unità nei tre mesi fino a dicembre. Ciò ha contribuito a un'ulteriore accelerazione della dinamica salariale, con un aumento della crescita sui dodici mesi delle retribuzioni orarie medie al 2,9 per cento. In dicembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,1 per cento, principalmente sulla scia del rincaro del carburante, mentre il dato al netto di beni alimentari ed energetici è aumentato al 2,2 per cento.

In Giappone la crescita economica rimane modesta. Nel terzo trimestre del 2016 il PIL in termini reali giapponese è aumentato dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, poiché sia la crescita della domanda interna sia l'interscambio netto hanno continuato a evidenziare un andamento fiacco. Le statistiche più recenti stanno a indicare una ripresa delle esportazioni in termini reali e della produzione industriale verso la fine dell'anno, mentre la dinamica dei consumi privati è ancora debole, e le indagini congiunturali segnalano che le imprese rimangono caute riguardo alle prospettive. Nonostante le condizioni tese nel mercato del lavoro, evidenziate dal fatto che il tasso di disoccupazione si è mantenuto pari al 3 per cento in ottobre, nello stesso mese il tasso di incremento dei salari reali sui dodici mesi è rimasto invariato. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata ulteriormente in novembre, allo 0,5 per cento. Al tempo stesso il dato calcolato escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici (misura preferenziale dell'inflazione di fondo utilizzata dalla Banca del Giappone) è sceso allo 0,2 per cento.

Nel Regno Unito gli indicatori recenti suggeriscono rinnovati segnali di tenuta dell'economia in presenza di un aumento notevole dell'inflazione. Nel terzo trimestre del 2016 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, nonostante le attese di un brusco rallentamento nel periodo immediatamente successivo al referendum sull'appartenenza del paese all'Unione europea. Gli indicatori disponibili segnalano che l'attività economica ha continuato a mostrare una buona tenuta nell'ultimo trimestre dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,6 per cento a dicembre 2016, sospinta in parte dai prezzi dei beni energetici. L'impatto dell'indebolimento della sterlina sta altresì diventando

sempre più visibile nei primi stadi della catena di formazione dei prezzi, come mostrano i forti aumenti dei prezzi all'importazione e alla produzione negli ultimi mesi.

La crescita dell'economia cinese si è stabilizzata. Gli ultimi dati sono coerenti con una stabilizzazione del ritmo di incremento del PIL in termini reali, dopo l'aumento al 6,7 per cento sul periodo corrispondente registrato nel terzo trimestre. I dati relativi a novembre mostrano una crescita della produzione industriale complessivamente stabile, con un'espansione dell'attività nelle imprese pubbliche. Gli investimenti fissi si sono anch'essi stabilizzati, mentre gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) tendono ad aumentare dalla metà dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 2,1 per cento in dicembre, dal 2,3 di novembre, mentre il dato calcolato al netto di beni alimentari ed energetici è rimasto invariato all'1,9 per cento. Al tempo stesso l'inflazione alla produzione sui dodici mesi ha registrato un forte incremento e in dicembre è salita al 5,5 per cento, il livello più elevato da settembre 2011, in presenza di un netto aumento dei prezzi dei prodotti dell'industria estrattiva e dei beni energetici.

2 Andamenti finanziari

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti dagli inizi di dicembre. Nel periodo in esame (8 dicembre 2016 - 18 gennaio 2017), i tassi di interesse sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono scesi di circa 5 punti base. I differenziali di rendimento rispetto al Bund tedesco decennale sono rimasti sostanzialmente stabili nella maggior parte dei paesi, ad eccezione della Grecia, dove sono saliti di 48 punti base.

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono salite dagli inizi di dicembre. Alla fine del periodo in rassegna le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro erano salite di circa il 4 per cento rispetto all'inizio del periodo. I prezzi delle azioni delle società finanziarie hanno registrato un lieve ribasso; tuttavia, in

un orizzonte di più lungo termine, questi ultimi sono saliti di circa il 30% dai minimi registrati all'indomani dell'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'UE (cfr. grafico 3). Nel periodo in rassegna, le quotazioni azionarie delle SNF sono salite anche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, rispettivamente di circa il 2, il 6 e l'1 per cento. I corsi azionari delle società finanziarie hanno registrato un andamento peggiore rispetto a quelli delle SNF in tutte e tre le aree economiche. Le aspettative dei mercati sulla volatilità delle quotazioni azionarie sono state leggermente riviste al ribasso nell'area dell'euro e rimangono nettamente inferiori rispetto alle medie storiche.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse da SNF si sono ridotti.

Il 18 gennaio gli spread sulle obbligazioni investment grade delle SNF erano inferiori di circa 3 punti base rispetto all'8 dicembre 2016 e di 45 punti base

Grafico 3
Indici delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(1° gennaio 2016 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati giornalieri. La linea verticale nera indica l'inizio del periodo in esame (8 dicembre 2016). L'ultima rilevazione si riferisce al 18 gennaio 2017.

rispetto al marzo 2016, quando il Consiglio direttivo aveva annunciato il lancio del programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). I differenziali sulle obbligazioni non investment grade delle SNF e del settore finanziario (che sono escluse dal CSPP) si sono parimenti ridotti nel periodo in rassegna, di 19 e 3 punti base rispettivamente.

L'Eonia (euro overnight index average) si è mantenuto stabile nel periodo in rassegna a circa -35 punti base, eccetto per un modesto incremento alla fine dell'anno.

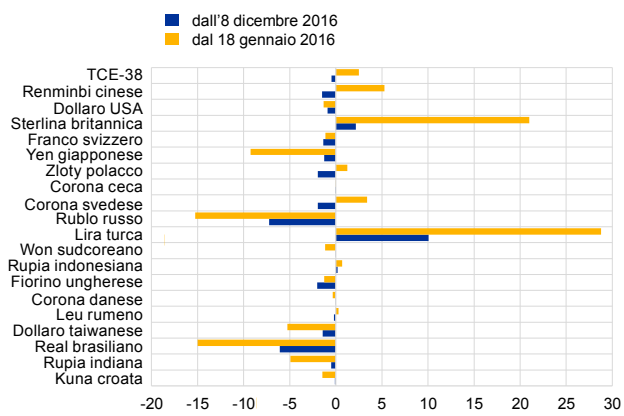
Nel periodo in esame la liquidità in eccesso è aumentata di circa 80 miliardi di euro, a circa 1265 miliardi, per effetto degli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie. L'incremento della liquidità in eccesso ha altresì rispecchiato la partecipazione alla terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II).

La curva a termine dell'Eonia si è leggermente appiattita. Nel periodo in rassegna, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso di circa 5 punti base sulle scadenze a medio termine. Questo spostamento verso il basso è stato marginale per le scadenze inferiori a due anni e la curva rimane inferiore a zero per quelle anteriori al 2021.

Grafico 4

Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto a specifiche valute

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

In termini bilaterali, dall'8 dicembre l'euro si è apprezzato del 2,2 per cento nei confronti della sterlina, a fronte dell'accresciuta incertezza legata alle prospettive di un'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Si è invece deprezzato nei confronti di altre importanti valute delle economie avanzate, tra cui il dollaro statunitense (dello 0,9 per cento), lo yen giapponese (dell'1,3 per cento) e il franco svizzero (dell'1,4 per cento). La moneta europea si è deprezzata anche rispetto alla maggior parte delle divise dei mercati emergenti, tra cui il renminbi cinese (dell'1,5 per cento), nonché nei confronti delle valute di altri paesi non appartenenti all'area dell'euro (cfr. grafico 4).

3 Attività economica

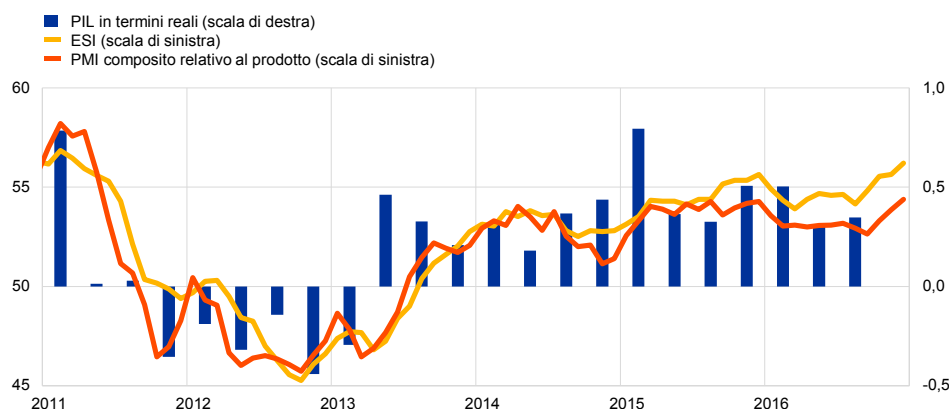
L'espansione economica nell'area dell'euro è in via di rafforzamento, sostenuta principalmente dalla domanda interna.

Inoltre, la crescita si è estesa a tutti i settori e, più recentemente, fra i paesi (cfr. riquadro 1). Il PIL in termini reali è salito dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2016 rispetto a quello precedente, sospinto dal miglioramento della domanda interna e, in misura minore, dalle variazioni delle scorte (cfr. Grafico 5). Al contempo, il commercio estero netto ha contribuito negativamente alla crescita del PIL. I più recenti indicatori economici, basati sia su dati reali sia sui risultati delle indagini, hanno continuato a mostrare una certa resilienza, suggerendo un rafforzamento della crescita nel quarto trimestre.

Grafico 5

PIL in termini reali nell'area dell'euro, indice del clima economico (ESI) e PMI composito relativo al prodotto

(tassi di crescita trimestrali; indice; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: L'indice del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index - PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2016 per il PIL in termini reali e a dicembre 2016 per l'ESI e il PMI.

La spesa per consumi, principale determinante della ripresa in corso, ha continuato a offrire un contributo positivo all'espansione del PIL nel terzo trimestre del 2016.

La crescita dei consumi privati è salita allo 0,3 per cento sul periodo precedente, appena al di sopra del valore del secondo trimestre. Tale risultato relativamente modesto, per lo meno se rapportato agli sviluppi del 2015 e dell'inizio del 2016, potrebbe in parte riflettere una maggiore incertezza sulla scia del referendum tenutosi nel Regno Unito e degli attentati terroristici, nonché degli aumenti del prezzo del petrolio nel corso del 2016. Su base annua, i consumi sono aumentati dell'1,6 per cento nel terzo trimestre, dopo un incremento dell'1,7 per cento nel secondo trimestre. Questa lieve attenuazione ha rispecchiato un rallentamento più pronunciato dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, passando dal 2,5 per cento del secondo trimestre all'1,7 per cento, sul periodo corrispondente, registrato nel terzo trimestre. Nonostante tale recente rallentamento, la crescita del reddito resta alta nel confronto storico. Di fatto, durante la ripresa in corso i consumi privati stanno beneficiando dell'espansione del reddito disponibile reale delle famiglie che ha riflesso principalmente l'aumento dell'occupazione e i corsi petroliferi bassi.

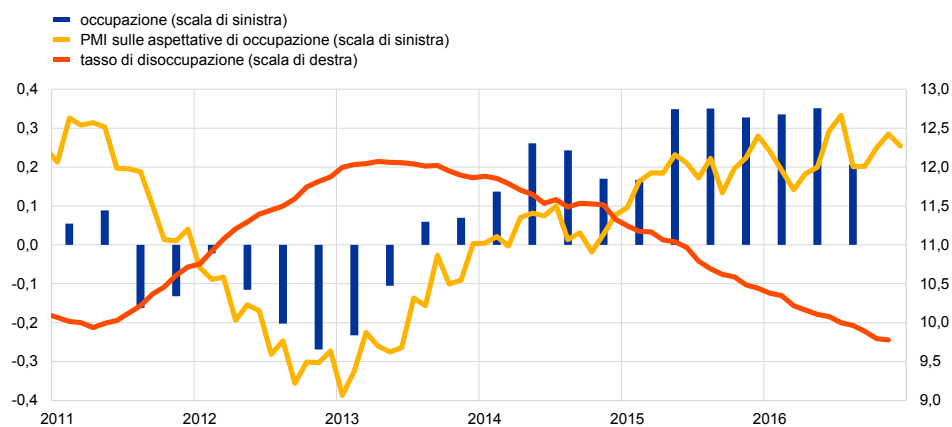
Gli ulteriori miglioramenti dei mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a sostenere i consumi privati.

Nel terzo trimestre del 2016 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,2 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,2 per cento. Dal secondo trimestre del 2013, quando l'occupazione ha cominciato a crescere, il numero di occupati è salito complessivamente del 3,1 per cento. A novembre 2016 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto invariato al 9,8 per cento, livello inferiore di 2,3 punti percentuali al picco post-crisi registrato nell'aprile 2013 (cfr. Grafico 6). Tale calo ha interessato in maniera generalizzata i generi e le diverse fasce d'età. La disoccupazione di lunga durata (la percentuale di popolazione disoccupata da almeno 12 mesi) resta appena superiore al 5 per cento della forza lavoro.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei responsabili degli acquisti è espresso come deviazione da 50 divisa per dieci. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2016 per l'occupazione, a dicembre 2016 per il PMI e a novembre 2016 per la disoccupazione.

In prospettiva, la crescita dei consumi dovrebbe rafforzarsi. Dopo la flessione subita nel terzo trimestre del 2016, la fiducia dei consumatori è notevolmente migliorata nel quarto trimestre, registrando livelli ben al di sopra della propria media di lungo periodo. Inoltre, i dati sul commercio al dettaglio (fino a novembre 2016) e sul numero di immatricolazioni di nuove autovetture (per tutto il quarto trimestre) sono in linea con la crescita positiva dei consumi privati nel quarto trimestre, a un ritmo più sostenuto rispetto al periodo precedente. Per di più, l'ulteriore crescita dell'occupazione, come suggeriscono gli ultimi indicatori delle indagini, dovrebbe continuare a sostenere i consumi privati. In fine, i vincoli sui bilanci delle famiglie si sono allentati, come indica il rapporto fra debito e reddito che è in diminuzione. Tale evoluzione dovrebbe rafforzare la crescita dei consumi complessivi.

Dopo i risultati piuttosto positivi del secondo trimestre, le attività di investimento sono rallentate nel terzo. In base alla seconda stima Eurostat sui conti dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2016, pubblicata il 6 dicembre 2016, gli investimenti totali sono aumentati dello 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente, riflettendo un incremento degli investimenti nel settore delle costruzioni parzialmente compensato da minori investimenti in altri settori. La diminuzione degli investimenti diversi dalle costruzioni nel terzo trimestre è attribuibile a una contrazione degli investimenti in mezzi di trasporto, in parte interpretabile come un'inversione di tendenza dopo la crescita positiva del secondo trimestre. Gli investimenti in altre attrezzature sono rimasti sostanzialmente invariati nel terzo trimestre, mentre quelli in proprietà intellettuale hanno mostrato una crescita positiva. Al contempo, l'espansione degli investimenti nel settore delle costruzioni ha riflettuto principalmente l'aumento di investimenti nell'edilizia residenziale. Gli ultimi sviluppi in materia di investimenti nelle costruzioni tendono a confermare la ripresa del settore.

Nel quarto trimestre 2016, le informazioni acquisite suggeriscono un'accelerazione della crescita degli investimenti delle imprese a fronte di un

leggero rallentamento della crescita degli investimenti in costruzioni rispetto al terzo trimestre. L'aumento della produzione industriale di beni di investimento in ottobre e novembre suggerisce un rafforzamento della crescita degli investimenti delle imprese nel quarto trimestre. Inoltre, il clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è stato in media più favorevole nel quarto trimestre rispetto al terzo, e la valutazione degli ordini è migliorata sia complessivamente sia nel caso degli ordini dall'estero. Quanto all'investimento in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile indicano una crescita positiva nel quarto trimestre del 2016, seppur meno marcata rispetto al periodo precedente. Inoltre, gli indicatori delle indagini sulla domanda, i giudizi sugli ordini e l'andamento dei permessi di costruire si confermano in linea con il perdurare della ripresa nel breve periodo.

Secondo le attese, la ripresa degli investimenti continuerebbe anche oltre il breve periodo. Gli investimenti delle imprese saranno probabilmente sostenuti da condizioni finanziarie molto favorevoli, esigenze di sostituzione e utili in miglioramento. Il riquadro 2 affronta l'impatto dei cicli finanziari sulla produzione potenziale e le relative problematiche di misurazione. Quanto agli investimenti nell'edilizia, fattori quali il crescente reddito disponibile delle famiglie e l'allentamento dei criteri di concessione del credito dovrebbero favorire la domanda nel settore. I rischi al ribasso per le prospettive degli investimenti delle aziende riguardano i fattori geopolitici, ivi comprese le incertezze legate all'uscita del Regno Unito dall'UE e alle politiche commerciali degli Stati Uniti.

I dati sul commercio con l'estero dell'area dell'euro suggeriscono un leggero miglioramento della dinamica delle esportazioni nel quarto trimestre.

Sebbene le esportazioni totali dell'area dell'euro siano diminuite nel terzo trimestre, principalmente in ragione delle deboli vendite di beni, i dati mensili sull'interscambio per i mesi di ottobre e novembre suggeriscono un incremento della crescita delle esportazioni verso i paesi esterni all'area dell'euro nel quarto trimestre. Questa lieve ripresa è stata determinata dalla domanda sia delle economie emergenti sia di quelle avanzate. Tra le prime, le esportazioni verso la Cina hanno segnato un'accelerazione, congiuntamente a una crescita positiva delle esportazioni verso la Russia e l'America Latina. Quanto alle economie avanzate, le esportazioni verso gli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente stabili, mentre è probabile che quelle verso i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro siano aumentate.

Si prevede una graduale ripresa delle esportazioni dell'area dell'euro, in linea con il commercio mondiale. Gli indicatori delle indagini segnalano miglioramenti della domanda estera e dei nuovi ordini dall'estero. Inoltre, il deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro osservato a partire dal terzo trimestre del 2016 dovrebbe generare vantaggi competitivi per gli esportatori dell'area. Tuttavia, l'insorgere di tendenze protezioniste nel mondo potrebbe rappresentare un rischio al ribasso per le prospettive di domanda estera a lungo termine.

Nell'insieme, gli ultimi indicatori economici sono complessivamente coerenti con un rafforzamento della crescita nell'ultimo trimestre del 2016 sul periodo precedente. Nei mesi di ottobre e novembre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è stata, in media, superiore dell'1,0 per cento alla propria media del terzo trimestre, quando era aumentata dello 0,5 per cento su base trimestrale. I dati più

recenti desunti dalle indagini congiunturali confermano che la crescita subirà una moderata accelerazione nel prossimo futuro. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 53,8 nel quarto trimestre del 2016, da 52,9 nel periodo precedente, mentre l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è salito a 106,9, da 104,3 del terzo trimestre (cfr. Grafico 5). Di conseguenza, entrambi gli indicatori hanno confermato valori superiori alla propria media di lungo periodo.

In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica si consolidi

ulteriormente. La trasmissione delle misure di politica monetaria sta sostenendo la domanda interna e favorendo il processo di ridimensionamento dell'indebitamento in atto. Le condizioni finanziarie molto favorevoli e i miglioramenti della redditività delle imprese seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. Inoltre, i sostenuti incrementi dell'occupazione, legati anche alle passate riforme strutturali, forniscono sostegno ai consumi privati aumentando il reddito disponibile reale delle famiglie. Al contempo, vi sono segnali di una ripresa globale più forte. Tuttavia, è probabile che i restanti aggiustamenti di bilancio in diversi settori e la lenta attuazione delle riforme strutturali possano frenare la crescita economica nell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita nell'area restano orientati al ribasso e sono connessi prevalentemente ai fattori globali. I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters della BCE, condotta all'inizio di gennaio, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste solo modestamente rispetto alla precedente edizione dell'indagine condotta all'inizio di ottobre, indicando una crescita intorno all'1,5 per cento tra il 2017 e il 2019.

4 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva è aumentata marcatamente nel dicembre 2016.

L'inflazione misurata sullo IAPC è salita dallo 0,6 all'1,1 per cento fra novembre e dicembre (cfr. grafico 7). Tale rialzo è stato determinato in particolare dall'aumento molto più consistente dell'inflazione dei beni energetici, che ha continuato a contribuire in misura determinante alla ripresa dell'inflazione complessiva dopo il minimo del -0,2 per cento toccato ad aprile 2016. La maggiore inflazione della componente energetica è dovuta in gran parte a vigorosi effetti base al rialzo, che avranno un impatto sull'inflazione anche nei primi mesi del 2017 (cfr. riquadro 4).

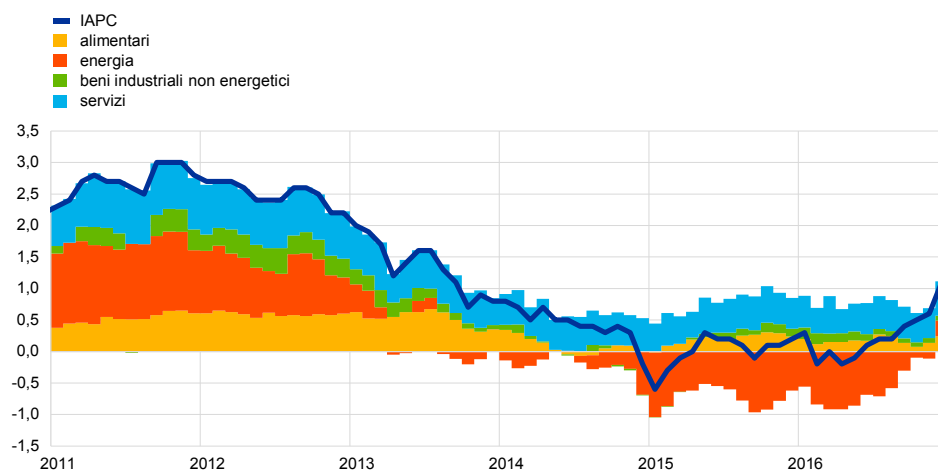
L'inflazione di fondo non ha evidenziato segnali convincenti di una tendenza al

rialzo. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia si è collocata allo 0,9 per cento in dicembre, dopo essersi mantenuta allo 0,8 nei quattro mesi fino a novembre. I dati disponibili a livello nazionale suggeriscono che il rialzo in dicembre sia stato causato principalmente da un'impennata della componente volatile legata ai viaggi. L'inflazione al netto di alimentari ed energia rimane ben al di sotto della sua media di lungo periodo pari all'1,5 per cento. Inoltre, le misure alternative non segnalano la ripresa delle spinte inflazionistiche di fondo. Ciò potrebbe riflettere in parte gli effetti indiretti ritardati al ribasso dei precedenti cali dei corsi petroliferi ma anche, in modo più sostanziale, la protratta debolezza delle pressioni dal lato dei costi interni.

Grafico 7

Contributi delle componenti all'inflazione armonizzata complessiva dell'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 dicembre 2016.

Le pressioni all'origine sui prezzi sono rimaste contenute. Il tasso di variazione tendenziale dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari si è collocato al -0,9 per cento in novembre, in calo dal -0,5 di ottobre, mentre la corrispondente inflazione alla produzione è rimasta invariata allo 0,2 per cento. Finora, le spinte al rialzo legate al maggiore utilizzo della capacità produttiva e gli effetti ritardati del passato deprezzamento dell'euro sarebbero stati compensati dalle pressioni al ribasso connesse alla trasmissione ritardata dei minori prezzi delle materie prime e più in generale alle spinte disinflazionistiche su scala mondiale.

La crescita dei salari nell'area dell'euro è aumentata lievemente, sebbene da un livello basso. La crescita dei redditi per occupato è salita leggermente dall'1,1 all'1,3 per cento fra il secondo e il terzo trimestre del 2016. Nondimeno, la crescita delle retribuzioni rimane modesta nel confronto storico. 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 e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate in alcuni paesi durante la crisi. Inoltre, il contesto di bassa inflazione negli ultimi anni ha contribuito a un rallentamento dei salari attraverso meccanismi di indicizzazione formale o informale.

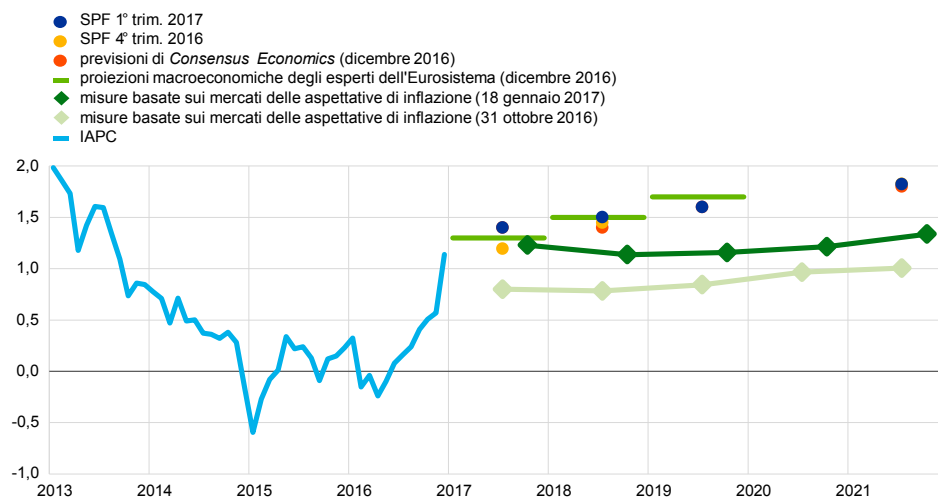
Le aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono migliorate ulteriormente, riducendo il divario rispetto alle misure più elevate basate sulle indagini campionarie. Dagli inizi di dicembre le misure delle aspettative di inflazione desunte dai mercati hanno evidenziato un'ulteriore ripresa per tutte le scadenze, proseguendo una tendenza iniziata nella seconda metà del 2016. Il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è salito dall'1,70 per cento agli inizi di dicembre all'1,73 a metà gennaio. Tale aumento riflette soprattutto un incremento del premio per il rischio di inflazione. L'ultima Survey of Professional Forecasters della BCE, condotta

in gennaio, mostra che le aspettative di inflazione a lungo termine per l'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente stabili intorno all'1,8 per cento. Le attese di inflazione a breve termine sono state riviste lievemente al rialzo (cfr. grafico 8), probabilmente in risposta all'andamento delle quotazioni petrolifere (cfr. anche il riquadro 5).

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Nota: le misure basate sui mercati delle aspettative di inflazione si riferiscono ai tassi a termine a un anno desunti dagli swap a cedola zero indicizzati all'inflazione HICPX (lo IAPC per l'area dell'euro al netto dei tabacchi). Le ultime osservazioni si riferiscono al 18 gennaio 2017.

5 Moneta e credito

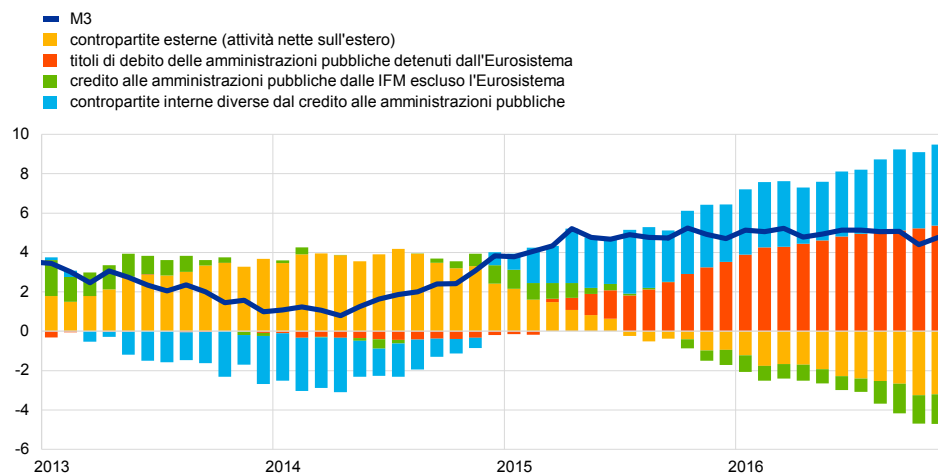
La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta solida. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 4,8 per cento in novembre, dal 4,4 di ottobre, dopo avere oscillato su valori intorno al 5 per cento da aprile 2015 (cfr. grafico 9 e 10). L'espansione di M3 ha continuato ad essere trainata dalle sue componenti più liquide, in ragione del contenuto costo-opportunità di detenere depositi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da una curva dei rendimenti piatta. A seguito di una serie di rallentamenti dopo il picco toccato nel luglio 2015, la crescita sui dodici mesi di M1 ha raggiunto l'8,7 per cento in novembre, in aumento rispetto all'8,0 di ottobre.

L'espansione dell'aggregato monetario ampio si conferma trainata dalle fonti interne di creazione di moneta. Gli acquisti di titoli di debito nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) hanno continuato a esercitare un considerevole impatto positivo sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi arancioni nel grafico 9). Per contro, il contributo del credito erogato dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) alle amministrazioni pubbliche (al netto del credito dell'Eurosistema) è rimasto negativo (cfr. gli istogrammi verdi nel grafico 9).

Grafico 9

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: le "contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche" comprendono le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al lordo di capitale e riserve), il credito delle IFM al settore privato e altre contropartite. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2016.

Anche le controparti interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche hanno avuto un effetto positivo sull'espansione di M3 (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9). Da un lato, ciò riflette la graduale ripresa della crescita del credito al settore privato. Dall'altro, il valore sensibilmente negativo del tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) ha continuato a sostenere la crescita di M3. Ciò si spiega da un lato con l'andamento piatto della curva dei rendimenti, che è legato alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE e che ha ridimensionato gli incentivi degli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine; dall'altro con la disponibilità delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), come alternativa alla raccolta bancaria a più lungo termine.

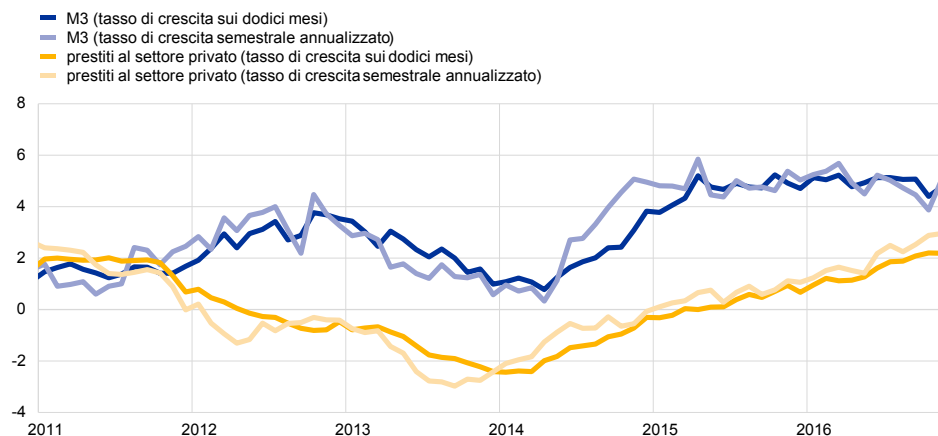
La posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a influire sulla crescita annuale di M3 (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 9). Questo andamento riflette i continui deflussi di capitale dall'area dell'euro. Le vendite di titoli di Stato dei paesi dell'area da parte di non residenti nell'ambito del PSPP contribuiscono in misura importante a questa tendenza, poiché i rispettivi proventi sono investiti principalmente in strumenti al di fuori dell'area.

È proseguita la graduale ripresa della crescita dei prestiti. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è risultato stabile a novembre (cfr. grafico 10), mentre quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie ha registrato un incremento moderato. La ripresa della dinamica dei prestiti è stata sostenuta dalla significativa flessione dei tassi sui finanziamenti bancari osservata a partire dall'estate 2014 (principalmente per effetto delle misure di politica monetaria della BCE) e dal

rafforzamento della domanda di prestiti bancari. Parallelamente, il processo di risanamento dei bilanci finanziari e non finanziari e l'esigenza di adeguamento dei modelli operativi bancari si confermano come principali fattori di freno alla crescita dei prestiti.

Grafico 10 M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: i prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2016.

Le evidenze dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2017 fanno ritenere che l'espansione dei prestiti abbia continuato a essere sostenuta da una crescente domanda per tutte le categorie di prestito nel quarto trimestre del 2016. I criteri di concessione del credito si stanno

sostanzialmente stabilizzando per i prestiti alle imprese e per quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. L'incremento della domanda di credito è dovuto a un insieme di fattori, fra cui in particolare il basso livello generale dei tassi di interesse, l'aumento dell'attività di fusione e acquisizione e rifinanziamento del debito, le prospettive favorevoli del mercato delle abitazioni e il miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Le OMRLT hanno continuato a favorire un allentamento dei termini e delle condizioni di prestito, e l'allentamento dei criteri di concessione si è altresì accentuato nella seconda metà del 2016. Le banche hanno segnalato che la loro partecipazione alla terza operazione OMRLT-II a dicembre era da imputare quasi interamente a motivazioni di redditività e hanno inoltre continuato a indicare che i fondi ottenuti dalle OMRLT precedenti vengono utilizzati per l'erogazione di prestiti, in particolare alle imprese. Gli enti creditizi hanno altresì seguito a reagire all'azione di regolamentazione e vigilanza nella seconda metà del 2016 rafforzando ulteriormente la propria posizione patrimoniale e riducendo le attività ponderate per il rischio.

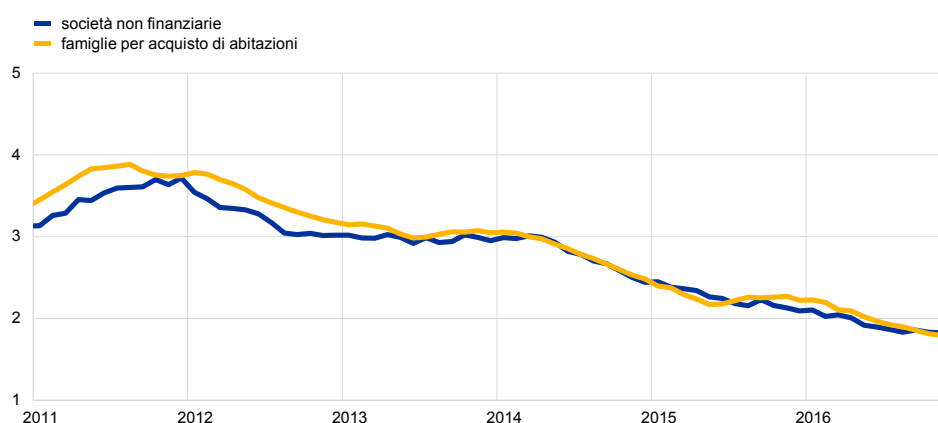
Il costo dei prestiti bancari alle SNF e alle famiglie si è stabilizzato sui rispettivi minimi storici a novembre (cfr. grafico 11). Tra maggio 2014 e novembre 2016 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 110 punti base. Il calo è stato ben superiore a quello dei tassi di riferimento del mercato dall'annuncio delle misure di allentamento del credito della BCE a giugno

2014 e maggiore nei paesi vulnerabili che nel resto dell'area dell'euro, a indicare un miglioramento della trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Nello stesso periodo il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro è andato riducendosi. Ciò indica che le piccole e medie imprese hanno generalmente beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 11

Indicatore composito del costo dei prestiti bancari per le SNF e per le famiglie

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF sono rimaste robuste nel quarto trimestre del 2016, nonostante una moderazione a dicembre. I dati più recenti della BCE indicano che l'attività di emissione è rimasta sostenuta in ottobre e novembre, continuando a riflettere fra l'altro gli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE. I dati preliminari suggeriscono una moderazione dell'attività di collocamento a dicembre a causa dell'aumento dei rendimenti su scala mondiale, oltre che di fattori stagionali. Le emissioni di azioni quotate da parte delle SNF sono aumentate significativamente nel quarto trimestre.

Secondo le stime, il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro è rimasto favorevole a dicembre. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF sia diminuito lievemente a dicembre 2016, tornando sul minimo storico raggiunto a luglio, dopo essere rimasto sostanzialmente stabile a ottobre e novembre. Tale diminuzione è interamente dovuta al minor costo del finanziamento azionario, a sua volta riconducibile all'effetto congiunto di una crescita degli utili attesi e di una riduzione dei premi per il rischio azionario. Il costo del finanziamento mediante emissione di debito ha evidenziato segnali di una possibile inversione di tendenza negli ultimi mesi, dopo l'aumento dei rendimenti a livello mondiale.

Riquadri

1 La maggiore diffusione della crescita economica nell'area dell'euro

Dal 2013 è in atto un ampliamento della crescita economica nell'area dell'euro.

Il prodotto dell'area è in espansione da circa quattro anni, vale a dire dall'inizio della ripresa nel secondo trimestre del 2013. Benché il recupero sia stato graduale e moderato, vi sono indicazioni che stia divenendo più generalizzato e consolidato, in termini sia di paesi sia di settori. Questo è un segnale positivo per la crescita economica nel periodo a venire, perché l'espansione tende a mostrare maggiore forza e capacità di tenuta quando la crescita è più diffusa. Tale evoluzione si contrappone nettamente alla breve ripresa del 2009-2010, durante la quale si è registrata una crescita relativamente disomogenea.

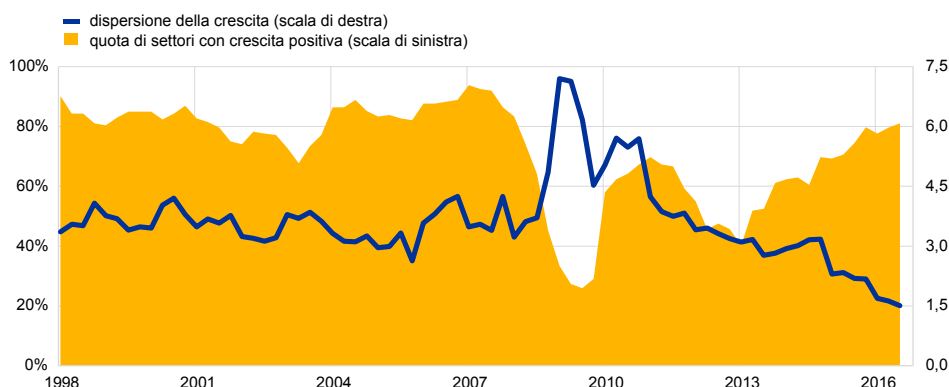
L'espansione economica ha interessato un numero sempre maggiore di paesi e settori nell'area dell'euro.

Il grafico A utilizza dati sul valore aggiunto riguardanti i nove principali settori economici (esclusa l'agricoltura) in 18 paesi dell'area dell'euro (omettendo Malta), per un totale di 162 coppie paese-settore. L'area gialla del grafico mostra la quota di coppie paese-settore caratterizzate da una crescita positiva sull'anno precedente¹. Tale misura è utile a cogliere l'ampiezza della ripresa, poiché attribuisce lo stesso peso a tutti i paesi e i settori indipendentemente dalle loro dimensioni. Essa ha evidenziato un costante

Grafico A

Quota di settori con crescita positiva e dispersione della crescita del valore aggiunto tra paesi e settori

(valori percentuali; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

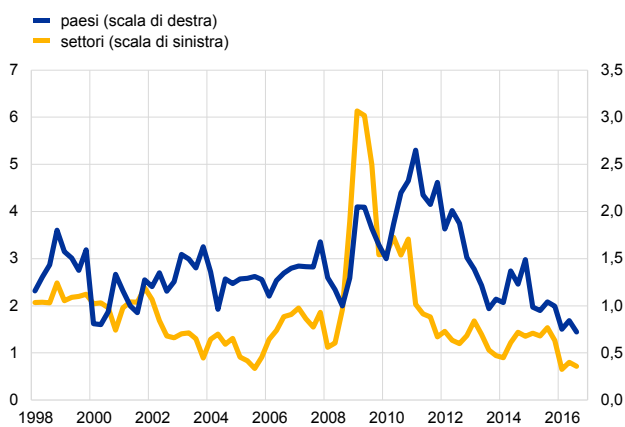
Note: la quota di settori con crescita positiva è calcolata come percentuale delle coppie paese-settore che, tra le 162 considerate, hanno registrato un incremento sull'anno precedente del valore aggiunto. La dispersione della crescita è misurata come deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto per le 162 coppie paese-settore. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2016.

¹ Un valore del 100 per cento indica una crescita positiva in tutti i paesi e i settori, mentre un valore dello 0 per cento corrisponde a una diminuzione dell'attività economica nella totalità dei settori e dei paesi.

Grafico B

Dispersione della crescita del valore aggiunto tra paesi e settori

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la dispersione della crescita tra paesi è misurata come deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto in 18 paesi dell'area dell'euro, esclusa Malta. La dispersione della crescita tra settori è misurata come deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto nei nove principali settori economici dell'area dell'euro, a eccezione dell'agricoltura. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2016.

incremento dal 2013, portandosi oltre l'80 per cento nel terzo trimestre del 2016, un livello ben superiore sia alla media del 73 per cento relativa al periodo 1996-2016 sia a quello osservato durante la ripresa del 2009-2010.

La dispersione della crescita tra settori e paesi si è ridotta in misura significativa.

Dal 2009 le citate 162 coppie paese-settore registrano un costante calo della deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto. Il punto di massimo toccato dalla dispersione fra settori nel 2009 è stato dovuto alla repentina contrazione del commercio mondiale (ossia nel settore industriale) e nel mercato delle abitazioni (vale a dire nelle costruzioni), mentre il picco della dispersione fra paesi del 2011 dipendeva dalla crisi del debito sovrano (cfr. grafico B). La successiva flessione della dispersione della crescita fra paesi ha coinciso in larga parte con una minore frammentazione delle condizioni finanziarie nei diversi Stati dell'area dell'euro².

Nell'attuale ripresa la dispersione della crescita del valore aggiunto combinata tra settori e paesi ha raggiunto bassi livelli che non si riscontravano dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. Questo dato, unitamente alla diffusione della ripresa, suggerisce che la crescita coinvolge ora in modo molto più omogeneo i vari settori e paesi dell'area.

L'ampliamento della crescita economica è un'evoluzione incoraggiante, da cui si può ravvisare un segnale di effetti indiretti favorevoli sulla domanda aggregata.

I legami input-output fra settori come pure i legami commerciali tra paesi possono dar luogo a complementarità fra le attività nei diversi settori e paesi³. Ciò determina una relazione positiva tra la spesa registrata in un settore o paese e quella evidenziata negli altri. Attraverso questa esternalità della domanda, la spesa afferente un settore o paese può causare effetti indiretti sulla domanda aggregata⁴. La maggiore diffusione della crescita economica può quindi essere considerato un segnale che gli andamenti della domanda si vanno trasmettendo a un numero sempre maggiore di settori e paesi e dovrebbero pertanto fornire ulteriore sostegno alla domanda aggregata. Questa dinamica è in netto contrasto con la dispersione persistentemente forte che ha caratterizzato la ripresa del 2009-2010.

² Cfr. anche l'articolo *I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale* in questo numero del Bollettino economico.

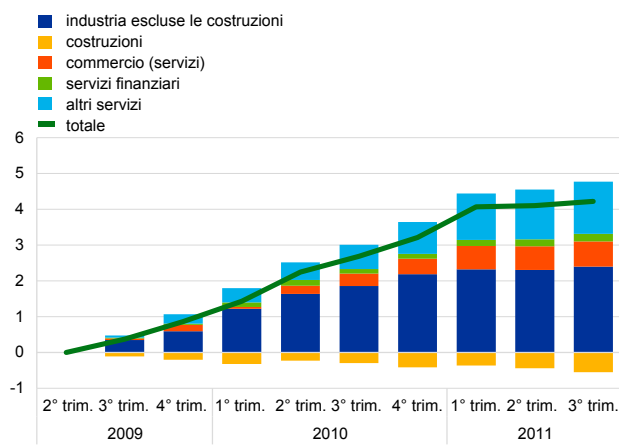
³ Cfr. Cooper, R. e John, A., "Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, 1988, pagg. 441-463.

⁴ Cfr. Schleifer, A. e Vishny, R., "The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers", *Journal of Political Economy*, vol. 96, 1988, pagg. 1221-1231.

Grafico C

Valore aggiunto dell'area dell'euro durante la ripresa del 2009-2010 (dopo la crisi finanziaria)

(variazione percentuale cumulata)



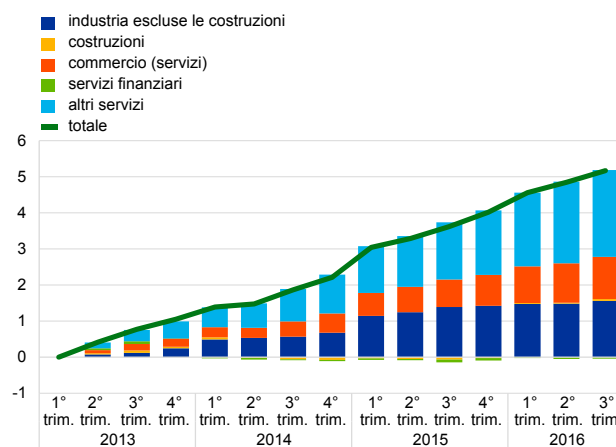
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "altri servizi" include a titolo di esempio i servizi di informazione e comunicazione, le attività immobiliari, le attività scientifiche e tecniche, l'amministrazione pubblica, la difesa, l'istruzione e la sanità.

Grafico D

Valore aggiunto nell'area dell'euro dal 2013 (dopo la crisi del debito sovrano)

(variazione percentuale cumulata)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "altri servizi" include a titolo di esempio i servizi di informazione e comunicazione, le attività immobiliari, le attività scientifiche e tecniche, l'amministrazione pubblica, la difesa, l'istruzione e la sanità.

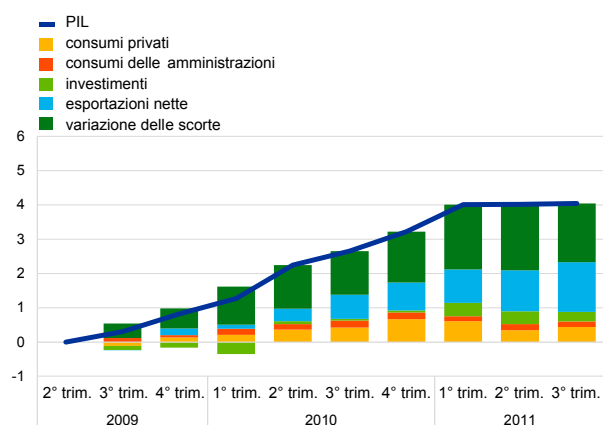
L'attuale crescita economica è più ampia della ripresa osservata nel 2009-2010, dopo la crisi finanziaria.

La ripresa successiva alla crisi finanziaria rifletteva soprattutto miglioramenti nel comparto industriale e negli "altri servizi". Il settore delle costruzioni attraversava ancora una fase di contrazione, dovuta alla perdurante flessione del mercato delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro. Dal 2013, dopo la crisi del debito sovrano, la ripresa è stata molto più generalizzata e interessa ora anche i servizi commerciali. Più di recente anche il settore delle costruzioni ha iniziato a espandersi, coerentemente con il recupero dell'edilizia residenziale (cfr. grafici C e D).

Grafico E

PIL dell'area dell'euro e scomposizione della spesa durante la ripresa del 2009-2010 (dopo la crisi finanziaria)

(variazione percentuale cumulata)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La recente crescita è sostenuta maggiormente dalla domanda interna, il che rende la ripresa più in grado di autoalimentarsi.

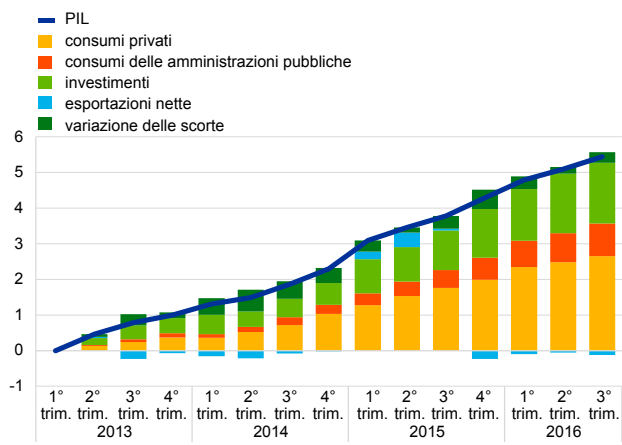
Un'altra importante differenza tra la ripresa iniziata nel 2009 e quella attualmente in corso riguarda i fattori alla loro base: nel primo caso l'andamento era riconducibile soprattutto all'incremento delle esportazioni dell'area dell'euro, mentre il più recente periodo di crescita, in atto dal 2013, è stato trainato dalla domanda interna più che da quella esterna. Sotto questo profilo, la ripresa osservata al momento è più suscettibile di autoalimentarsi. Inoltre, le variazioni delle scorte influiscono sull'attuale crescita meno di quanto accaduto durante la ripresa del 2009-2010 (cfr. grafici E e F).

Coerentemente con l'attività economica, anche i mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a mostrare miglioramenti generalizzati.

Grafico F

PIL dell'area dell'euro e scomposizione della spesa dal 2013 (dopo la crisi del debito sovrano)

(variazione percentuale cumulata)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

L'occupazione dell'area aumenta dalla metà del 2013 ed è ormai quasi tornata sui livelli precedenti la crisi. Durante la ripresa del 2009-2010, per contro, il numero di occupati era ancora in diminuzione. Analogamente al recente calo della dispersione della crescita del valore aggiunto tra paesi e settori (cfr. grafico A), anche la dispersione della crescita dell'occupazione si è costantemente ridotta con il proseguire della riallocazione settoriale del lavoro. Un migliore allineamento tra domanda e offerta di lavoro potrebbe implicare anche una flessione del tasso di disoccupazione naturale (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU)⁵. Poiché la domanda di lavoro torna a spostarsi verso la manodopera disoccupata precedentemente attiva nei settori che hanno registrato una forte contrazione (ad esempio le costruzioni), le pressioni sui salari potrebbero mantenersi comunque modeste per un certo periodo di tempo.

⁵ Cfr. Lilien, D., "Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment", *Journal of Political Economy*, vol. 90, 1982, pagg. 777-793.

Questo riquadro esamina la relazione fra i cicli finanziari, la macroeconomia e il prodotto potenziale.

I cicli finanziari possono essere definiti come oscillazioni economiche che sono amplificate - o provocate direttamente - dal sistema finanziario. Essi si manifestano generalmente nel comovimento fra gli aggregati creditizi e i prezzi delle attività, comovimento che può altresì incidere sugli andamenti dell'economia reale. Le oscillazioni congiunturali delle variabili economiche reali non corrispondono necessariamente a cicli finanziari, ma quando ciò accade i cicli economici che ne risultano possono essere molto più pronunciati, e i relativi minimi accompagnarsi spesso a crisi finanziarie. Un numero crescente di ricerche sostiene che in questi casi può essere utile, ai fini della stima del prodotto potenziale, considerare le informazioni sul ciclo finanziario¹. Senza queste informazioni, infatti, il prodotto potenziale potrebbe risultare sovrastimato nelle fasi ascendenti e sottostimato in quelle discendenti.

La teoria economica indica che il sistema finanziario può giocare un ruolo di rilievo nell'arco del ciclo economico.

Si ritiene che i fattori finanziari rappresentino una potenziale determinante delle oscillazioni congiunturali almeno dall'epoca della Grande Depressione². Anche i più recenti modelli di equilibrio generale mettono in evidenza il ruolo delle frizioni finanziarie per le oscillazioni del prodotto³. Essi considerano che il sistema finanziario possa agire sia da amplificatore degli shock, sia da fonte stessa di quegli shock che mettono in moto le oscillazioni congiunturali. I bilanci delle famiglie, delle imprese e delle banche possono dare luogo a diversi meccanismi prociclici (come quello dell'acceleratore finanziario). Ad esempio, gli shock di domanda possono essere amplificati attraverso le corrispondenti variazioni nel valore delle garanzie reali (come gli immobili residenziali o commerciali) e nel valore in termini reali del debito fissato in termini nominali. In base a queste considerazioni teoriche, è lecito attendersi che le oscillazioni congiunturali alimentate dal credito e dai prezzi delle attività siano caratterizzate da punti di massimo più elevati e punti di minimo più bassi di quelli dei normali cicli economici, e magari anche da fasi ascendenti e discendenti più prolungate.

Vi sono crescenti evidenze empiriche sul ruolo che svolge il sistema finanziario nelle oscillazioni del ciclo economico.

Per quanto non tutte le oscillazioni congiunturali siano determinate dal sistema finanziario, né si accompagnino a fasi di boom e di crollo finanziari, vi sono indicazioni del fatto

¹ Borio, C., Disyatat, P. e Juselius, M., "Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), 2013; Borio, C., Disyatat, P. e Juselius, M., "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, 2014.

² Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1(4), 1933, pagg. 337-57.

³ Cfr., per esempio, Kiyotaki, N. e Moore, J., "Credit cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, pagg. 211-248; Gertler, M. e Karadi, P., "A Model of Unconventional Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), 2011, pagg. 17-34; Bernanke, B.S., Gertler, M. e Gilchrist, S., "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in Taylor, J. e Woodford, M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, parte C, 1999, pagg. 1341-1393; Iacoviello, M., "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *The American Economic Review*, vol. 95(3), 2005, pagg. 739-764.

che le oscillazioni più severe si associano di norma alla formazione e alla correzione disordinata di squilibri finanziari⁴. Dall'analisi di un database di ampio respiro contenente i dati storici macrofinanziari per 17 economie avanzate negli ultimi 150 anni emerge che i cicli finanziari ed economici tendono a comuoversi e a trovarsi il più delle volte nella stessa fase⁵. Emerge inoltre che la correlazione fra la crescita di prodotto, consumi e investimenti e quella del credito si è considerevolmente rafforzata negli ultimi decenni, parallelamente a un aumento senza precedenti del credito ipotecario. Vi sono poi evidenze del fatto che le variabili del credito e dei prezzi delle attività svolgono un ruolo relativamente importante nello spiegare le oscillazioni economiche reali a livello internazionale⁶. Questi risultati fanno ritenere che, rispetto ad altre espansioni economiche, quelle associate a una forte crescita del credito sono alimentate in misura maggiore da fattori ciclici (ossia non strutturali).

La traiettoria del prodotto potenziale potrebbe risultare sovrastimata nei boom alimentati dal credito.

Gli strumenti standard per la stima del prodotto potenziale, che non tengono conto del ruolo del sistema finanziario nelle oscillazioni congiunturali, potrebbero fornire un quadro eccessivamente ottimistico del lato dell'offerta dell'economia durante le fasi di boom finanziari. Ciò è particolarmente vero allorché le variabili nominali mandano segnali più deboli circa il surriscaldamento dell'economia, come ad esempio in caso di saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione. Se da un lato la disponibilità di credito e la bassa avversione al rischio nella fase di espansione del ciclo economico possono sostenere la crescita di fondo della produttività favorendo l'innovazione, dall'altro un'espansione trainata dal credito può altresì tradursi in un'allocatione distorta del capitale. In questi casi spesso si assiste a una crescita significativa degli investimenti in immobili residenziali, dovuta alla possibilità di fornire questo tipo di attività in garanzia nel credito ipotecario, e quindi a una concentrazione sproporzionata del capitale in progetti e attività a produttività relativamente bassa (come quelli di sviluppo edilizio)⁷. In aggiunta, dal momento che gli immobili residenziali sono ricompresi nelle misure comuni dello stock di capitale, le metodologie basate sulla funzione di produzione che impiegano tali misure hanno tendenza a sovrastimare la capacità produttiva dell'economia⁸. A titolo illustrativo, il grafico seguente mostra le misure del prodotto potenziale dell'area dell'euro calcolate utilizzando tre metodologie diverse, compresa una metodologia che postula l'esistenza di un nesso fra il ciclo finanziario e le oscillazioni dell'economia

⁴ Cfr., ad esempio, Rogoff, K., "Debt supercycle, not secular stagnation", VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research, 2015.

⁵ Jorda, O., Schularick, M. e Taylor, A.M., "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, National Bureau of Economic Research, 2016.

⁶ Dées, S., "Credit, asset prices and business cycles at the global level", *Working Paper Series*, n. 1895, BCE, aprile, 2016.

⁷ L'allocatione distorta del capitale, tuttavia, non è confinata alle sole attività immobiliari. Per maggiori dettagli, cfr. Cecchetti, S.G. e Kharroubi, E., "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", *BIS Working Papers*, n. 490, BRI, 2015.

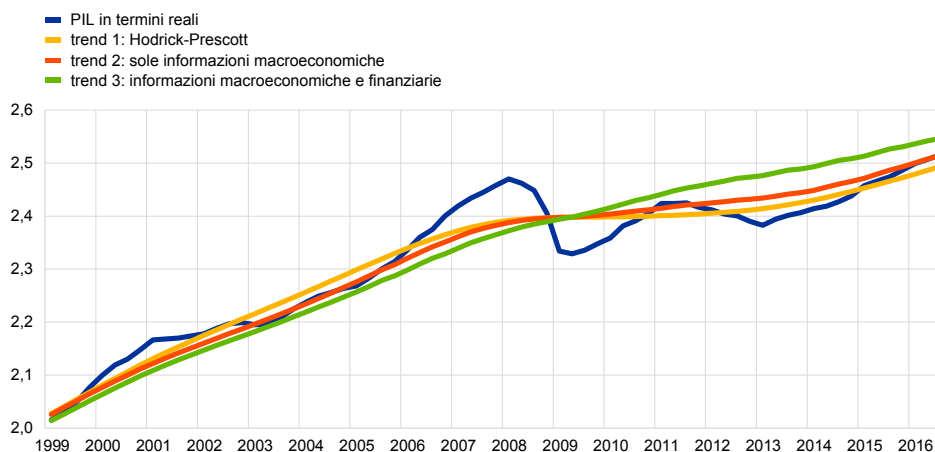
⁸ La sovrastima del prodotto potenziale può portare a una valutazione eccessivamente ottimistica dell'orientamento della politica di bilancio e della sostenibilità del debito nei paesi che attraversano la fase di boom di un ciclo finanziario, il che a sua volta può ridurre lo spazio delle politiche di bilancio e andare così a gravare ulteriormente sul prodotto in caso di crisi finanziaria. Cfr. Borio, C., Lombardi, M. e Zampolli, F., "Fiscal sustainability and the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 552, BRI, 2016.

reale. Rispetto alle metodologie che non tengono conto delle variabili finanziarie, essa dà luogo a una traiettoria del prodotto potenziale più bassa negli anni di boom pre-crisi e più alta nel periodo dopo il 2008. Tutte e tre le metodologie, tuttavia, indicano che la crescita del prodotto potenziale ha rallentato il passo dopo il 2008.

Grafico

PIL in termini reali e misure diverse del prodotto potenziale nell'area dell'euro

(migliaia di miliardi di euro; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Trend 1 corrisponde a una misura ricavata utilizzando un filtro Hodrick-Prescott bilaterale con il parametro di smussamento standard per i dati trimestrali (1600). Trend 2 corrisponde a una stima ricavata da un modello ridotto delle componenti non osservate che scompone il PIL in termini reali nel trend e nelle componenti cicliche con l'aiuto di relazioni macroeconomiche in forma ridotta come la legge di Okun e la curva di Phillips. Trend 3 corrisponde allo stesso modello, aumentato con una componente relativa al ciclo finanziario stimata come fattore comune latente nell'oscillazione di diverse variabili finanziarie, come la crescita reale del credito alle famiglie e alle imprese non finanziarie, il tasso di crescita reale di M3 e il tasso di crescita reale dei prezzi degli immobili residenziali. Dal momento che il prodotto potenziale non è osservabile, tutte queste metodologie comportano un grado elevato di incertezza.

Le gravi contrazioni successive ai boom trainati dal credito possono incidere negativamente sul prodotto potenziale.

Le contrazioni economiche, come la recente Grande Recessione, possono ragionevolmente avere un effetto depurante, benefico per la crescita futura della produttività, ma la riallocazione delle risorse a favore di impieghi più produttivi può trovarsi ostacolata dai vincoli di offerta nel sistema finanziario. In particolare, una quota elevata di crediti deteriorati accompagnata a politiche inadeguate in materia di insolvenze e risoluzioni bancarie può mantenere il capitale presso imprese a bassa produttività e rendere meno probabili l'ingresso o la crescita di imprese innovative e potenzialmente molto produttive⁹. Il debito nominale accumulato nel periodo di boom, insieme alla perdita di valore delle garanzie durante la fase di contrazione, può limitare le opzioni a disposizione di imprese altrimenti sane per ottenere finanziamenti esterni da destinare a progetti di investimento produttivi, in particolare in presenza del vincolo della soglia inferiore dei tassi di interesse nominali. Il conseguente lungo processo di risanamento dei bilanci del settore privato può indebolire ulteriormente la domanda interna e portare a tassi di disoccupazione persistentemente elevati. Di fronte a un periodo prolungato di disoccupazione elevata aumentano le probabilità di effetti di isteresi nel mercato del lavoro, in particolare se tale mercato è rigido ed

⁹ Cfr. Adalet McGowen, M., Andrews, D. e Millot, V., "The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries", *Economics Department Working Papers*, n. 1372, OCSE, 2016.

eccessivamente regolamentato. Il processo stesso di riallocazione potrebbe indurre un calo temporaneo del prodotto potenziale laddove, ad esempio, l'acquisizione di risorse precedentemente bloccate in attività poco produttive sia ostacolata da elevate barriere all'ingresso.

Gli effetti negativi dal lato dell'offerta prodotti dagli episodi di contrazione finanziaria non sono necessariamente persistenti e dipendono dal contesto delle politiche. I vincoli creditizi e altre imperfezioni finanziarie possono senz'altro rappresentare un freno significativo per la crescita economica durante la ripresa, ma il loro impatto sull'allocazione delle risorse dovrebbe ridursi col tempo. Di conseguenza, le stime del prodotto potenziale che non tengono conto di queste possibilità rischiano di fornire un quadro eccessivamente pessimistico del lato dell'offerta durante le fasi di recupero da una crisi finanziaria. Attualmente, pertanto, sia la ripresa congiunturale sia la capacità di offerta dell'economia potrebbero beneficiare di politiche adeguate di insolvenza e risoluzione e di uno smaltimento efficace dei crediti deteriorati, in particolare nel contesto di politica monetaria accomodante.

Adeguamenti salariali e occupazione in Europa: alcuni risultati dall'indagine Wage Dynamics Network

Questo riquadro esamina il nesso fra gli accordi di contrattazione collettiva, le rigidità al ribasso dei salari e l'occupazione. Vari studi basati su dati macroeconomici aggregati hanno evidenziato in passato come alcuni aspetti istituzionali che influiscono sul processo di determinazione dei salari si associno a una rigidità verso il basso dei salari, la quale potrebbe a sua volta esacerbare la perdita di posti di lavoro durante le contrazioni economiche¹. Questo riquadro impiega dati micro ricavati da un'indagine svolta presso le imprese per determinare se gli effetti sopradescritti si riscontrino anche a livello di singole imprese nell'area dell'euro durante il periodo 2010-13. Nel complesso, i risultati confermano che i dispositivi di contrattazione salariale hanno contribuito alla rigidità dei salari in Europa e potrebbero aver aggravato la perdita di posti di lavoro durante le recessioni. I dati qui impiegati provengono dalla terza edizione dell'indagine Wage Dynamics Network (WDN) del SEBC². L'indagine WDN3 fornisce informazioni a livello di singola impresa sulle condizioni economiche e gli accordi di retribuzione collettivi in 25 Stati membri dell'UE durante il periodo 2010-2013. Da questi dati emerge che durante il periodo in esame, caratterizzato dalla crisi del debito sovrano, gli andamenti presso le imprese interpellate sono stati assai diversi. Il 44 per cento delle imprese ha registrato una diminuzione della domanda, mentre il 32 per cento ha dichiarato che la domanda è aumentata. La quota di imprese che ha ridotto i posti di lavoro o i salari è significativamente superiore fra le aziende per le quali la domanda si è ridotta: il 43 per cento di queste imprese ha ridotto il personale e il 14 per cento i salari di base. Considerata l'entità del calo della domanda e dei tagli all'occupazione, la percentuale relativamente contenuta della riduzione dei salari sembrerebbe indicare la presenza di rigidità verso il basso dei salari nominali. In effetti, quasi un quarto delle imprese interpellate dichiaravano di aver congelato i salari nominali. Anche i congelamenti salariali rappresentano un chiaro indizio di rigidità al ribasso, poiché segnalano che, anche quando le condizioni economiche lo giustificherebbero, le imprese si astengono dall'abbassare i salari per evitare eventuali tensioni³.

¹ Gli aspetti istituzionali che si associano a rigidità salariali possono essere di varia natura, come la densità sindacale, gli accordi di contrattazione collettiva, la tutela dei posti di lavoro, ecc. Per una rassegna dei risultati e una breve panoramica della letteratura in materia, cfr. ad esempio il riquadro *Le rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino; e il riquadro *L'impatto delle rigidità istituzionali sulla reattività dei salari nell'area dell'euro* all'interno 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" nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

² Per una rassegna dettagliata e completa dell'ultima indagine Wage Dynamics Network, nonché una panoramica dei risultati principali, cfr. l'articolo *Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

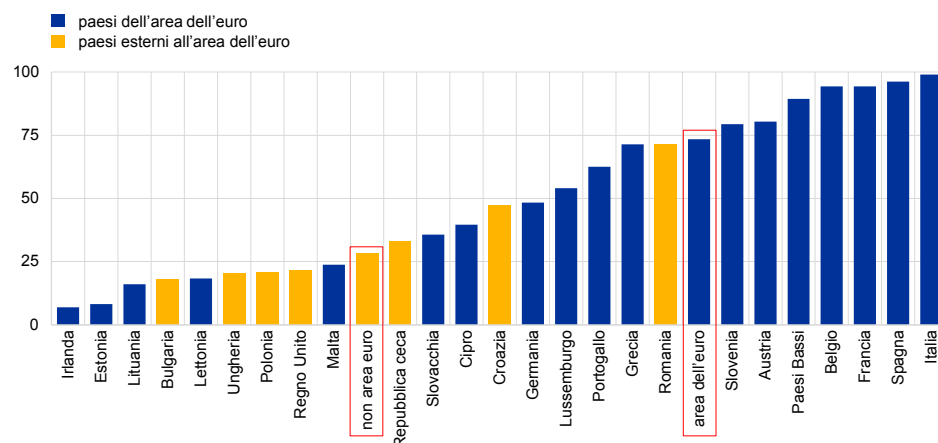
³ Va notato che nel caso di Grecia e Cipro una quota significativa di imprese ha ridotto i salari nel periodo di riferimento, a seguito delle flessioni assai pronunciate del PIL nazionale.

Nell'analisi che segue gli accordi di retribuzione collettiva ricoprono un ruolo di primo piano⁴. Stando all'indagine WDN (grafico A), la quota di lavoratori interessati da un accordo di retribuzione collettiva nei paesi dell'area dell'euro (pari in media a quasi il 75 per cento) è molto più elevata di quella dei paesi esterni all'area dell'euro (quasi il 30 per cento). Vari singoli paesi, in particolare Italia, Spagna, Francia, Belgio e Paesi Bassi, si collocano significativamente al di sopra della media dell'area dell'euro. Con l'eccezione dei Paesi Bassi, il valore elevato di tali quote deriva soprattutto da accordi di contrattazione collettiva esterni all'impresa (nazionali o settoriali, anziché accordi più decentrati a livello di singola azienda). Al tempo stesso, in Irlanda, Estonia, Lettonia e Lituania la quota della contrattazione collettiva, inferiore al 20 per cento, è notevolmente più bassa della media dell'area dell'euro. Fra gli Stati dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, Bulgaria, Ungheria, Polonia e Regno Unito hanno una quota relativamente più bassa di lavoratori interessati da accordi di retribuzione collettiva, mentre in Romania e Croazia la percentuale è relativamente più elevata.

Grafico A

Quota dei lavoratori interessati da accordi di retribuzione collettiva – rassegna dei paesi nel 2013

(valori percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE, basata sull'indagine WDN3 nell'articolo *Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013*, nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

Note: sono escluse dal calcolo le imprese con meno di cinque occupati. I dati sono ponderati in base all'occupazione complessiva e riscaldati per escludere le risposte nulle. I dati per l'Irlanda non sono ponderati. Le medie per area dell'euro e non area dell'euro sono calcolate sui paesi per i quali sono disponibili i pesi.

⁴ Fra gli studi che mostrano come le rigidità salariali al ribasso riflettano fattori istituzionali come un alto grado di penetrazione dei sindacati e di tutela dei lavoratori figurano ad esempio: Holden, S. e Wufberg, F. (2008), "Downward nominal wage rigidity in the OECD", *Journal of Macroeconomics*, vol. 8, pagg. 1-48; Anderton e Bonthuis (2015), "Downward wage rigidities in the euro area", *GEP Research Paper Series*, n. 2015/09, University of Nottingham, luglio 2015. Vari studi mostrano inoltre come, attraverso le rigidità salariali, i fattori istituzionali possono influire sull'occupazione. Ad esempio: Dias et al. (2013) riscontrano che le imprese con salari di base più flessibili hanno meno probabilità di ridurre i posti di lavoro (Dias, Marques e Martins (2013), "Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data", *Labour Economics*, Vol. 23) e Barwell e Schweitzer (2017) rilevano che nel Regno Unito le rigidità salariali al ribasso accrescono la probabilità di licenziamenti (Barwell e Schweitzer (2007), "The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98." *Economic Journal*, Vol. 117, No 524). Babecky et al. (2012) evidenziano invece la possibilità di sostituire la flessibilità dei salari di base con altri adeguamenti del costo del lavoro (ad esempio la modifica della componente flessibile dei salari) (Babecky, Du Caju, Kosma, Lawless, Messina e Rööm (2012), "How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?", *Labour Economics*, Vol. 19, n. 5).

Utilizzando la base di dati a livello di singola impresa del WDN, questo riquadro riporta le stime della reazione dei salari alle variazioni nel livello della domanda, nonché dell'impatto dei salari sull'occupazione durante uno shock di domanda negativo⁵. Mettendo assieme i dati di 25 paesi e impiegando modelli probit ordinati è possibile stimare le risposte dei salari e dell'occupazione a livello aggregato di UE⁶. Per quanto riguarda i salari, l'indagine WDN prevede cinque possibili risposte per le imprese alla domanda su come si siano mossi i loro salari di base nominali nel periodo 2010-2013: diminuzione pronunciata, diminuzione moderata, nessuna variazione, aumento moderato, aumento pronunciato. La specificazione relativa ai salari contempla altresì diverse variabili esplicative come la quota di lavoratori interessati da un accordo di retribuzione collettivo e l'andamento della domanda (per tutte e cinque le categorie)⁷.

Con riferimento alla risposta eterogenea dei salari alle variazioni della domanda, i risultati econometrici indicano la presenza di elasticità asimmetriche dei salari alla domanda, che suggeriscono rigidità al ribasso dei salari nominali⁸. Il grafico B mostra che l'aumento della probabilità di una riduzione dei salari di base in risposta a una flessione della domanda è significativamente inferiore rispetto all'aumento della probabilità di un loro aggiustamento al rialzo in risposta a un incremento della domanda (la rigidità salariale, cioè, è maggiore verso il basso che non verso l'alto). In aggiunta, un calo pronunciato o moderato della domanda accresce significativamente la probabilità che i salari di base restino invariati, mentre sarebbe lecito attendersi che tale calo riduca i salari. Ciò rappresenta un'ulteriore riprova della rigidità verso il basso dei salari nominali, dal momento che la distribuzione delle variazioni dei salari comincia ad addensarsi intorno all'ipotesi di salari di base invariati allorché la domanda cala. Per contro, allorché la domanda registra un aumento moderato o pronunciato, la probabilità che i salari di base rimangano invariati è minore.

Le evidenze della rigidità al ribasso dei salari nominali emergono anche dalle stime riportate nel grafico C (diagramma A), che mostrano come la contrattazione collettiva riduca la probabilità di adeguamenti al ribasso dei salari⁹. Quanto più elevata è presso l'impresa la quota di dipendenti interessati da accordi di retribuzione collettivi, tanto minore è la probabilità di una riduzione dei salari e tanto maggiore quella di un loro aumento. Considerata, come si è visto, l'ampia diffusione della contrattazione collettiva nei paesi dell'area dell'euro, questo risultato implica altresì che nei paesi dove la quota di lavoratori interessati da accordi di retribuzione collettivi è più elevata le rigidità al ribasso dei salari nominali sono maggiori.

⁵ Tutti i risultati econometrici riportati nei grafici B e C si basano sui dati dell'indagine WDN e sulle tavole 3 e 4 (rispettivamente) di Marotzke, P., Anderton, R., Bairrao, A., Berson, C. e Tóth, P. (2016), "Wage adjustment and employment in Europe", *GEP Research Paper Series*, n. 2016/19, Centre for Globalisation and Economic Policy School of Economics, University of Nottingham, novembre 2016.

⁶ Effettuando la stima sui soli paesi dell'area dell'euro, tutti i risultati econometrici per l'area dell'euro sono qualitativamente analoghi (ad eccezione di alcune differenze marginali di magnitudo dei parametri). Cfr. il riquadro "Wage rigidity and employment in the euro area: an analysis with firm-level data", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, dicembre 2016, pagg. 42-44.

⁷ La specificazione comprende inoltre una serie di altre variabili di controllo.

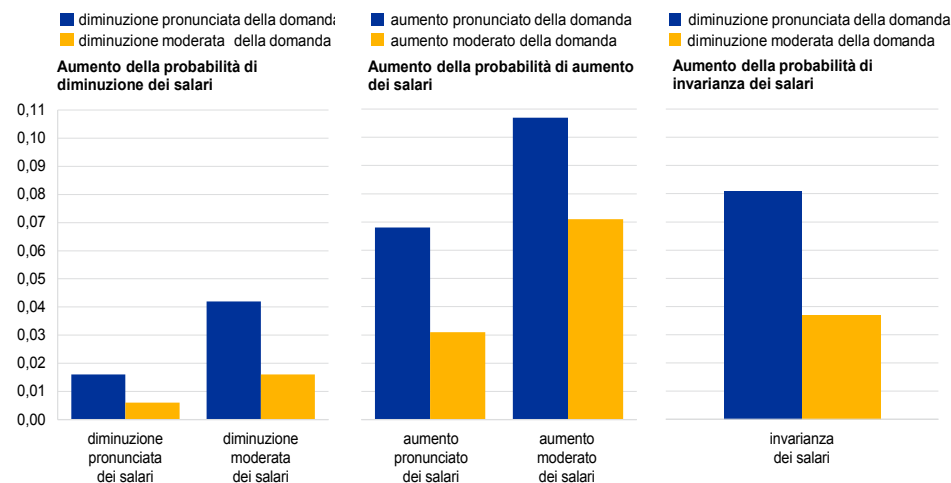
⁸ Le elasticità asimmetriche alla domanda restano di fatto invariate a prescindere che venga inclusa o meno nell'equazione la variabile della contrattazione collettiva.

⁹ La correlazione significativa dei termini di errore conferma l'endogeneità dei salari nell'equazione dell'occupazione e l'adeguatezza dell'approccio delle variabili strumentali.

Grafico B

Stima delle risposte dei salari a diversi andamenti della domanda

(decimali; aumento della probabilità di una variazione dei salari)



Fonti: Marotzke et al. (2016).

Note: le stime si basano su metodi probit ordinati (ossia effetti marginali sulla probabilità di osservare il risultato). Il grafico mostra, per i diversi andamenti della domanda, la probabilità stimata di una determinata reazione dei salari rispetto alla categoria di riferimento in cui la domanda rimane invariata. Ad esempio, la prima colonna a sinistra mostra che la probabilità stimata di una diminuzione pronunciata dei salari dato un calo pronunciato della domanda è di 1,6 punti percentuali superiore a quella stimata in assenza di variazioni della domanda (cfr. tavola 3 della fonte per maggiori dettagli). Tutti i parametri hanno significatività statistica prevalentemente all'1 per cento in base a errori standard robusti.

Tuttavia, le rigidità al ribasso dei salari, come il comportamento asimmetrico dei salari evidenziato nel grafico B, potrebbero altresì essere dovute ad altri fattori, magari non collegati alla contrattazione collettiva, come ad esempio il timore dei datori di lavoro che un taglio delle retribuzioni possa ridurre la motivazione dei dipendenti e avere un impatto negativo sulla produttività¹⁰.

I risultati delle stime indicano inoltre che le rigidità al ribasso dei salari producono un effetto negativo sull'occupazione (grafico C, diagramma B).

Anche l'impatto degli adeguamenti salariali sull'occupazione risulta significativo. La probabilità che l'occupazione diminuisca o rimanga invariata è significativamente inferiore allorché i salari diminuiscono (rispetto alla categoria di riferimento di non variazione dei salari di base). La probabilità di un aumento dell'occupazione è invece maggiore quando i salari diminuiscono. Per contro, in caso di aumento dei salari, cresce la probabilità di un calo dell'occupazione (rispetto alla categoria di riferimento in cui i salari di base rimangono invariati).

Nell'insieme, lo studio presentato in questo riquadro conferma che le rigidità salariali in Europa durante il periodo 2010-13 si sono associate a un andamento più negativo dell'occupazione. In primo luogo, gli accordi di retribuzione collettivi paiono ridurre la probabilità di un adeguamento al ribasso

¹⁰ Sebbene non rientrino fra i risultati empirici dello studio su cui si basano i risultati riportati nei grafici B e C, i salari di efficienza sono spesso citati come potenziale causa delle rigidità al ribasso dei salari. Cfr. ad esempio: il capitolo 3 in Layard, R., Nickell, S. e Jackman, R. (1990), *Unemployment: macroeconomic performance and the labour market*, Oxford University Press, 1990; Stiglitz, J., "Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDCs: The Labour Turnover Model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 88, 1974, pagg. 194-227; Solow, R. (1979), "Another possible source of wage stickiness", *Journal of Macroeconomics*, vol. 1, n. 1, pagg. 79-82; e Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J., e T. Rööm (2015), "Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms", *ILR Review*, vol. 68, n. 4, 2015.

Grafico C

Risposta dei salari e dell'occupazione alla contrattazione salariale collettiva e alle dinamiche salariali

(decimali; variazione nella probabilità di un adeguamento dei salari (diagramma A); variazione nella probabilità di una variazione dell'occupazione (diagramma B))

Diagramma A Variazione nella probabilità di un adeguamento dei salari dovuto ad accordi di retribuzione collettivi

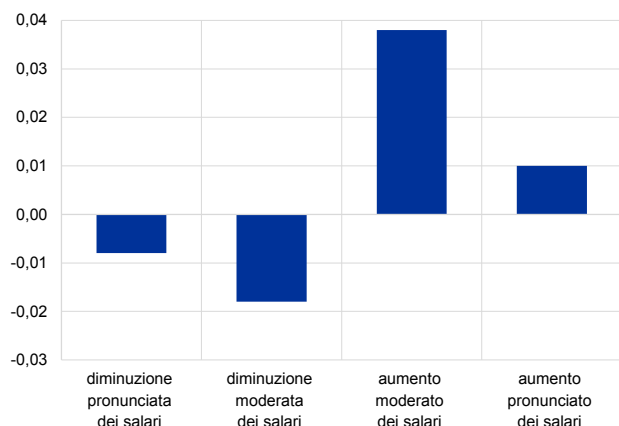
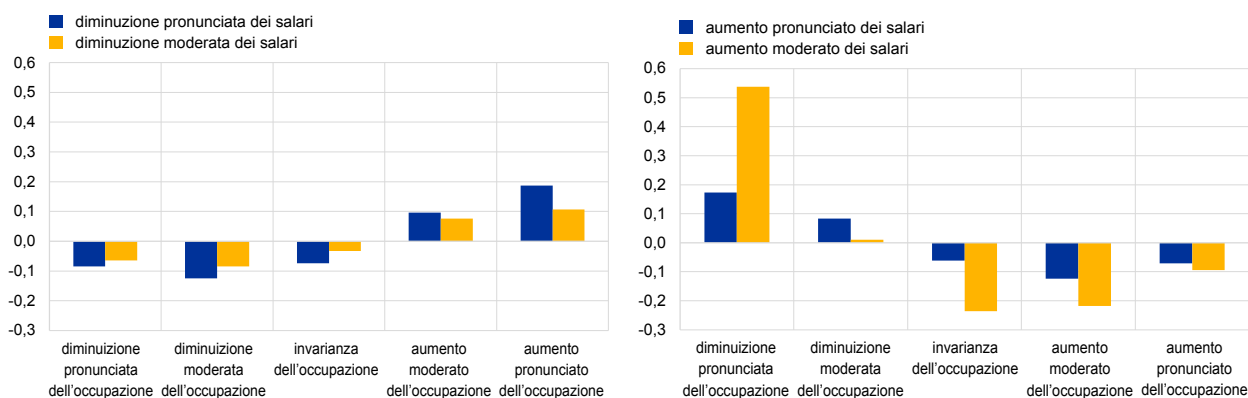


Diagramma B Variazione nella probabilità di una variazione dell'occupazione dovuta a diversi aumenti salariali



Fonti: Marotzke et al. (2016).

Note: le stime si basano su metodi probit IV ordinati delle variabili strumentali (effetti marginali sulla probabilità di osservare il risultato). Il diagramma A del grafico mostra come la probabilità stimata di un determinato andamento dei salari cambi allorché aumenta la quota degli occupati interessati da accordi di contrattazione collettiva dei salari. Gli effetti marginali sulla probabilità di osservare una variazione dei salari sono espressi in termini assoluti e non rispetto a una categoria di riferimento. I risultati si basano sulle sole imprese interessate da un calo della domanda, ma i parametri e i risultati sono assai simili per l'intero campione di imprese e per tutte le cinque categorie di domanda. Il diagramma B mostra, per diversi andamenti salariali, la probabilità stimata di un dato andamento dell'occupazione rispetto alla categoria di riferimento di invarianza dei salari. Tutti i parametri hanno significatività statistica prevalentemente all'1 per cento in base a errori standard robusti.

dei salari; in secondo luogo, l'aumento della probabilità che i salari diminuiscano in risposta a un calo della domanda è significativamente inferiore a quello della probabilità che i salari aumentino in risposta a un incremento della domanda (a indicazione della presenza di rigidità al ribasso e di una risposta asimmetrica dei salari)¹¹. Infine, i risultati evidenziano un effetto negativo delle rigidità al ribasso dei salari sull'occupazione a livello di singola impresa.

Dal punto di vista delle politiche, la contrattazione collettiva sembra contribuire alle rigidità verso il basso dei salari, le quali potrebbero a loro volta esacerbare la perdita di posti di lavoro durante le recessioni. Durante la crisi alcuni paesi dell'area dell'euro hanno introdotto riforme che offrivano alle imprese maggiori opzioni per muovere verso accordi salariali a livello di impresa e abbandonare così

¹¹ Anche in questo caso le variazioni nella probabilità sono messe a confronto con la situazione in cui la domanda rimane invariata.

forme più centralizzate di contrattazione collettiva che legano l'azienda ad accordi nazionali, regionali o settoriali. Questa decisione era in parte finalizzata a consentire alle imprese di negoziare accordi salariali collegati più strettamente alle condizioni economiche specifiche in cui operavano. Altri risultati dell'indagine WDN mostrano che riforme analoghe della contrattazione collettiva hanno consentito alle imprese di adeguare più facilmente le retribuzioni¹². Di conseguenza, l'attuazione di ulteriori riforme in tal senso ha il potenziale di portare beneficio ai paesi dell'area dell'euro ed eventualmente limitare la perdita di posti di lavoro durante le recessioni future.

¹² Ad esempio, l'indagine WDN mostra che le imprese spagnole consideravano che fosse divenuto più facile adeguare i salari durante la crisi, e che ciò fosse almeno in parte dovuto alle riforme del diritto del lavoro in Spagna (dove il sistema di contrattazione collettiva è stato riformato per dare precedenza agli accordi a livello di impresa rispetto ad eventuali accordi settoriali o regionali). Cfr. il riquadro dal titolo "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)" pubblicato nell'articolo *Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013*, nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

Il ruolo degli effetti base della componente energetica negli andamenti di breve termine dell'inflazione

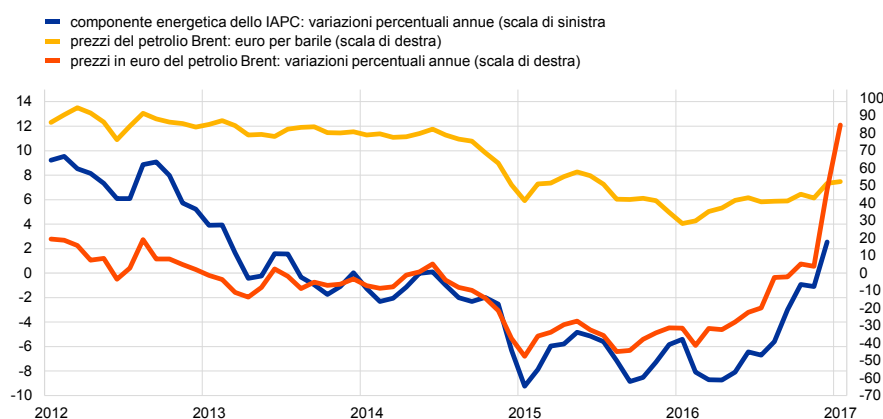
L'attuale incremento dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è dovuto in ampia misura ai rincari dei beni energetici. L'inflazione armonizzata è salita dallo 0,6 all'1,1 per cento fra novembre e dicembre 2016. L'aumento è stato determinato principalmente da un'impennata dell'inflazione dei beni energetici di quasi quattro punti percentuali nello stesso periodo. Tale rialzo è riconducibile a due fattori: i forti rincari sul mese precedente dei beni energetici e un vigoroso effetto base al rialzo. Il presente riquadro mostra che gli effetti base avranno un ruolo rilevante anche nel trainare l'inflazione misurata sullo IAPC agli inizi del 2017.

La recente decisione dei paesi produttori di petrolio di ridurre gli approvvigionamenti ha determinato un rialzo dei corsi petroliferi¹. I prezzi del greggio espressi in euro hanno segnato un aumento di circa il 20%, che si è trasmesso rapidamente alle componenti dei carburanti dell'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC (cfr. grafico A). Tuttavia, l'accelerazione dei prezzi dell'energia in dicembre è stata causata in gran parte da un effetto base al rialzo. Gli effetti base indicano in che misura le variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi riflettono la "fuoriuscita" di una variazione anomala sul mese precedente dall'indice dei prezzi un anno prima, in questo caso nel dicembre 2015.

Grafico A

Prezzi del petrolio e inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC

(euro per barile e variazioni percentuali annue)



Fonti: Bloomberg ed Eurostat.

Gli effetti base dei beni energetici avranno un forte impatto sull'andamento dell'inflazione armonizzata nei mesi a venire. La quantificazione degli effetti base comporta un grado di incertezza, perché non c'è un metodo unico per misurare l'impatto di una variazione mensile atipica. In precedenti analisi riportate nel Bollettino economico o nel Bollettino mensile della BCE, tale impatto è stato calcolato sottraendo la variazione effettiva mensile dal movimento tipico (ossia un

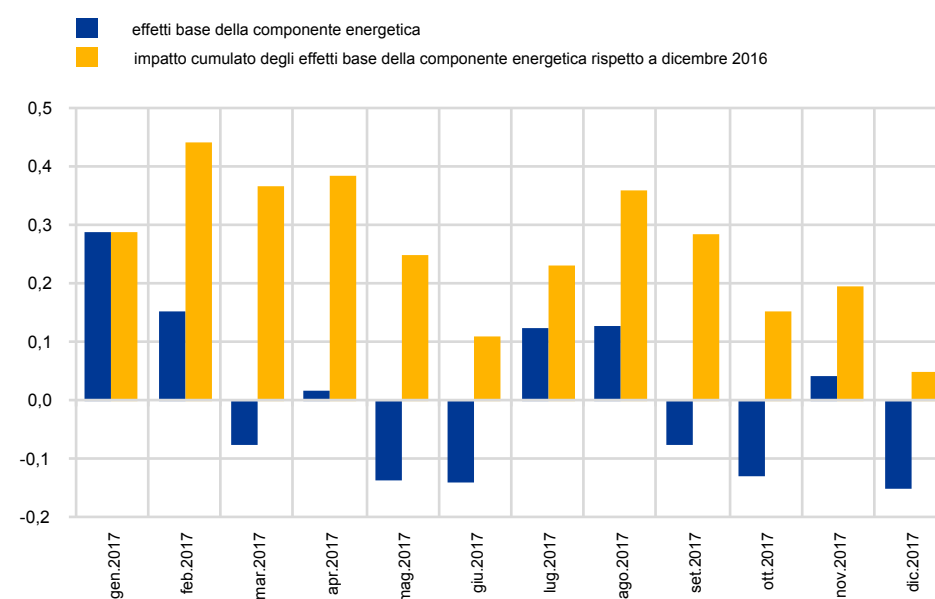
¹ Cfr. il riquadro *Impatto dell'accordo dell'OPEC di novembre 2016 sul mercato del petrolio* nel numero 8/2016 di questo Bollettino.

effetto stagionale stimato e un “trend”, misurato come variazione mensile media dalla metà degli anni 90)². Il grafico B mostra per il 2017 il contributo stimato degli effetti base della componente energetica alle variazioni mensili del tasso di inflazione tendenziale. Si stima che tale contributo sia positivo fino a febbraio 2017, piuttosto modesto in marzo e aprile e negativo in maggio e giugno. Anche la seconda metà del 2017 sarà caratterizzata dalla successione di effetti base positivi e negativi. L’impatto cumulato degli effetti base dell’inflazione dei beni energetici su quella generale armonizzata è sempre relativo a un dato mese di riferimento. Ad esempio, l’impatto cumulato degli effetti base dei beni energetici sull’inflazione armonizzata sarà di oltre 0,4 punti percentuali nel febbraio 2017, rispetto all’inflazione complessiva sui dodici mesi misurata nel dicembre 2016. Tuttavia, poiché nei mesi successivi gli effetti base saranno prevalentemente negativi, l’impatto cumulato sull’inflazione complessiva sarà trascurabile al dicembre 2017.

Grafico B

Contributo degli effetti base dei corsi dell’energia all’andamento dell’inflazione armonizzata

(contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE

Peraltro, nel valutare l’impatto degli effetti base sui probabili tassi di inflazione complessiva e dei beni energetici nel periodo a venire, si deve considerare altresì che l’inflazione sui dodici mesi dipenderà, naturalmente, anche dalle effettive variazioni mensili dei cosiddetti beni energetici nel periodo interessato, le quali, a loro volta, rifletteranno in ampia misura l’andamento corrente dei prezzi del greggio. I forti rincari del petrolio e dei beni energetici dal dicembre 2016 avranno chiaramente un impatto al rialzo sulle variazioni dell’inflazione armonizzata agli inizi del 2017 in aggiunta all’impatto cumulato degli effetti base della componente energetica per oltre 0,4 punti percentuali al febbraio 2017.

² Cfr., ad esempio, il riquadro *Effetti base delle componenti volatili dello IAPC e impatto sull’inflazione armonizzata nel 2014* nel numero di febbraio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

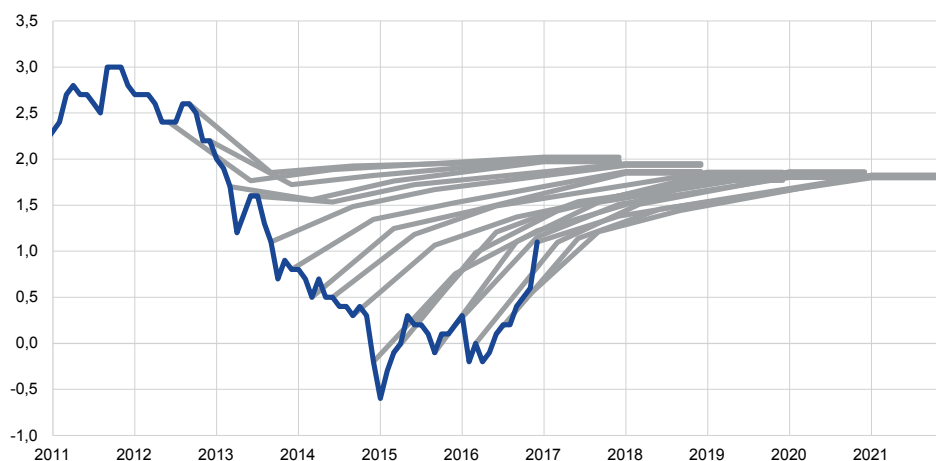
Fattori che incidono sull'evoluzione delle aspettative di inflazione degli esperti

Nel periodo successivo al 2012 si è osservato un calo marcato e sostanzialmente inatteso dell'inflazione misurata sullo IAPC. L'inflazione armonizzata è scesa in maniera più o meno continua da tassi superiori al 2 per cento fino a circa -0,5 per cento agli inizi del 2015, attestandosi su livelli molto bassi fino alla metà del 2016 (cfr. grafico A). L'entità e la natura sostenuta di questa contrazione hanno provocato, tra i previsori, una successione di errori nelle proiezioni sulle prospettive di inflazione, comprese le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Questo riquadro prende in esame la natura e le possibili determinanti delle revisioni apportate alle aspettative di inflazione su scala aggregata nella Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE¹.

Grafico A

Inflazione misurata sullo IAPC e varie statistiche della SPF riguardanti le aspettative sull'inflazione armonizzata

(variazioni percentuali su base annua; le linee grigie indicano le aspettative a 12 mesi, 24 mesi e cinque anni desunte da previsioni successive della SPF; la linea blu indica l'inflazione effettiva misurata sullo IAPC)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

Al calo dell'inflazione misurata sullo IAPC hanno fatto seguito revisioni al ribasso delle aspettative di inflazione nella SPF. Queste revisioni al ribasso sono state più nette per le aspettative a breve termine, comportando dapprima una maggiore inclinazione del profilo dell'inflazione attesa (cfr. grafico A). A partire dal 2015 tale profilo ha smesso di inclinarsi, iniziando invece a mutare su un orizzonte più prolungato, con il permanere dell'inflazione su livelli ridotti. Anche le aspettative a più lungo termine (su un orizzonte quinquennale) sono diminuite, seppur in misura minore, collocandosi su una media dell'1,8 per cento dal primo trimestre del 2016, rispetto a una media del 2,0 per cento nel 2012. I fattori che incidono sulle variazioni dell'inflazione attesa a breve e a più lungo termine è probabile che siano differenti e ulteriori dati tratti dalla SPF possono chiarire la natura di questi diversi fattori. Tali dati,

¹ Maggiori informazioni in merito alla Survey of Professional Forecasters sono reperibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

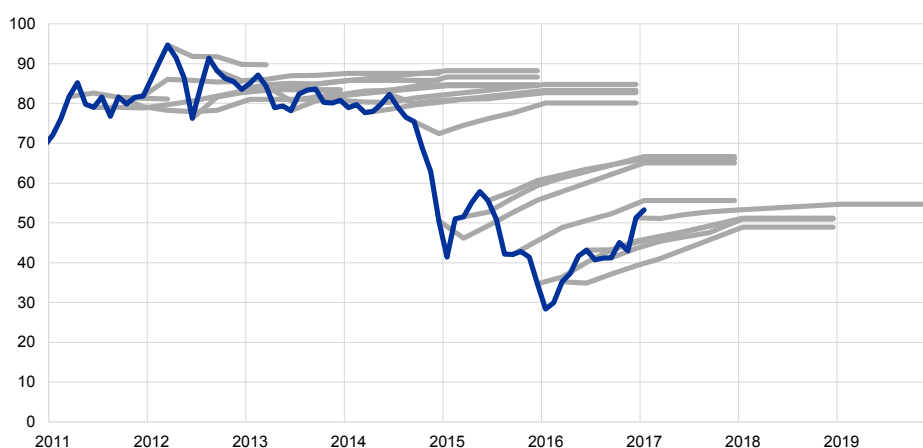
raccolti sin dai primi anni 2000, includono le ipotesi formulate dai previsori riguardo alle quotazioni petrolifere e al tasso di cambio euro/dollaro, oltre che alle loro stesse aspettative sulla crescita salariale.

Il principale fattore che ha determinato la revisione delle prospettive di inflazione a breve termine è stato, con ogni probabilità, il calo dei prezzi del petrolio. Per gran parte del periodo in cui le previsioni di inflazione continuavano a collocarsi su livelli eccessivi, i valori attesi delle quotazioni petrolifere in euro su scala aggregata nella SPF si sono puntualmente rivelati troppo elevati (cfr. grafico B). Le informazioni raccolte da un questionario specifico suggeriscono che le aspettative sui prezzi del greggio da parte degli esperti sono influenzate, in ragionevole misura, dai prezzi dei contratti future². Questa è anche l'ipotesi tecnica alla base delle proiezioni macroeconomiche elaborate dalla BCE/Eurosistema, a cui è in larga parte riconducibile l'errore di proiezione sullo IAPC della BCE/Eurosistema negli anni recenti.

Grafico B

Quotazioni del greggio di qualità Brent e varie statistiche sulle previsioni dei prezzi petroliferi nella SPF

(in euro al barile; le linee grigie derivano dalle ipotesi dei previsori desunte da previsioni successive della SPF per i quattro trimestri seguenti e, se disponibili, dalle medie basate sull'anno solare per i 12 e i 24 mesi successivi all'indagine; la linea blu indica le quotazioni petrolifere effettive)



Fonti: Bloomberg, BRI ed elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

Nota: la seconda parte di ciascuna previsione della SPF è tracciata ipotizzando che il valore registrato per l'ultimo anno, nel complesso, si applichi a ogni trimestre di quell'anno.

Le aspettative di shock sui prezzi petroliferi hanno di solito influito in modo significativo sulle aspettative di inflazione a breve termine, mentre l'incidenza è contenuta nell'arco di orizzonti più prolungati. Le quotazioni del greggio possono esercitare sull'inflazione sia un effetto diretto, attraverso le componenti energetiche dello IAPC, sia un effetto indiretto, influenzando i costi di produzione più in generale. Tuttavia, a meno di innescare effetti di secondo impatto, l'evoluzione dei prezzi del petrolio produce effetti diretti e indiretti che dovrebbero venire meno nell'arco

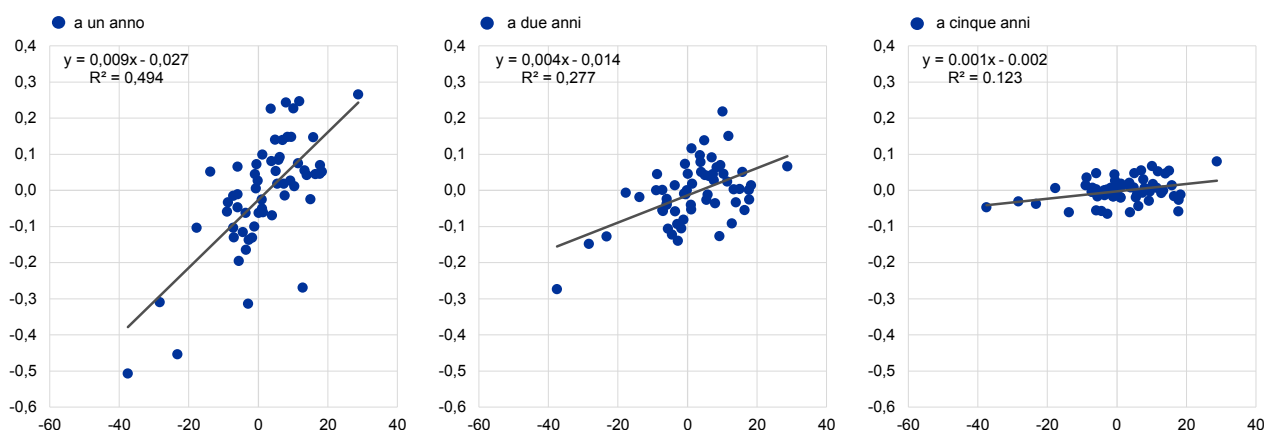
² Cfr. "Results of the second special questionnaire for participants in the ECB Survey of Professional Forecasters", BCE, gennaio 2014.

di un quinquennio³. I pannelli nel grafico C mostrano che, nell'ambito della SPF, la relazione tra le variazioni delle aspettative sui prezzi petroliferi e quelle sull'inflazione si indebolisce con l'ampliarsi dell'orizzonte di previsione. In media, un incremento del 10 per cento delle quotazioni petrolifere in euro attese a un anno è stato associato a un aumento di 0,1 punti percentuali dell'inflazione al consumo attesa a un anno; non vi è tuttavia una relazione significativa tra le aspettative sui prezzi del greggio e le aspettative sull'inflazione a cinque anni.

Grafico C

Variazioni delle aspettative nella SPF per le quotazioni petrolifere in euro e per l'inflazione misurata sullo IAPC

(in punti percentuali; asse delle ascisse: variazione sul trimestre precedente delle quotazioni petrolifere attese a un anno; asse delle ordinate: variazione sul trimestre precedente dell'inflazione attesa su tre diversi orizzonti temporali)



Fonti: elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.
Nota: si riferisce al periodo campione che va dal 2002 al 2016.

Negli ultimi anni è stata debole anche la relazione tra le aspettative di inflazione a più lungo termine e l'andamento dell'inflazione effettiva. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono scese da circa il 2,0 per cento fino a circa l'1,8 per cento nel corso del 2013 e del 2014. Dall'inizio del 2015, tuttavia, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono risultate stabili, nonostante un netto calo dell'inflazione media misurata sullo IAPC a cinque anni (cfr. grafico D).

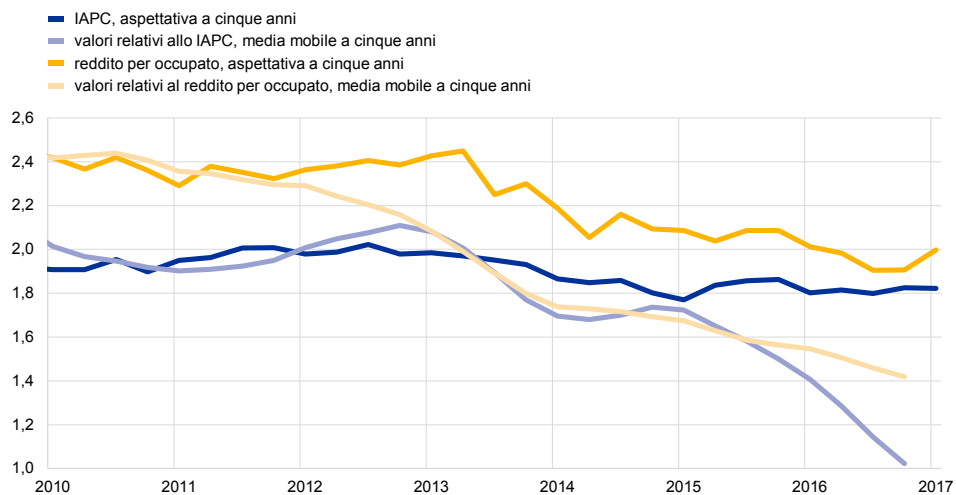
Analogamente, la riduzione delle aspettative a più lungo termine riguardanti la crescita del reddito per occupato è risultata di gran lunga inferiore alla riduzione del dato medio corrispondente su un orizzonte quinquennale. Inoltre, la crescita del reddito per occupato si è rivelata più debole delle attese nella SPF o nelle proiezioni macroeconomiche della BCE/Eurosistema. È probabile che gli errori di previsione nella SPF e quelli nelle proiezioni della BCE/Eurosistema fossero riconducibili a una serie simile di fattori, nello specifico: una sottostima dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro; una maggiore flessibilità salariale, in ragione della gravità della crisi e in seguito a riforme strutturali nei mercati del lavoro; un maggiore

³ Un effetto di secondo impatto sussisterebbe, ad esempio, se la maggiore inflazione dovuta al rincaro del petrolio portasse a una crescita della domanda salariale e questa, a sua volta, comportasse un incremento dei prezzi. Per maggiori informazioni in merito all'impatto dei prezzi dell'energia sull'inflazione, cfr. "Energy markets and the euro area macro economy", *Structural Issues Report*, BCE, 2010.

Grafico D

Aspettative della SPF a cinque anni relative a inflazione e crescita salariale

(variazioni percentuali su base annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

incremento degli impieghi a bassa produttività; gli effetti di un contesto caratterizzato da bassa inflazione⁴.

Nel complesso, la SPF continua a mostrare che le aspettative a più lungo termine relative all'inflazione misurata sullo IAPC permangono ancorate.

Nell'indagine riguardante il primo trimestre del 2017, le aspettative a più lungo termine sull'inflazione armonizzata si sono mantenute all'1,8 per cento, seguitando a evidenziare l'andamento altalenante osservato sin dai primi mesi del 2015. Questo indica che la maggioranza degli intervistati nell'ambito della SPF si attendeva che i passati cali dell'inflazione fossero con ogni probabilità solo eventi temporanei; a sua volta, questo potrebbe segnalare la percezione, tra i previsori, che la vigorosa risposta di politica monetaria della BCE al contesto di bassa inflazione abbia contribuito a stabilizzare le prospettive di stabilità dei prezzi a più lungo termine.

⁴ Cfr. il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

1 I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale

Questo articolo presenta nuove evidenze relative all'impatto di aspetti strutturali, andamenti macroeconomici e altri fattori sul meccanismo di trasmissione dei tassi di riferimento ai tassi attivi praticati dalle banche. Esso mostra che il costo della provvista e le caratteristiche dei bilanci bancari costituiscono due importanti determinanti dei cambiamenti nella regolarità della trasmissione. Mostra inoltre come le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE abbiano contribuito a ripristinare il meccanismo di trasmissione.

Introduzione

Questo articolo esamina la trasmissione della politica monetaria ai tassi di interesse sui prestiti delle banche, all'attività economica e ai prezzi. Nonostante il ruolo crescente assunto negli ultimi anni dal finanziamento non bancario, il sistema finanziario dell'area dell'euro è rimasto fondamentalmente bancocentrico. I tassi sui prestiti bancari rappresentano uno dei principali costi del finanziamento esterno per gli operatori economici nell'area, e quindi anche un importante canale per la trasmissione della politica monetaria alla macroeconomia. È pertanto essenziale monitorare e valutare in che modo le banche dell'area dell'euro sono influenzate dalle decisioni e dagli impulsi di politica monetaria, e in che modo trasmettono le variazioni dei tassi di riferimento alla clientela.

La prolungata crisi finanziaria e i suoi numerosi risvolti hanno prodotto un impatto importante sul meccanismo di trasmissione, così come anche i cambiamenti intervenuti nella regolamentazione e nelle prassi di vigilanza. La crisi ha influito sulla capacità delle banche di trasmettere in modo efficace le variazioni nell'orientamento della politica monetaria alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie. Ciò ha portato a una significativa eterogeneità fra i tassi sui prestiti bancari nei vari paesi dell'area.

Le recenti misure non convenzionali di politica monetaria hanno concorso a un calo protratto e diffuso dei tassi sui prestiti bancari, riducendo al tempo stesso il loro grado di dispersione fra paesi. In tale processo hanno avuto un ruolo importante le misure non convenzionali di politica monetaria dell'Eurosistema, in particolare il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (PAA ampliato), l'introduzione dei tassi negativi sui depositi presso la banca centrale e le operazioni mirate di rifinanziamento

a più lungo termine (OMRLT)¹. Queste misure hanno fornito abbondante liquidità in un contesto di bassi tassi di interesse, attenuando le distorsioni nei mercati di finanziamento e riducendo la contrazione prociclica del credito al settore privato non finanziario.

Man mano che i tassi di interesse nominali si muovono verso il loro limite inferiore effettivo, aumenta la probabilità di non linearità nella trasmissione dei tassi sui prestiti bancari. Sebbene sussista notevole incertezza riguardo a quale sia il valore preciso del limite inferiore effettivo, si può ragionevolmente affermare che nel momento in cui i tassi nominali si avvicinano allo zero o diventano negativi potrebbero manifestarsi frizioni. Con riferimento al lato delle passività bancarie, la soglia inferiore potrebbe essere motivata dalla riluttanza delle banche ad applicare tassi negativi sui depositi al dettaglio, una scelta che potrebbe pregiudicare il rapporto con la clientela al dettaglio. In aggiunta, i clienti potrebbero scegliere di detenere una quota maggiore di contante per evitare le perdite derivanti da eventuali commissioni applicate ai conti correnti o da tassi negativi sui depositi. In siffatte circostanze, le banche potrebbero procrastinare o desistere dalla trasmissione di ulteriori accomodamenti monetari ai propri tassi attivi per evitare un deterioramento dei margini tra prestiti e depositi, con effetti negativi sui profitti. La scelta dipenderà dal grado di concorrenza nel mercato, nonché dalle caratteristiche del bilancio della banca, comprese la liquidità e la patrimonializzazione². Ad oggi non vi sono evidenze che la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro stia risentendo significativamente di questo tipo di non linearità. Al riguardo va notato che, anche in un contesto di minori margini fra prestiti e depositi, l'impatto negativo sui profitti bancari può essere attutito per il tramite di due canali. In primo luogo, i tassi attivi più bassi dovrebbero stimolare la domanda di prestiti, portando a un aumento dei volumi di attività. In secondo luogo, dovrebbero comportare un numero minore di insolvenze, riducendo per le banche i costi collegati al deterioramento dei crediti.

Questo articolo fornisce nuove evidenze sulle forze che agiscono sulla determinazione dei tassi attivi nell'area dell'euro nel contesto delle misure non convenzionali della BCE e della concomitante riduzione del grado di frammentazione dopo la recente crisi finanziaria. Cerca inoltre di analizzare le fonti di eterogeneità nell'evoluzione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro. Le forze sottostanti la determinazione dei tassi sui prestiti sono presentate nella seconda sezione dell'articolo, l'eterogeneità delle scelte sui tassi attivi nella terza sezione. La quarta sezione dell'articolo fornisce alcune considerazioni conclusive.

Le scelte e le forze che agiscono sul processo di determinazione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro

I tassi sui prestiti bancari al dettaglio sono andati progressivamente riducendosi dal 2014 e il loro grado di dispersione fra i paesi dell'area dell'euro è considerevolmente diminuito. Questi sviluppi sono intervenuti dopo un periodo di pronunciata eterogeneità fra i tassi sui prestiti nei vari paesi. Dopo la prima recessione

¹ Dal 2014, allo scopo di migliorare le condizioni finanziarie per le SNF e le famiglie, la BCE ha adottato un certo numero di misure di politica monetaria volte a stimolare l'erogazione di credito e favorire il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Tra queste misure figuravano: 1) le OMRLT, 2) gli acquisti di asset-backed securities, di obbligazioni garantite, titoli del settore pubblico e (più di recente) obbligazioni societarie e 3) la politica di tassi negativi sui depositi presso la banca centrale.

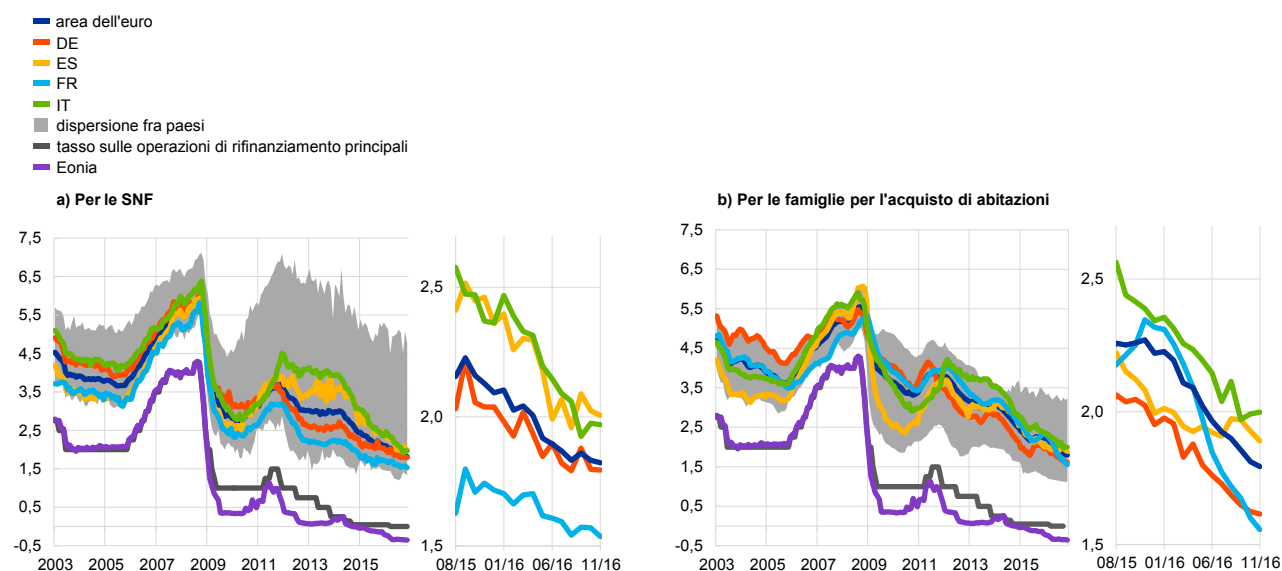
² Cfr., fra gli altri, Brissimis, S.N. e Delis, M.D., "Bank heterogeneity and monetary policy transmission", *Working Paper Series*, n. 1233, BCE, agosto 2010.

del 2008-2009, quando tutte le economie dell'area dell'euro hanno fronteggiato gli effetti della bassa domanda mondiale e dell'incertezza, la crisi del debito sovrano ha visto succedersi vari episodi di tensione finanziaria che hanno portato a una situazione di spiccata eterogeneità dei tassi attivi bancari al dettaglio. Come si può vedere nel grafico 1, l'indicatore aggregato del costo del finanziamento sia per le SNF sia per le famiglie è aumentato nei maggiori paesi dell'area dell'euro fra il 2010 e il 2012. Fra il 2012 e la fine del 2013 tale indicatore è diminuito in Germania e Francia, ma è rimasto su livelli elevati in Italia e Spagna. A partire dall'introduzione delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE nel giugno 2014, l'indicatore è calato sia per le SNF sia per le famiglie, toccando i minimi storici nel 2016. La dispersione fra paesi ha raggiunto il valore massimo nel 2010 per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e nel 2012 per quelli alle SNF. Dal 2014 la dispersione si è significativamente ridotta, pur rimanendo relativamente elevata in prospettiva storica.

Grafico 1

Indicatore composito del costo dell'indebitamento delle SNF e delle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali annue)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei prestiti di nuova erogazione. La dispersione fra paesi evidenzia l'intervallo fra il minimo e il massimo per un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2016.

È possibile mettere a confronto le diminuzioni dei tassi sui prestiti bancari di cui sopra con il calo dei tassi di riferimento di politica monetaria³. Prendendo in esame la variazione dei tassi di interesse a partire dall'annuncio del pacchetto di allentamento creditizio agli inizi di giugno del 2014, emerge che: 1) i tassi sui prestiti sono diminuiti in misura significativamente maggiore rispetto a quelli di riferimento del mercato e 2) il meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse è stato piuttosto efficace. Come mostra il grafico 2a, la diminuzione dei tassi sui prestiti a partire dal maggio 2014 è stata pari a 111 punti base per l'area dell'euro. L'Italia e la Spagna hanno registrato flessioni molto più marcate (180 e 151 punti base, rispettivamente) che la Germania e la Francia (81 e 63 punti base, rispettivamente). Dall'introduzione

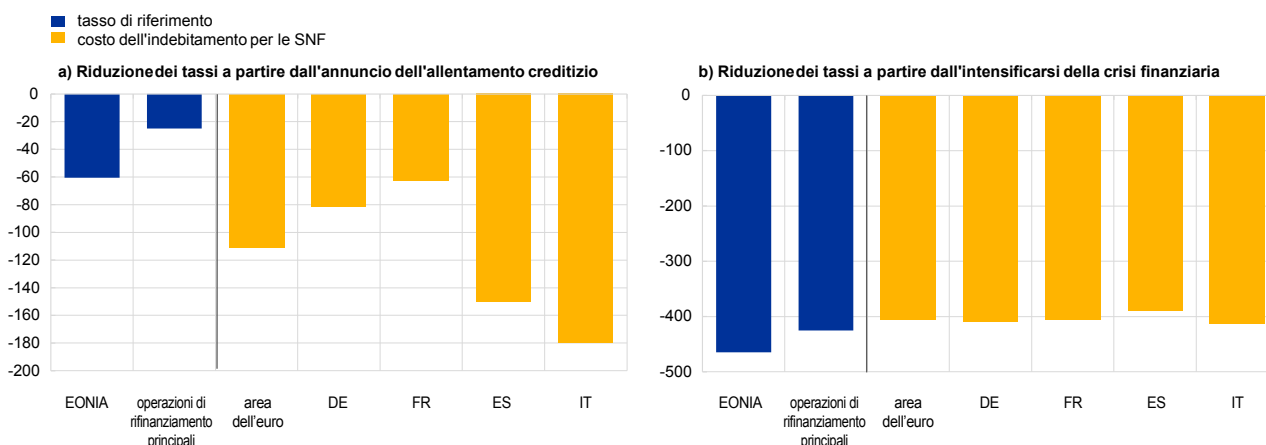
³ Il tasso di riferimento del mercato riflette principalmente il tasso al quale le banche possono raccogliere fondi nel mercato monetario interbancario.

del pacchetto di allentamento creditizio nel 2014, quindi, i tassi sui prestiti nei maggiori paesi dell'area dell'euro sono divenuti gradualmente meno eterogenei. Infatti, come si può vedere dal grafico 2b, dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria (agosto 2008) la trasmissione delle variazioni dei tassi ufficiali ai tassi sui prestiti bancari è diventata piuttosto simile nei grandi paesi dell'area dell'euro.

Grafico 2

Trasmissione dei tassi di interesse dai tassi di riferimento al costo dell'indebitamento delle SNF

(punti base)



Fonte: BCE.

Note: il mese di maggio 2014 è stato scelto perché immediatamente precedente l'annuncio della BCE, il 5 giugno, di alcune misure di politica monetaria intraprese per migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (annuncio delle modalità delle OMRLT e intensificazione dei preparativi collegati agli acquisti definitivi di asset-backed securities). Il mese di agosto 2008 segna l'intensificarsi della crisi finanziaria. I tassi di riferimento corrispondono a medie mensili. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2016.

Per illustrare i principali fattori che influiscono sui tassi attivi bancari è possibile utilizzare un modello contabile semplificato delle modalità con cui le banche determinano il prezzo dei prestiti. Utilizzando questo approccio semplificato il tasso attivo può essere suddiviso in varie componenti che corrispondono ai costi di rifinanziamento della banca, ai differenziali di rischio e ai coefficienti patrimoniali (cfr. grafico 3). Il modello semplificato ipotizza che, al momento di determinare il prezzo di un prestito, il tasso base utilizzato dalle banche sia un tasso di riferimento di mercato. In aggiunta a questo tasso la banca trasferisce al prenditore finale una serie di maggiorazioni per recuperare i costi sostenuti per erogare il prestito. Tali maggiorazioni possono essere suddivise in cinque componenti principali:

- (i) differenziali sui depositi, dovuti ad esempio all'aggiustamento progressivo ai tassi di mercato;
- (ii) differenziali sulle obbligazioni bancarie, che sono una componente del costo della provvista bancaria all'ingrosso;
- (iii) oneri relativi al patrimonio bancario, poiché la banca deve recuperare il costo del capitale proprio, il quale è influenzato da rischi micro non diversificabili nel portafoglio prestiti, da responsabilità limitata, regolamentazione prudenziale, costi di agenzia per il finanziamento bancario e frizioni nella ricomposizione dei portafogli bancari;
- (iv) un compenso per il rischio di credito, ricollegabile a contratti di debito rischiosi e perdite attese;
- (v) margine di intermediazione, ricavato come differenza fra il tasso sui prestiti della banca e la somma dei fattori da (i) a (iv).

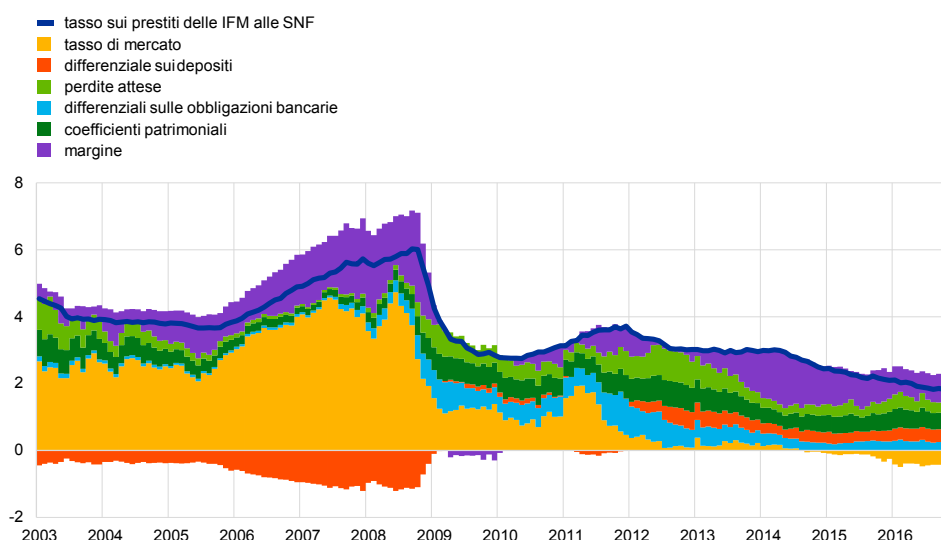
Il margine, rappresentato dall'area viola nel grafico, è influenzato dalla struttura del mercato del credito bancario, che influisce sul prezzo dei prodotti al dettaglio della banca (ad esempio variazioni nella domanda di prestiti, concorrenza nel settore bancario e costi opportunità dell'attività creditizia, che potrebbero anche dipendere dagli incentivi a detenere debito sovrano).

È possibile caratterizzare l'evoluzione della crisi finanziaria dell'area dell'euro descrivendo l'interazione fra i rischi di credito nei settori sovrano, bancario e societario. Tale evoluzione può essere suddivisa in tre fasi: 1) le tensioni nel mercato del debito sovrano del 2011-2012, durante le quali la rivalutazione del rischio di insolvenza ha provocato un'impennata dei differenziali sul debito sovrano di Italia e Spagna, che ha portato a sua volta a perdite di bilancio per le banche di quei paesi e le ha incentivate a modificare i prezzi e a ridurre i prestiti; 2) gli effetti di retroazione negativi fra sfera reale e sfera finanziaria, con l'aumento delle insolvenze societarie da un lato e dall'altro la debole performance delle attività bancarie e vincoli all'offerta creditizia delle banche; 3) il processo di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche di fronte a un'opera di riforma regolamentare senza precedenti che, aggiungendosi alle forze già in atto nelle prime due fasi, spiega il livello diffusamente elevato dei tassi sui prestiti bancari e le deboli dinamiche del credito in alcuni paesi. Come si può evincere dal grafico 3, nonostante la notevole flessione dei tassi di riferimento di mercato in linea con l'accomodamento della politica monetaria, i tassi sui prestiti bancari sono rimasti elevati fino a metà 2014. Stando al modello contabile semplificato, ciò è potenzialmente riconducibile a un aumento di: 1) differenziali sui depositi, 2) differenziali sul costo della provvista bancaria all'ingrosso, 3) coefficienti patrimoniali, per effetto di un maggiore costo del capitale azionario, provvedimenti

Grafico 3

Scomposizione del costo composto dell'indebitamento per le SNF

(percentuali annue)



Fonti: BCE, Moody's e Merrill Lynch Global Index.

Note: il tasso di mercato corrisponde al tasso overnight indexed swap a due anni. I differenziali dei tassi sui depositi sono calcolati come media relativa a depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata in base ai corrispondenti volumi di nuovi prestiti. I differenziali sono calcolati con riferimento all'Euribor avente la scadenza più prossima. I rendimenti per i differenziali delle obbligazioni bancarie sono ricavati dal Merrill Lynch Global Index e aggregati sulla base dei corrispondenti importi in essere. I differenziali sono successivamente calcolati rispetto al tasso swap avente la scadenza più prossima. I coefficienti patrimoniali corrispondono al costo del capitale richiesto dagli standard di Basilea 2. Le perdite attese corrispondono alla perdita in caso di default (LGD) moltiplicata per la probabilità di default (PD), dove la PD corrisponde alla frequenza dei default attesi calcolata da Moody's, e la LGD è posta pari a 0,45. Il margine corrisponde al residuo fra i tassi sui prestiti e tutte le altre componenti.

regolamentari e un incremento delle perdite attese e 4) margini di compenso per il rischio di credito, a causa degli effetti di retroazione negativi tra sfera reale e sfera finanziaria, ossia tra le crescenti insolvenze societarie e il prezzo dei prestiti.

L'impatto delle misure non convenzionali sui tassi attivi delle banche

Vari fattori hanno giocato un ruolo significativo nella riduzione del grado di frammentazione finanziaria osservato durante l'ultima crisi finanziaria e, più di recente, hanno portato a un marcato calo dei tassi sui prestiti. Sebbene le misure non convenzionali introdotte dalla BCE dal luglio 2014 siano di natura assai diversa, i vari canali di trasmissione attraverso i quali esse influiscono sull'economia si assomigliano e attengono al divario fra il costo della provvista bancaria e gli oneri patrimoniali. I principali canali del credito bancario che si rafforzano a vicenda e permettono la trasmissione delle misure non convenzionali ai tassi sui prestiti sono tre.

Il primo è il canale della trasmissione diretta, per cui le misure non convenzionali allentano le condizioni di finanziamento per il settore privato non finanziario alleviando i costi di provvista delle banche. Più specificamente, le OMRLT forniscono alle banche liquidità al tasso di interesse applicato ai depositi presso l'Eurosistema, a condizione che le banche stesse dimostrino di essere sufficientemente attive nell'erogazione di prestiti. Le OMRLT alimentano la concorrenza nel mercato dei prestiti bancari, la quale comprime a sua volta i margini unitari sui prestiti e il livello dei costi del finanziamento per l'economia reale. Anche l'acquisto di asset-backed securities e di obbligazioni garantite nell'ambito del PAA mira a favorire l'erogazione di prestiti, dal momento che incentiva le banche a cartolarizzare i crediti e a cederli a prezzi più favorevoli. Le banche hanno potuto impiegare la liquidità offerta dall'Eurosistema in sostituzione della raccolta all'ingrosso, più onerosa in un contesto di condizioni di mercato avverse, e quindi ridurre i tassi sui prestiti erogati alle famiglie e alle imprese.

Il secondo canale attraverso il quale le misure non convenzionali si trasmettono ai tassi sui prestiti è il canale di ricomposizione dei portafogli, che comporta l'intervento nel segmento delle obbligazioni sovrane nell'ambito del PAA. La compressione dei rendimenti nel mercato delle obbligazioni sovrane favorisce gli investimenti in attività con un rendimento più elevato in relazione al rischio. Le banche svolgono un ruolo chiave al riguardo, poiché gli acquisti di obbligazioni sovrane nell'ambito del PAA abbassano i premi a termine e, allo stesso tempo, inducono una ricomposizione dei bilanci bancari, compresa un'espansione del credito. Le banche sono altresì incentivate a impiegare le riserve liquide di nuova creazione accrescendo le proprie disponibilità in attività finanziarie e i prestiti erogati. La politica di tassi di interesse negativi ha rafforzato tale incentivo.

Il terzo canale attraverso il quale le misure non convenzionali si trasmettono ai tassi sui prestiti è il canale della segnalazione ("signalling") che, insieme alle indicazioni prospettiche sui tassi futuri di politica monetaria ("forward guidance"), è efficace nell'orientare le aspettative. Le indicazioni prospettiche fornite dalla BCE hanno portato a una revisione al ribasso delle aspettative di mercato sui tassi di interesse a breve termine futuri e di conseguenza alla compressione dei tassi sui prestiti bancari. La credibilità della forward guidance, inoltre, è rafforzata dagli acquisti di attività finanziarie in corso, giacché tali acquisti segnalano l'intenzione

di fornire stimoli addizionali. D'altra parte, lo stimolo netto derivante dagli acquisti di attività finanziarie è in parte influenzato dalle aspettative sugli aggiustamenti dei tassi di interesse futuri da parte dell'Eurosistema in risposta alla migliore tenuta dell'attività economica reale e all'inflazione innescata dai minori premi a termine nel breve periodo.

Oltre ai canali sopra descritti del credito bancario, altri fattori hanno contribuito a ridurre la frammentazione finanziaria. In particolare, il rafforzamento e l'armonizzazione del sistema europeo di vigilanza, di regolamentazione e di risoluzione delle crisi hanno portato al consolidamento dei bilanci bancari, a una diminuzione delle tensioni nei mercati finanziari e a una minore dispersione del rischio percepito in relazione alle banche europee, nonché a una flessione dei costi della loro provvista sul mercato all'ingrosso. Questi fattori, a loro volta, hanno contribuito a una minore dispersione dei tassi sui prestiti.

L'evoluzione eterogenea dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro

Le divergenze fra paesi nei tassi praticati sui prestiti possono riflettere fattori ciclici e strutturali⁴. Fra questi ultimi figurano le diverse modalità di determinazione dei tassi attivi delle banche e l'eterogeneità dei prodotti bancari nei vari paesi, nonché le differenze di natura istituzionale, attinenti ad esempio ai sistemi fiscali e di regolamentazione, alle procedure esecutive e alle prassi in materia di garanzie reali. Gli indicatori dei costi compositi del finanziamento per le SNF e le famiglie riflettono tassi su prestiti di diversa durata, e la quota dei prestiti a breve e a lungo termine differisce a seconda dei paesi (cfr. I grafici 7 e 8). In aggiunta, i tassi sui prestiti assegnati a una stessa categoria di scadenza potrebbero differire significativamente data l'eterogeneità dei corrispondenti prodotti bancari, ad esempio per quanto riguarda gli oneri diversi dagli interessi, le garanzie reali e le opzioni incorporate nei contratti di prestito⁵. I fattori che potrebbero spiegare le differenze osservate nei tassi sui prestiti nei vari paesi possono essere classificati in due gruppi: le determinanti dal lato della domanda, ossia i fattori relativi alle caratteristiche dei prenditori, e quelle dal lato dell'offerta, ossia i fattori relativi alle caratteristiche del sistema bancario⁶.

Sebbene i tassi compositi sui prestiti, aggregati a partire dai tassi sui singoli prestiti bancari, evidenzino la presenza di eterogeneità fra paesi, essi non rendono conto della prospettiva micro di determinazione dei tassi sui prestiti. Tale prospettiva si manifesta in una pronunciata eterogeneità fra paesi per quanto riguarda i tassi attivi delle singole banche (cfr. figura 4). Il riquadro 1

⁴ Le differenze strutturali relative alle modalità di determinazione dei tassi da parte dei creditori sono analizzate ampiamente in pubblicazioni precedenti. Cfr., fra l'altro, Kok Sørensen, C. e Lichtenberger, J.-D., "Mortgage interest rate dispersion in the euro area", *Working Paper Series*, n. 733, BCE, febbraio 2007.

⁵ Ad esempio, nella componente di tasso dei costi complessivi sostenuti dai prenditori non figurano gli oneri diversi dagli interessi (come commissioni e provvigioni). Il credito al consumo ricomprende prestiti per l'acquisto di autoveicoli assistiti da solide garanzie reali e con tassi di interesse relativamente bassi, ma anche altri prestiti al consumo con tassi di interesse elevati. Ancora, i prestiti a tasso variabile potrebbero dare ai prenditori l'opportunità di rinegoziare il prestito, modificandone ad esempio l'ammortamento o la scadenza.

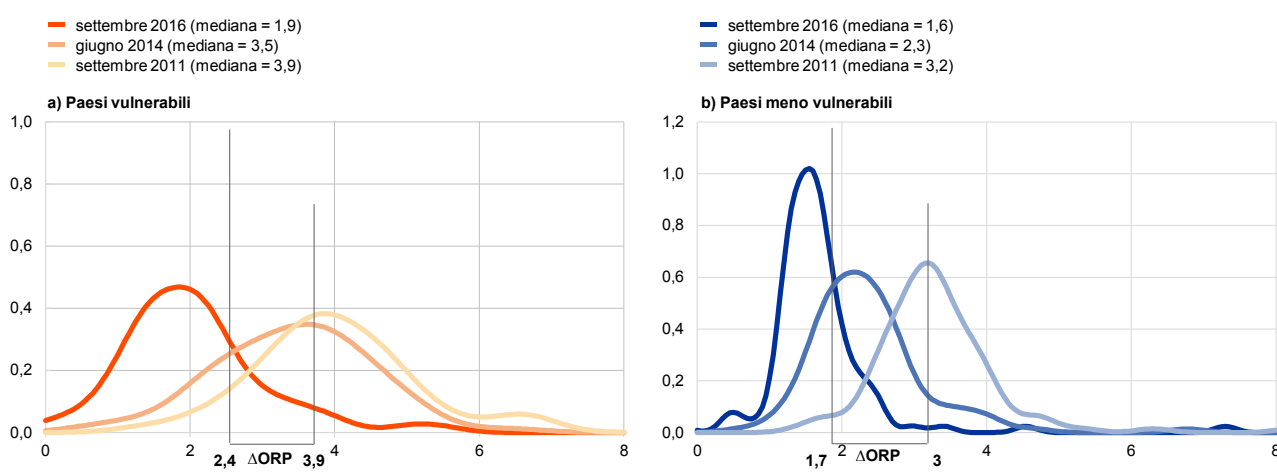
⁶ Tra gli indicatori dal lato della domanda figurano, ad esempio, il merito di credito dei prenditori, la domanda di credito, la disponibilità di fonti alternative di mercato per il finanziamento delle imprese e il reddito disponibile delle famiglie, nonché i prezzi degli immobili residenziali nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Tra gli indicatori dal lato dell'offerta figurano le caratteristiche dei bilanci delle banche, altri indicatori della solidità bancaria, il modello di business prevalente, la cartolarizzazione dei prestiti e il grado di concorrenza fra le banche.

esamina in maggiore dettaglio i vantaggi che possono offrire i dati micro, i quali forniscono importanti indicazioni, specie se le informazioni sui tassi praticati dalle singole banche vengono affiancate a quelle sulle caratteristiche dei loro bilanci. La dispersione dei tassi granulari sui prestiti resta maggiore nei paesi vulnerabili, ma la trasmissione dei tassi di politica monetaria sta diventando sempre meno asimmetrica. La più elevata dispersione dei tassi nei paesi vulnerabili potrebbe riflettere le maggiori differenze riscontrabili nelle condizioni economiche a livello sia di paesi sia di imprese, nonché le differenze fra banche (ad esempio in termini di solvibilità, dipendenza dalla provvista all'ingrosso e grado di liquidità in eccesso).

Grafico 4

Variazioni dei tassi composti sui prestiti alle SNF delle IFM nei paesi vulnerabili e meno vulnerabili

(percentuali annue)



Fonte: BCE.

Note: i grafici riportano l'approssimazione della densità delle distribuzioni dei tassi sui prestiti in tre periodi diversi (settembre 2011, giugno 2014 e settembre 2016). Grafico 4a (paesi vulnerabili): 92 IFM di Irlanda, Spagna, Italia e Portogallo. Grafico 4b (paesi meno vulnerabili): 142 IFM di Belgio, Germania, Francia, Paesi Bassi e Austria. I grafici mostrano inoltre che, se la riduzione nel tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali a partire dal settembre 2011 (150 punti base) fosse stata trasmessa interamente ai tassi mediani sui prestiti del primo periodo (grafico 4b, 3,2), il tasso sui prestiti nel settembre 2016 sarebbe stato dell'1,7 per cento (grafico 4b).

Riquadro 1

L'analisi della determinazione dei tassi sui prestiti in base ai dati a livello di banca

I dati micro rappresentano spesso un utile complemento di quelli macro e offrono importanti indicazioni per la politica monetaria. Questo riquadro esamina alcuni dei vantaggi di un'analisi basata su dati a livello di singola banca, in particolare per quanto riguarda l'eterogeneità della trasmissione e la frammentazione osservate durante la crisi finanziaria.

La crisi ha messo in luce una significativa eterogeneità rispetto alle modalità con cui le banche, le imprese e le famiglie reagiscono agli shock economici, sia fra paesi diversi sia all'interno di uno stesso paese. In presenza di una tale eterogeneità, i dati micro possono aiutare a far luce su quegli aspetti che l'analisi dei dati aggregati rischia di non cogliere o di mascherare. Se è vero che da dati granulari di elevata qualità si possono ricavare informazioni aggregate utili, non è vero il contrario: usare dati aggregati per fare inferenze a livello più granulare può condurre a conclusioni seriamente distorte. Ad esempio, se il tasso di interesse medio per le banche di un dato paese è più elevato di quello medio delle banche dell'area dell'euro, ciò non significa necessariamente che una banca a caso di tale paese avrà una maggiore probabilità di presentare tassi di interesse più elevati della media dell'area dell'euro.

Al tempo stesso, l'impiego di dati micro comporta alcune problematiche. L'affidabilità di un'analisi basata su dati micro dipende dall'armonizzazione internazionale dei concetti statistici, dall'elevata qualità degli standard di raccolta e di misurazione dei dati, dagli aspetti di riservatezza e dall'uso di solidi metodi statistici ed econometrici.

I dati micro a livello di banca, in particolare, possono essere informativi, considerata la significativa eterogeneità fra i tassi sui prestiti registrati in giurisdizioni diverse durante la crisi finanziaria. I tassi sui prestiti possono inoltre differire per le banche all'interno di una stessa giurisdizione a causa dell'eterogeneità dei costi della provvista bancaria.

Le informazioni granulari ricavate dai dati a livello di banca possono fornire utili elementi conoscitivi per la politica monetaria. Tali dati consentono di analizzare il grado di eterogeneità dei tassi sui prestiti non solo fra paesi, ma anche all'interno di uno stesso paese. Possono pertanto essere impiegati per esaminare la misura in cui l'eterogeneità dei tassi è associata a caratteristiche specifiche della banca, quali la liquidità o il patrimonio. Più in generale, i dati micro forniscono evidenze empiriche da affiancare alle previsioni specifiche basate su modelli⁷.

I dati micro possono inoltre consentire di far corrispondere le informazioni a livello di banca con le caratteristiche dei prenditori. Le informazioni così ottenute sono utilizzabili per analizzare le caratteristiche delle imprese destinatarie dei prestiti e il loro grado di concentrazione per regione o settore, facendo luce sulla trasmissione dei tassi di interesse all'economia reale. Infine, è possibile delineare le caratteristiche di rischio dei nuovi prenditori per le varie banche e nel tempo, permettendo così di verificare se le banche abbiano adottato per i nuovi prestiti una politica di prezzo in funzione dei rischi.

La serie di dati micro "Anacredit" rappresenta un'iniziativa importante a questo riguardo. Anacredit intende fornire informazioni sia sui creditori sia sui prenditori, armonizzate fra i paesi dell'area dell'euro.

In sintesi, i dati micro possono fare luce sulle forze all'origine dell'eterogeneità osservata nella trasmissione dei tassi di interesse nelle varie giurisdizioni. La corretta comprensione dei fattori alla base di queste discrepanze è importante per predisporre misure di policy atte a ridurre la frammentazione e a progredire verso l'unione bancaria.

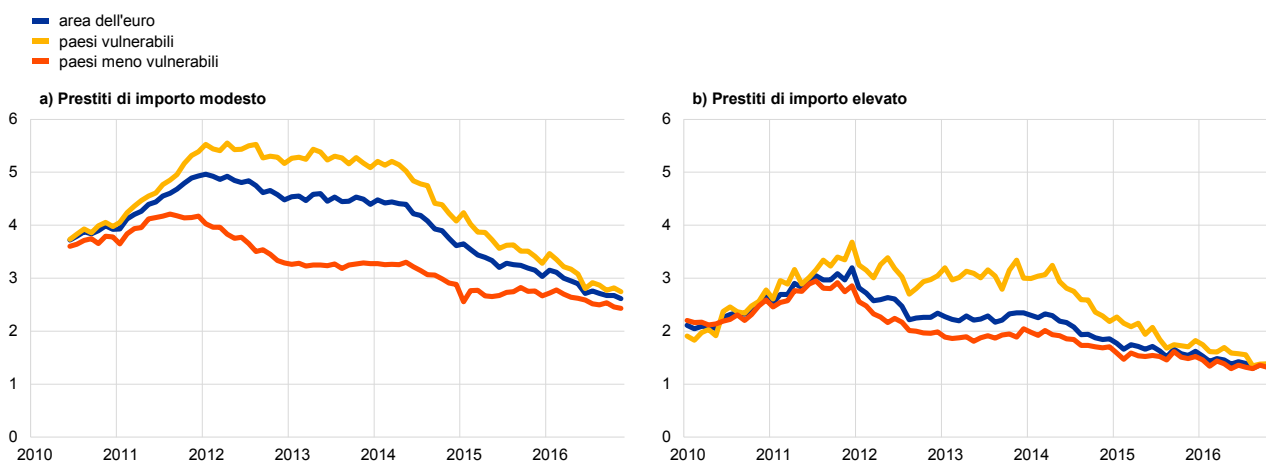
Il ritmo di calo dei tassi sui prestiti differisce anche in funzione delle loro dimensioni. A partire dal 2015 i tassi sui crediti di importo modesto hanno continuato a scendere a ritmi più sostenuti rispetto a quelli sui prestiti di importo elevato, facendo calare ulteriormente il relativo differenziale (cfr. grafico 5). Al tempo stesso, i tassi sui prestiti di grande ammontare nei paesi vulnerabili e meno vulnerabili hanno raggiunto livelli sostanzialmente analoghi. Nel caso dei prestiti di importo modesto, il divario fra i due gruppi di paesi si è ulteriormente ridotto grazie alla considerevole flessione registrata nei paesi vulnerabili.

⁷ Ad esempio, in base al modello di Bluhm et al., le banche che presentano livelli elevati di attività non liquide dovrebbero risultare maggiormente esposte agli shock negativi che interessano il valore di tali attività. Cfr. Bluhm, M., Faia, E. e Krahenen, J.P., "Monetary policy implementation in an interbank network: effects on systemic risk", *Working Paper Series*, n. 46, Research Center SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University Frankfurt, 2014.

Grafico 5

Tassi sui prestiti per classe di importo a favore delle SNF

(percentuali annue)



Fonte: BCE.

Note: la serie per l'area dell'euro è calcolata come media ponderata dei differenziali dei singoli paesi. I paesi "vulnerabili" sono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia. I prestiti di importo modesto sono quelli fino a 0,25 milioni di euro, mentre i prestiti di importo elevato sono quelli superiori a 1 milione di euro. L'aggregazione si basa sui volumi dei prestiti di nuova erogazione.

Un altro aspetto dell'eterogeneità riguarda la quota dei prestiti a tasso fisso rispetto a quella dei prestiti a tasso variabile.

Le quote possono essere calcolate con riferimento agli importi in essere o ai prestiti di nuova erogazione. Nel primo caso, i pesi forniscono un'immagine più accurata della struttura finanziaria dell'economia, poiché riflettono la rilevanza economica dei prestiti di diversa scadenza per la struttura finanziaria delle imprese⁸. Tuttavia, l'aggregazione dei tassi di interesse delle IFM sulla base degli importi in essere fornisce una stima soltanto grezza del costo marginale di indebitamento degli operatori economici. Un'aggregazione basata sui volumi dei prestiti di nuova erogazione fornisce un'indicazione migliore dell'impatto del costo marginale di un nuovo prestito sulla struttura complessiva dei costi di finanziamento⁹. Essa sopravvaluta però gli strumenti a breve termine che vengono rinnovati frequentemente (ad esempio gli scoperti). I volumi dei prestiti di nuova erogazione, inoltre, risultano altamente volatili su base mensile, poiché reagiscono piuttosto rapidamente alle condizioni economiche del momento, che potrebbero favorire l'erogazione di prestiti a breve anziché a lungo termine. Tale volatilità potrebbe a sua volta rendere difficoltoso individuare le reali dinamiche di fondo dei tassi sui prestiti al dettaglio. Il grafico 6 rappresenta i tassi sui prestiti in base ai volumi in essere. Tali tassi evidenziano una volatilità inferiore rispetto agli indicatori del costo dell'indebitamento calcolati in base ai volumi di nuovi prestiti (cfr. grafico 1) e una segmentazione di mercato meno pronunciata. Confrontando i grafici 7 e 8 si può notare che, nonostante l'attuale prevalenza dei prestiti a breve scadenza per le SNF in Germania e Francia (dove oltre l'80 e circa il 70 per cento rispettivamente dei nuovi prestiti presenta un periodo breve di determinazione del tasso o un tasso variabile), la quota dei prestiti a breve scadenza sul totale dei prestiti in essere resta inferiore al 40 e 50 per cento rispettivamente.

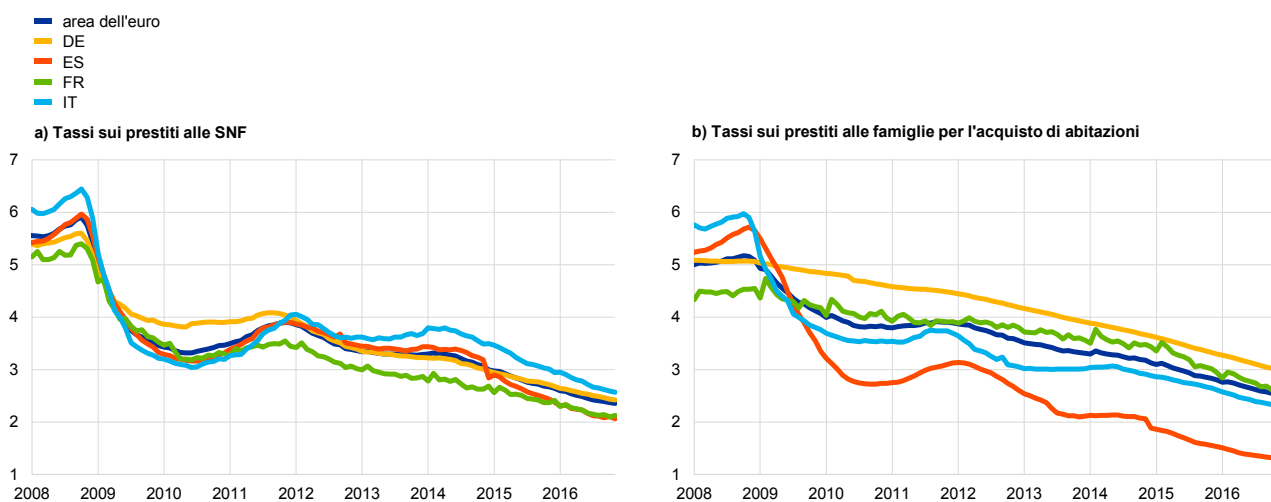
⁸ Tuttavia, gli importi in essere non riflettono la scomposizione statistica granulare disponibile nelle statistiche sui tassi di interesse delle IFM (statistiche MIR). Inoltre, le differenze metodologiche influiscono sulla comparabilità fra i dati sui bilanci delle IFM e le statistiche MIR.

⁹ Essa contribuisce inoltre a superare le problematiche relative alla mancata corrispondenza fra database e alla granularità delle serie temporali.

Grafico 6

Tassi compositi sui prestiti in essere

(percentuali annue)

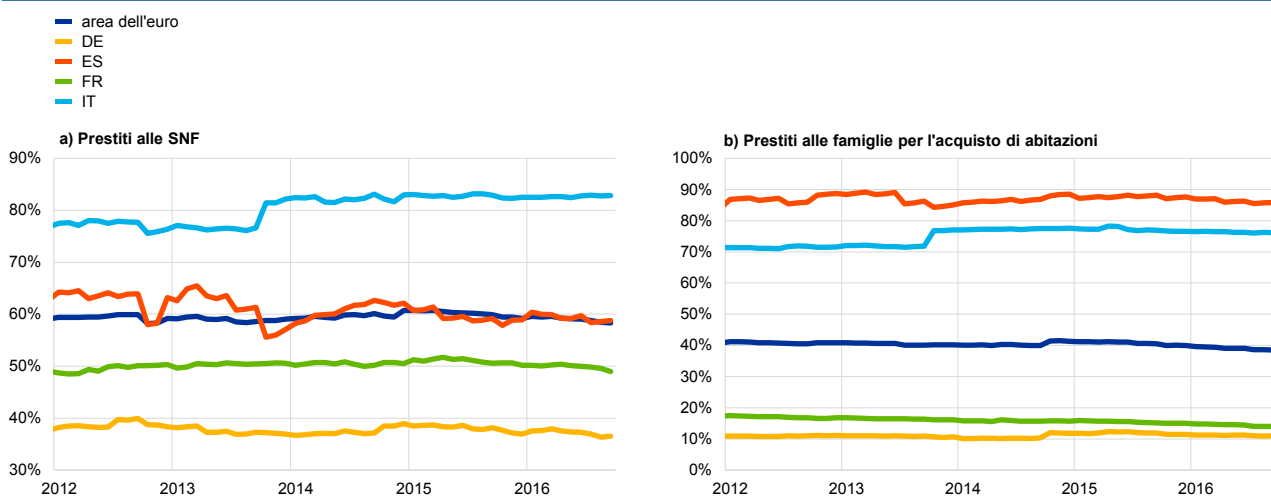


Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine.

Grafico 7

Quota dei prestiti con periodo breve di fissazione del tasso di interesse in base agli importi in essere



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

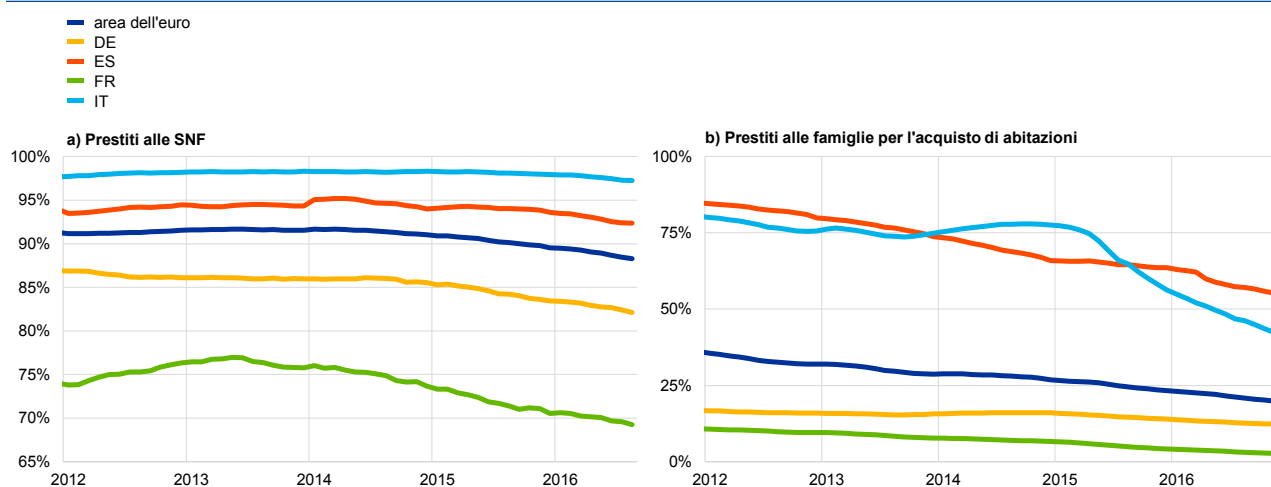
Note: si intendono per prestiti a breve termine i prestiti con scadenza fino a un anno, più gli scoperti e la quota di prestiti a lungo termine emessa a tasso variabile. Le quote sono ricavate dagli importi in essere e risentono quindi di discontinuità nella serie dovute a riclassificazioni e/o rivalutazioni. Gli indicatori nel grafico sono ricavati a partire dal quarto trimestre 2011 a causa delle discontinuità presenti nelle serie per il periodo iniziale, riguardanti in particolare i prestiti con scadenza residua di oltre un anno e rinegoziazione del tasso da effettuarsi entro l'anno successivo.

L'analisi dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio non può fare astrazione da quella della struttura delle passività delle banche. Nella sezione “Le scelte e le forze che agiscono sul processo di determinazione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro” si è vista l'importanza dell'indicatore dei costi di finanziamento per la determinazione dei tassi attivi da parte delle banche¹⁰. Camba-Mendez et al. sostengono che le banche

¹⁰ Ad esempio, una delle componenti del costo complessivo del finanziamento per le banche, il costo dell'indebitamento sui mercati dei capitali (ossia i rendimenti obbligazionari), è risultato più elevato nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro che non in quelli meno vulnerabili, specialmente durante il biennio 2011-2012. Questa differenza riflette il più elevato costo opportunità dell'investimento in titoli di debito emessi dalle banche insediate nei paesi vulnerabili, dove i rendimenti sovrani sono maggiori. In aggiunta, il deterioramento nell'affidabilità creditizia degli emittenti sovrani a seguito della crisi ha avuto un effetto significativo sul rischio di credito delle banche insediate nei paesi vulnerabili, dove l'elevata esposizione ai titoli dell'emittente sovrano nazionale ha influenzato negativamente i costi della provvista bancaria.

Grafico 8

Quota dei prestiti con periodo breve di fissazione del tasso di interesse in base ai volumi di nuovi prestiti



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: si intendono per prestiti a breve termine i prestiti con scadenza fino a un anno, più gli scoperti e la quota di prestiti a lungo termine emessa a tasso variabile.

decidono contemporaneamente quanto remunerare depositanti e obbligazionisti e quale compenso richiedere ai prenditori, e mostrano che la trasmissione dei tassi di interesse continua a funzionare anche quando i tassi di interesse sono molto bassi¹¹. Mostrano inoltre che in un contesto di liquidità eccedente si viene a creare per il rifinanziamento a breve termine un sistema duplice, per cui alcune banche si rifinanziano nei mercati monetari a tassi prossimi a quello sui depositi presso la banca centrale mentre altre si rifinanziano presso la BCE al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; ciò trova successivamente riflesso nella trasmissione ai tassi attivi praticati dalle banche. Un facile accesso a finanziamenti a medio termine a un costo vantaggioso, inoltre, favorisce un livello più basso dei tassi sui prestiti bancari.

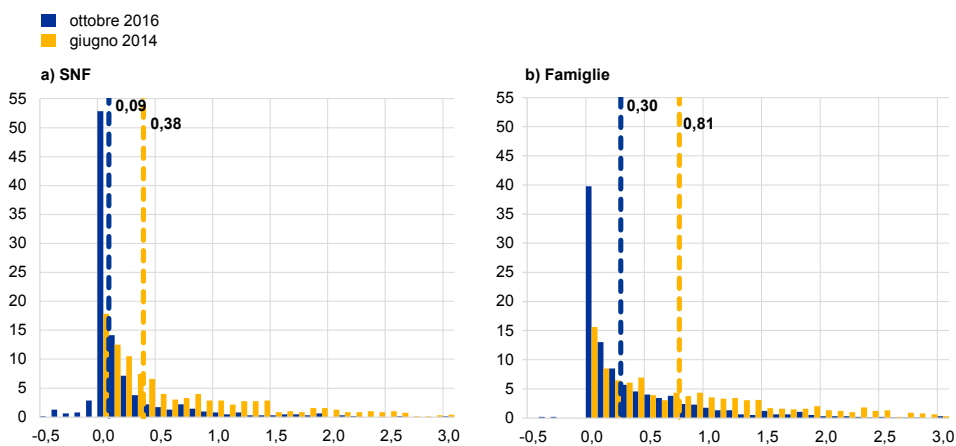
Il prezzo delle passività delle banche è importante per la determinazione del tasso sui prestiti al dettaglio. Poiché le decisioni degli intermediari finanziari non sono dettate unicamente dal livello dei tassi di politica monetaria, ma piuttosto dal differenziale fra il tasso di interesse corrisposto e quello ricevuto per ciascuna unità di fondi intermediati, è importante tenere conto del prezzo delle passività bancarie. L'attuale rigidità verso il basso del prezzo dei depositi emerge con evidenza dalla distribuzione dei singoli tassi sui depositi, che risultano sempre più addensati in prossimità della linea dello zero. La limitata possibilità di ridurre ulteriormente il tasso sui depositi implicherebbe crescenti pressioni sui margini delle banche, dal momento che i prezzi dal lato delle attività presentano una maggiore flessibilità verso il basso. Nell'ottobre 2016 solo il 5,3 per cento dei tassi segnalati sui nuovi depositi delle SNF e lo 0,5 per cento di quelli sui nuovi depositi delle famiglie erano inferiori a zero (cfr. grafico 9). L'applicazione di tassi negativi sui depositi resta pertanto un fenomeno assai contenuto, che interessa i depositi delle SNF soprattutto in Germania e in alcuni casi isolati in un numero limitato di altri paesi, poiché le banche evitano di applicare tassi negativi ai depositi al dettaglio. Ad oggi l'esistenza del limite inferiore pari a zero per i tassi sui depositi non sembra essere stata eccessivamente restrittiva.

¹¹ Cfr. Camba-Mendez, G., Durré, A. e Mongelli, F.P., "Bank interest rate setting in the euro area during the Great Recession", *Working Paper Series*, n. 1965, BCE, settembre 2016.

Grafico 9

Distribuzione dei tassi sui depositi delle famiglie e delle SNF presso le singole IFM

(asse delle ascisse: tassi sui depositi espressi come percentuali annue; asse delle ordinate: frequenze in percentuale)



Fonte: BCE.

Note: i tassi sui nuovi depositi qui utilizzati sono quelli segnalati dalle singole banche per ciascuna delle categorie di prodotto disponibili. Le linee tratteggiate corrispondono alla media ponderata dei tassi sui depositi nel giugno 2014 e nell'ottobre 2016.

Infatti, nel caso delle famiglie, nell'ottobre 2016 solo il 40 per cento dei nuovi depositi presentava un rendimento pari allo 0 per cento (a fronte del 53 per cento dei nuovi depositi delle SNF), a indicazione che, in questo segmento, è possibile che lo spazio per una variazione di prezzo non sia stato ancora esaurito. Al tempo stesso, le famiglie presentano una quota maggiore di depositi a risparmio per i quali è atteso un rendimento di tasso diverso da zero, per effetto delle prassi di determinazione dei tassi.

Le evidenze recenti mostrano che l'introduzione della politica dei tassi di interesse negativi si è tradotta in una compressione dei margini di interesse fra prestiti e depositi bancari. A partire dall'introduzione del pacchetto di allentamento creditizio nel giugno 2014, quando è stata adottata per la prima volta la politica di tassi di interesse negativi, la differenza mediana fra il tasso composito dei prestiti bancari e quello dei depositi si è ridotta (cfr. grafico 10). La riduzione è stata più marcata nel caso delle banche nei paesi vulnerabili, dove i margini rimangono comunque ben più elevati, collocandosi in termini mediani a 2,3 punti percentuali nell'ottobre 2016, a fronte di 1,7 punti percentuali nei paesi meno vulnerabili. Questi bassi livelli non sono senza precedenti, ma incorporano anche una componente di rischio di credito ancora elevata, in particolare nei paesi vulnerabili.

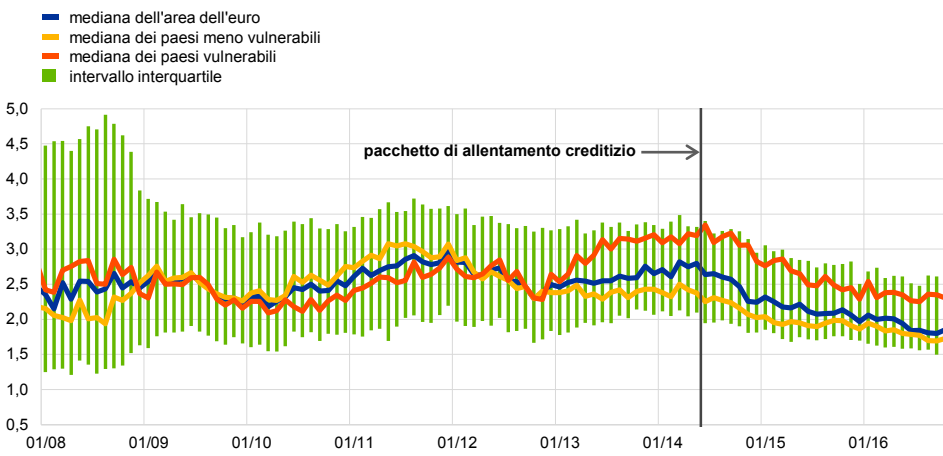
Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro sono state inserite domande puntuali al fine di raccogliere informazioni qualitative aggiuntive sull'impatto della crisi e delle tensioni sul debito sovrano, nonché sulle misure non convenzionali della BCE e l'introduzione del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale¹². Le risposte fornite all'indagine dalle banche indicano che il forte impatto iniziale della crisi del debito sovrano sulle condizioni di provvista delle banche e sui criteri di concessione del credito nel quarto trimestre 2011 è venuto meno a seguito delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni e dell'annuncio delle operazioni definitive

¹² Cfr. Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, n. 179, BCE, settembre 2016.

Grafico 10

Differenziale fra il tasso composito sui prestiti e quello sui depositi

(percentuali annue)



Fonte: BCE.

Note: il tasso composito sui depositi di ciascuna banca è calcolato come media ponderata dei tassi offerti dalla banca sui nuovi depositi. Sono usati come pesi i volumi dei nuovi depositi. Nel caso dei depositi overnight, è usata come peso la variazione dell'importo in essere dei depositi (se positiva). Il tasso composito sui prestiti di ciascuna banca è calcolato come media ponderata dei tassi sui nuovi prestiti a scadenza fissa erogati dalla banca. Sono usati come pesi i volumi dei nuovi prestiti.

monetarie, che hanno cominciato a produrre un allentamento nella seconda metà del 2013. Le risposte alla domanda puntuale sull'impatto del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale introdotta nell'aprile 2016 evidenziavano un calo del reddito netto da interessi delle banche, una diminuzione dei tassi sui prestiti e un restringimento dei margini sui prestiti. Gli istituti intervistati dichiaravano che le misure non convenzionali della BCE¹³ avevano avuto effetti positivi sulla loro posizione di liquidità (in particolare l'impatto delle OMRLT era fortemente positivo) ed effetti contrastanti sulla loro redditività. La valutazione data dalle banche dell'impatto delle OMRLT sulla loro redditività è più positiva rispetto a quella dell'impatto del PAA; ciò riflette le favorevoli condizioni di finanziamento offerte, in particolare quelle delle OMRLT II. I risultati dell'indagine indicano che sia le OMRLT sia il PAA hanno influenzato le condizioni di liquidità e di provvista delle banche, consentendo a queste ultime di trasmettere l'allentamento delle condizioni di politica monetaria alla clientela. A questo riguardo, le OMRLT e il PPA hanno contribuito a migliorare la trasmissione della politica monetaria e a ripristinare il canale del credito bancario.

Variazioni nelle regolarità del meccanismo di trasmissione

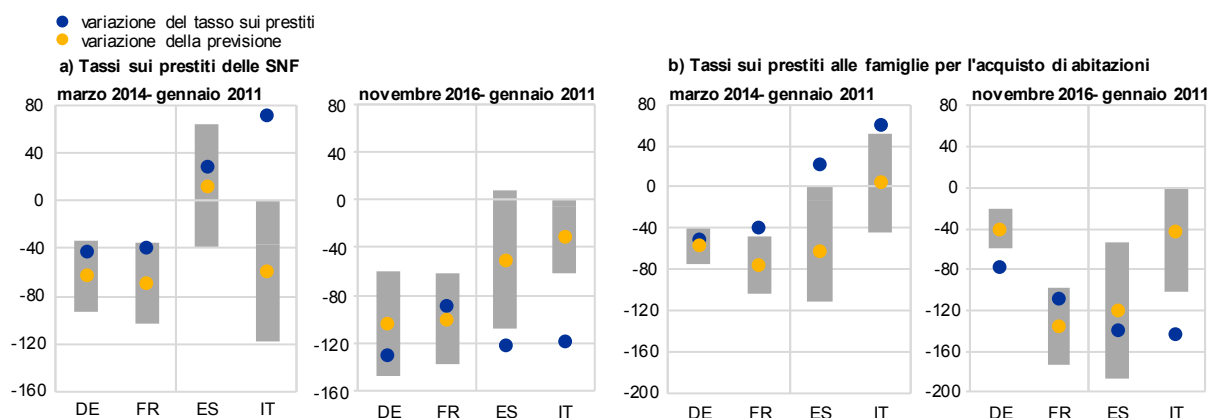
Il tradizionale meccanismo di trasmissione della politica monetaria postula che i tassi ufficiali, e quindi quelli di riferimento di mercato, siano le determinanti più dirette dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio. Attualmente, tuttavia, questo schema non riesce a spiegare due importanti fenomeni: l'accresciuta eterogeneità dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio osservata a partire dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008 (cfr. grafico 1) e le ampie differenze nella trasmissione delle recenti misure non convenzionali della BCE. Il grafico 11 riporta le evidenze tratte

¹³ Le OMRLT nel giugno 2014, le OMRLT II nel marzo 2016 e l'annuncio del PAA nel gennaio 2015. Cfr. ad esempio *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

Grafico 11

Variazioni previste ed effettive nei tassi sui prestiti a breve termine nei periodi gennaio 2011-marzo 2014 e gennaio 2011-novembre 2016

(variazioni in punti base)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le previsioni sono compilate sulla base dei modelli standard di trasmissione. Le specificazioni dello sfasamento temporale (lag) per le equazioni di correzione dell'errore dei singoli paesi sono ricavate mediante l'approccio che va dal generale allo specifico. I rettangoli rappresentano l'intervallo medio di confidenza del 95 per cento nell'arco del periodo previsionale per un modello stimato sull'intero campione.

dai modelli standard di trasmissione, che mettono in relazione gli andamenti dei tassi sui prestiti esclusivamente con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato¹⁴. Il grafico mostra le variazioni previste ed effettive dei tassi sui prestiti a breve termine alle SNF (grafico 11a) e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (grafico 11b) per due periodi: 1) fra il gennaio 2011 (quando si è intensificata la crisi del debito sovrano) e il marzo 2014 (alla vigilia dell'introduzione del pacchetto di allentamento creditizio), e 2) fra il gennaio 2011 e il novembre 2016. Le variazioni effettive dei tassi sui prestiti sono maggiori di quelle previste nel primo periodo e non altrettanto marcate nel secondo periodo in Italia e Spagna, a conferma che i modelli standard di trasmissione non riescono a spiegare i livelli elevati dei tassi sui prestiti durante la crisi del debito sovrano né l'impatto delle misure non convenzionali attuali sui tassi applicati ai prestiti.

È possibile valutare in modo sintetico le variazioni del meccanismo di trasmissione considerando le funzioni empiriche mobili di risposta all'impulso (FRI) dato da un aumento dei tassi ufficiali. La scomposizione delle relazioni di trasmissione standard¹⁵ è stata precedentemente illustrata in letteratura:

¹⁴ Questo approccio segue la metodologia descritta da Darracq Pariès et al., con qualche modifica. Cfr. Darracq Pariès, M., Moccero, D., Krylova, E. e Marchini C., "The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis", Occasional Paper Series, n. 155, BCE, agosto 2014. Il semplice modello standard di trasmissione a equazione singola postula per il meccanismo di aggiustamento dei tassi sui prestiti l'assenza di variabili esplicative, fatta eccezione per il tasso di riferimento di mercato, ossia il tasso al quale le banche possono raccogliere fondi nel mercato monetario interbancario. Esso si basa su un meccanismo di correzione dell'errore che comprende la trasmissione di equilibrio di lungo periodo e la correzione di breve periodo. L'equazione è stimata utilizzando un approccio che va dal generale allo specifico. L'equazione generale è stimata ricorsivamente. Ad ogni stadio viene eliminato il parametro più irrilevante, che descrive l'aggiustamento di breve periodo, avente il valore più elevato; la procedura viene ripetuta fino a che nell'equazione specifica ottenuta rimangono solo i valori ritardati significativi.

¹⁵ Per contro, von Borstel et al. impiegano modelli FAVAR e riscontrano che con la crisi finanziaria la trasmissione della politica monetaria convenzionale ai tassi sui prestiti bancari non è cambiata, ma si è modificata la sua composizione. Cfr. von Borstel, J., Eickmeier, S. e Krippner, L., "The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis", Discussion Paper, n. 10, Deutsche Bundesbank, 2015.

1) comparando le variazioni cumulate dei tassi sui prestiti con quelle del tasso di riferimento della BCE per periodi diversi, 2) confrontando le variazioni previste dei tassi sui prestiti con quelle effettive¹⁶ o 3) verificando la stabilità del coefficiente comune di trasmissione di lungo periodo in un modello con dati panel¹⁷. La presenza di uno sfasamento temporale (lag), tuttavia, influenza ed attenua la trasmissione complessiva; non basta pertanto esaminare soltanto i coefficienti della trasmissione di lungo periodo. Al fine di valutare sinteticamente le risposte cumulate a uno shock di tasso ufficiale è possibile considerare la FRI empirica mobile per un aumento dell'1 per cento dei tassi di riferimento di mercato. Tale analisi mostra che la trasmissione è lenta: l'impulso dello shock di tasso ufficiale non viene trasmesso ai tassi sui prestiti immediatamente, bensì all'incirca nell'arco di un anno. Inoltre, come mostrano studi precedenti, la trasmissione è stata più forte nel 2007-2010 e si è successivamente indebolita. Gli sviluppi recenti evidenziano l'aumento delle risposte all'impulso dei tassi sui prestiti alle imprese sia a breve sia a lungo termine nei paesi vulnerabili del campione (Italia e Spagna).

I risultati di alcune ricerche evidenziano l'opportunità di utilizzare il costo marginale della provvista bancaria anziché i tassi ufficiali o di riferimento di mercato nei modelli empirici del meccanismo di trasmissione. Poiché le banche ottengono fondi da varie fonti, comprendenti passività diverse per scadenza e rischiosità, la media ponderata del costo della provvista bancaria potrebbe differire sostanzialmente dai tassi ufficiali. Ad esempio, von Borstel et al. scompongono la trasmissione nei suoi vari stadi, ossia la trasmissione 1) dai tassi ufficiali ai tassi privi di rischio; 2) dai tassi privi di rischio ai costi della raccolta per i soggetti sovrani; 3) dai costi della raccolta sovrana ai costi della provvista bancaria; e 4) dai costi della provvista bancaria ai tassi sui prestiti al dettaglio¹⁸. Lo schema da loro utilizzato per spiegare la trasmissione impiega un grande numero di variabili che tengono conto dei tassi su prestiti e depositi nonché dei differenziali su debito sovrano e CDS, e comprende la media ponderata dei costi della provvista bancaria. Illes et al. utilizzano un sistema di cointegrazione con dati panel dove i coefficienti di trasmissione di lungo periodo fra i tassi sui prestiti e i costi della provvista sono comuni fra paesi, mentre l'aggiustamento di breve periodo è specifico a ciascun paese¹⁹. Gli autori documentano la presenza di una relazione stabile di lungo periodo fra i tassi sui prestiti e i costi della provvista nell'arco del campione, comprendente periodi sia precedenti sia successivi alla crisi²⁰. Un'analisi simile, basata su modelli di correzione dell'errore a equazione singola anziché su dati panel, ottiene funzioni di

¹⁶ Come in Darracq Pariès et al. (cfr. nota 14 a piè di pagina).

¹⁷ Cfr. Illes, A., Lombardi, M.J. e Mizen, P., "Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?", *BIS Working Papers*, n. 486, febbraio 2015.

¹⁸ Cfr. i riferimenti nella nota 15 a piè di pagina.

¹⁹ Cfr. la nota 17 a piè di pagina.

²⁰ Per contro, Harimohan et al. esaminano la trasmissione dei costi della provvista delle singole banche ai tassi sui prestiti e sui depositi al dettaglio nel Regno Unito e rilevano che la componente comune dei costi della raccolta si trasmette rapidamente e interamente, mentre le variazioni dei costi non omogenee fra le banche evidenziano una trasmissione più lenta e risentono della concorrenza sul mercato. Cfr. Harimohan, R., McLeay, M. e Young, G., "Pass-through of bank funding costs to lending and deposit rates: lessons from the financial crisis", *Staff Working Paper*, n. 590, Bank of England, aprile 2016.

risposta empiriche meno stabili rispetto ai modelli che impiegano i tassi di riferimento di mercato anziché i costi della provvista²¹.

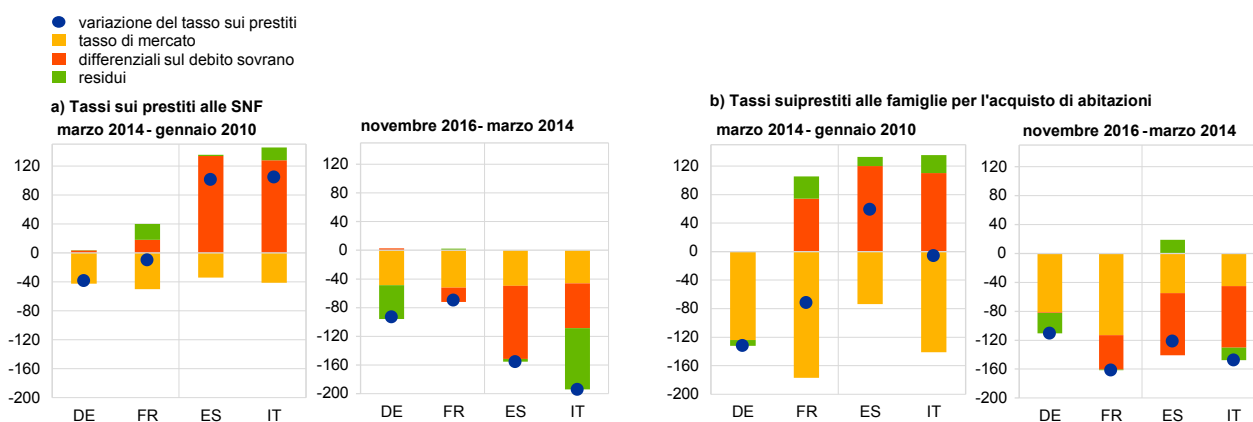
Altre pubblicazioni più recenti hanno messo in luce un grande numero di fattori addizionali²² all'origine delle variazioni nelle regolarità del meccanismo di trasmissione. La scala ridotta dei modelli di correzione dell'errore non consente di considerare un grande numero di variabili esplicative; per questo motivo tali modelli si concentrano soltanto sulle variabili più importanti. Le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE mirano a ripristinare il canale del credito bancario e con esso il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; la valutazione del loro impatto sulla trasmissione complessiva, tuttavia, non è compito facile.

L'introduzione del differenziale sul debito sovrano come variabile esplicativa addizionale nel processo di trasmissione permette di far luce su come le tensioni nei mercati del debito sovrano abbiano influito sul meccanismo di trasmissione. Il grafico 12 riporta la scomposizione dei tassi sui prestiti in base alle variabili esplicative. Il calo dei tassi di riferimento di mercato a partire dall'inizio della crisi del debito sovrano nel 2010 fino al marzo 2014 ha esercitato

Grafico 12

Contributo dei fattori esplicativi alle variazioni nei tassi composti sui prestiti

(percentuali annue)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi sui prestiti sono scomposti sulla base dei modelli di trasmissione, considerando i differenziali sul debito sovrano come fattori di rischio. I contributi ai tassi composti sui prestiti sono calcolati a partire dai contributi relativi ai tassi sui prestiti a breve e a lungo termine utilizzando uno schema di ponderazione basato sui volumi corretti dei nuovi prestiti. Come tassi di riferimento di mercato vengono usati l'Euribor a tre mesi e il tasso swap a due anni rispettivamente per i tassi sui prestiti a breve e a lungo termine. Le specificazioni dello sfasamento temporale (lag) per le equazioni di correzione dell'errore dei singoli paesi sono ricavate mediante l'approccio che va dal generale allo specifico.

²¹ Un'analisi di questo tipo comporta la costruzione di una media ponderata dei costi di provvista delle banche specifica al paese, che aggrega la provvista tradizionale mediante i depositi al dettaglio, le emissioni di obbligazioni bancarie e il rifinanziamento netto presso l'Eurosistema. L'aggregazione si basa sugli importi in essere. I tassi sui depositi sono calcolati come media dei depositi overnight, dei depositi con scadenza prestabilita e dei depositi rimborsabili con preavviso, ponderata in base ai volumi dei nuovi depositi. Le specificazioni del lag per i modelli di correzione dell'errore specifici ai paesi sono ricavati utilizzando l'approccio dal generale allo specifico.

²² Ad esempio, Blagov et al. impiegano un modello Markov-switching VAR con probabilità di transizione endogene per mostrare che 1) i fattori globali di rischio hanno contribuito al livello più elevato dei tassi sui prestiti in Italia e Spagna, 2) i problemi del settore bancario hanno contribuito a spiegare il cattivo funzionamento della trasmissione in Spagna e 3) i problemi relativi ai conti pubblici e agli effetti di contagio hanno contribuito a spiegare la cattiva trasmissione in Italia e Irlanda. Cfr. Blagov, B., Funke, M. e Moessner, R., "Modelling the time-variation in euro area lending spreads", BIS Working Papers, n. 526, novembre 2015.

pressioni al ribasso sui tassi sui prestiti al dettaglio in tutti i paesi del campione, ma è stato controbilanciato dal pronunciato aumento dei differenziali sul debito sovrano di Italia e Spagna. Ciò ha portato a un progressivo aumento dei tassi sui prestiti alle imprese in questi due paesi nell'arco del periodo. Al tempo stesso, il calo dei rendimenti sui titoli di Stato tedeschi dovuto alla ricerca di qualità da parte degli investitori e agli effetti di liquidità durante la crisi ha esercitato ulteriori spinte al ribasso sui tassi applicati ai prestiti a breve termine in Germania, facendoli scendere in misura leggermente maggiore di quanto previsto in base alle regolarità storiche. Per contro il calo dei rendimenti sul debito sovrano a partire dal 2014 ha fatto sì che i tassi sui prestiti in Italia e Spagna calassero di più che in altri paesi, portando a un'ulteriore contrazione della dispersione dei tassi sui prestiti fra paesi.

L'introduzione dei tassi negativi sui depositi presso la banca centrale costituisce un caso speciale di politica convenzionale di allentamento che, a causa di frizioni o assetti istituzionali, potrebbe causare non linearità nel meccanismo di trasmissione. Il contante rappresenta un'alternativa a rendimento zero rispetto ai depositi, e introduce quindi un elemento di rigidità verso il basso per il prezzo dei depositi (cfr. grafico 9). Alcuni aspetti istituzionali che permeano il sistema finanziario contribuiscono a creare ulteriori frizioni all'interno del meccanismo di trasmissione (ad esempio, in alcune giurisdizioni, i vincoli giuridici all'applicazione di tassi negativi, il diverso trattamento fiscale del reddito da tassi di interesse negativi e, nella specificazione dei contratti finanziari, il divieto di pagamenti dai creditori ai debitori). La letteratura teorica ed empirica su questo argomento scarseggia. Brunnermeier e Koby hanno elaborato un modello teorico dove è possibile che l'effetto della politica monetaria accomodante si inverta e diventi contrattivo; ciò avviene allorché il tasso di interesse raggiunge il "tasso di interesse di inversione", che dipende da varie caratteristiche del sistema bancario e dalle regolarità di trasmissione²³. Heider et al. usano dati granulari sulle caratteristiche dei creditori e dei rispettivi debitori per mostrare che la trasmissione dei tassi negativi dipende dalla struttura della provvista delle banche (le banche che fanno più affidamento sui depositi si assumono maggiori rischi e prestano meno delle banche con una bassa quota di depositi; i prenditori cauti passano dalle banche con un'elevata quota di depositi alle banche con una quota di depositi bassa)²⁴. Demiralp et al. documentano particolari correzioni dei bilanci bancari in risposta ai tassi negativi sui depositi presso la banca centrale²⁵. Nel complesso, i tassi negativi sui depositi presso la banca centrale si accompagnano a una compressione dei margini di interesse e a una riduzione della redditività delle banche.

²³ Brunnermeier, M.K. e Koby, Y., "The reversal interest rate: an effective lower bound of monetary policy", *Working Paper*, Princeton University, 2016: presentato alla conferenza della BCE *Monetary policy pass-through and credit markets* del 27-28 ottobre 2016 a Francoforte sul Meno.

²⁴ Heider, F., Saidi, F. e Schepens, G., "Life below zero: bank lending under negative policy rates", *Working Paper*, presentato alla conferenza della BCE *Monetary policy pass-through and credit markets* del 27-28 ottobre 2016 a Francoforte sul Meno.

²⁵ Demiralp, S., Eisenschmidt, J. e Vlassopoulos, T., 2016, "The impact of negative interest rates on bank balance sheets: evidence from the euro area", paper presentato al workshop della BCE *Non-Standard Monetary Policy Measures* del 18-19 aprile 2016 a Francoforte sul Meno.

Riquadro 2

La trasmissione della politica monetaria e le caratteristiche di bilancio delle banche

Questo riquadro valuta la trasmissione dei recenti annunci di politica monetaria non convenzionale sui tassi applicati dalle banche ai prestiti²⁶. Più precisamente, il riquadro cerca di rispondere a due domande. In primo luogo, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), annunciate nel giugno 2014, e il programma per l'acquisto di attività finanziarie (PAA), annunciato nel gennaio 2015, sono serviti a modificare le dinamiche della distribuzione dei tassi sui prestiti e a ridurre l'eterogeneità nella determinazione del prezzo di tali prestiti fra le banche? In secondo luogo, quali sono le caratteristiche delle banche maggiormente interessate dalle politiche non convenzionali dell'Eurosistema?

Stando alla concezione convenzionale della relazione fra la trasmissione della politica monetaria e le caratteristiche di bilancio delle banche, in tempi normali le banche meglio capitalizzate e più liquide presentano una migliore capacità di tenuta di fronte alle contrazioni monetarie. In media, tali banche possono rimpiazzare più facilmente le fonti esterne di finanziamento, assorbire le perdite future attese e impiegare la liquidità per soddisfare un aumento nella domanda di prestiti²⁷.

Nei periodi di tensione finanziaria, tuttavia, può accadere che vincoli economici e regolamentari alterino l'efficacia della politica monetaria. Questo riquadro riesamina la trasmissione monetaria ai tassi sui prestiti nell'area dell'euro nel periodo turbolento del 2007-2015 impiegando una serie di dati mensili disaggregati relativi a 260 banche. La serie è sufficientemente ampia e disaggregata da evitare distorsioni per eterogeneità nei dati cross-section e nelle serie temporali.

L'analisi è condotta utilizzando una metodologia di autoregressione vettoriale (VAR) su dati panel che tiene conto delle interazioni dinamiche fra i prestiti bancari, le condizioni di provvista e la macroeconomia²⁸. Diversamente dalle equazioni statiche di trasmissione, normalmente stimate con tecniche di singola equazione con dati panel, l'approccio qui adottato presenta due vantaggi principali. In primo luogo, consente l'interazione endogena fra le condizioni di prestito e di provvista presso una banca in risposta alle variazioni della politica monetaria, che non è invece considerata dalle metodologie di equazione singola. In secondo luogo, consente la retroazione dinamica fra le condizioni di prestito e di provvista. Queste ripercussioni dinamiche non sono considerate nei modelli statici e vengono misurate in modo inadeguato nei sistemi dinamici a equazione singola.

L'impatto della politica monetaria sui tassi applicati ai prestiti è calcolato in due fasi. Anzitutto, in base a una metodologia di studio di evento ad alta frequenza, vengono calcolate le risposte dei prezzi delle attività agli annunci di misure non convenzionali fra il maggio 2014 e il dicembre 2015²⁹.

²⁶ La metodologia impiegata in questo riquadro si rifà ad Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Working Paper Series*, n. 1978, BCE, novembre 2016.

²⁷ Cfr. Kashyap, A.K. e Stein, J.C., "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?", *American Economic Review*, vol. 90, n. 3, 2000, pagg. 407-428; Peek, J. e Rosengren, E.S., "Bank lending and the transmission of monetary policy", in Peek, J. e Rosengren, E.S. (ed.), *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, n. 39, giugno 1995, pagg. 47-68; e Kishan, R.P. e Opiela, T., "Bank size, bank capital, and the bank lending channel", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, n. 1, febbraio 2000, pagg. 121-141.

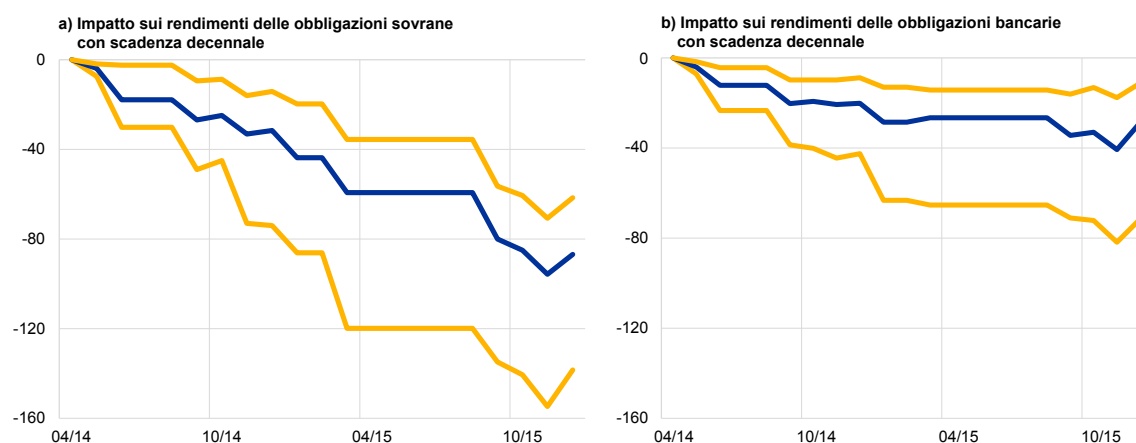
²⁸ Cfr. la nota 26 a piè di pagina.

²⁹ Cfr. Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., "The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 43, n. 2, pagg. 215-287; e Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, novembre 2015.

Grafico A

Variazioni dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane e sulle obbligazioni bancarie dovute alle misure non convenzionali

(percentuali annue)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Fonte: Altavilla C., Canova F. e Ciccarelli M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", Working Paper Series, n. 1978, BCE, novembre 2016.

Note: i grafici riportano gli effetti cumulati prodotti dalle misure non convenzionali sui rendimenti delle obbligazioni sovrane (uguali per tutte le banche insediate nello stesso paese) e sui rendimenti delle obbligazioni bancarie (diversi per ciascuna banca). La linea blu continua corrisponde alla mediana; le linee gialle corrispondono al 5° e al 95° percentile della distribuzione.

Successivamente vengono messe a confronto: 1) le dinamiche dei tassi sui prestiti ottenute dalla mappatura della componente di queste variabili dovuta alla politica monetaria rispetto ai tassi sui prestiti delle singole banche, e 2) le dinamiche ottenute nell'ipotesi che queste variabili si siano mosse in modo incondizionato dal maggio 2014.

Questo approccio in due fasi è utile poiché coglie gli effetti istantanei delle misure non convenzionali sui mercati finanziari, effetti che con tutta probabilità risulterebbero diluiti utilizzando dati mensili.

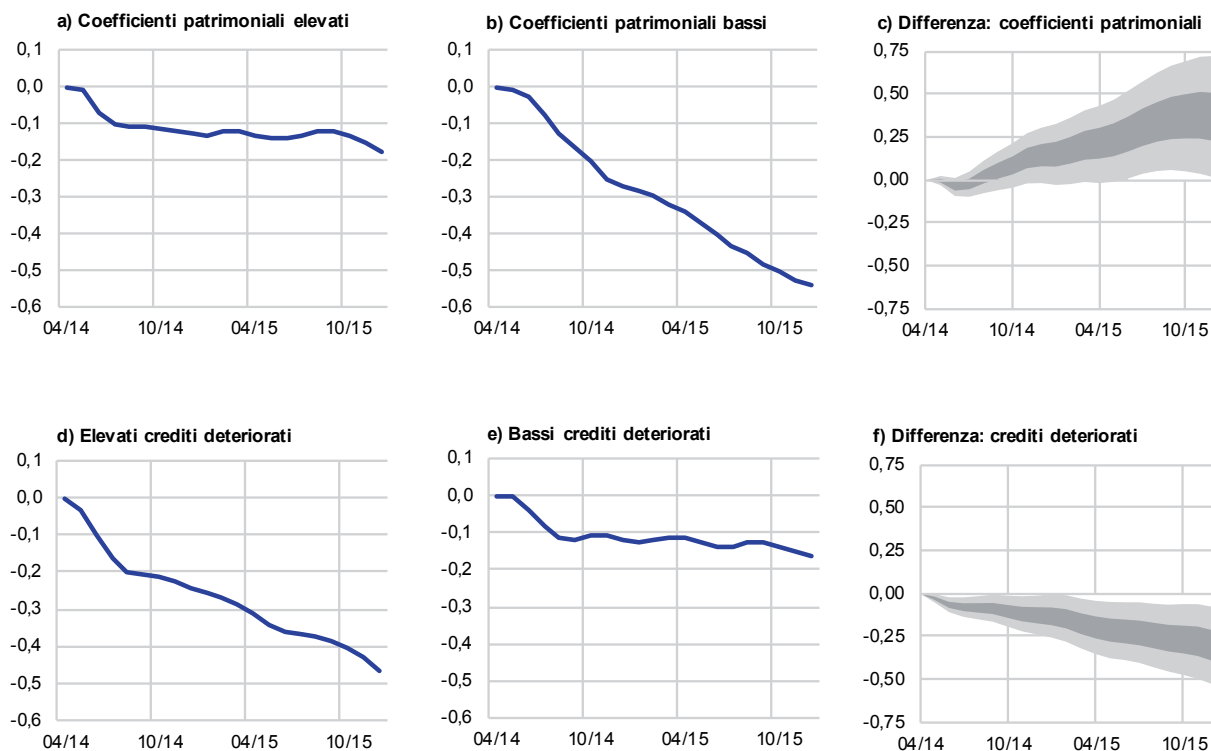
Le stime indicano che gli effetti combinati delle misure non convenzionali attuate dal giugno 2014 hanno abbassato significativamente i rendimenti in un'ampia gamma di segmenti del mercato finanziario. Questi risultati evidenziano un impatto considerevole per quanto riguarda le obbligazioni sovrane a lunga scadenza: il calo cumulato mediano dei loro rendimenti decennali risultava pari a circa 100 punti base nei vari paesi dell'area dell'euro alla fine del periodo campionario. Le ripercussioni sui rendimenti delle attività non utilizzate come riferimento dalle misure non convenzionali sono significative nel caso delle obbligazioni delle società finanziarie dell'area dell'euro (cfr. grafico A). La riduzione mediana dei rendimenti delle obbligazioni bancarie delle varie IFM risultava di quasi 40 punti base alla fine del 2015.

Le caratteristiche di bilancio entrano in gioco per spiegare il restringimento dello spread della distribuzione delle risposte dei tassi sui prestiti. L'effetto sui tassi applicati ai prestiti dalle singole banche viene ottenuto a partire dalla differenza fra i tassi sui prestiti indotti dalle misure di politica monetaria e quelli che, in assenza di tali misure, sarebbero prevalsi a partire dal maggio 2014. I risultati indicano che le misure non convenzionali sono state particolarmente efficaci nell'abbassare i tassi delle banche che presentano una quota elevata di crediti deteriorati e una debole capitalizzazione. La differenza mediana fra il quartile superiore e quello inferiore della distribuzione ordinata in base a queste caratteristiche arriva fino a 40 punti base e le differenze divengono assai significative dopo circa 18 mesi (cfr. grafico B).

Grafico B

Differenze fra i tassi sui prestiti in base alle caratteristiche delle banche

(punti percentuali)



Fonte: Altavilla C., Canova F. e Ciccarelli M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", Working Paper Series, n. 1978, BCE, novembre 2016.

Note: i grafici riportano le risposte medie nei quartili superiore e inferiore della distribuzione dei tassi sui prestiti ordinate in base alle caratteristiche della banca. Le aree ombreggiate nella terza colonna corrispondono alle differenze interquartili (grigio scuro) e al 95° percentile (grigio chiaro). Le distribuzioni posteriori sono ottenute mediante un VAR per ciascuna banca con la variabile del rendimento delle obbligazioni bancarie.

Le migliorate condizioni creditizie nell'area dell'euro hanno contribuito a diffondere l'accomodamento della politica monetaria attraverso la catena di intermediazione fino a raggiungere le famiglie e le imprese. Le misure non convenzionali hanno concorso a normalizzare le condizioni di prestito, a ridurre la dispersione cross-section dei tassi sui prestiti e a rafforzare gli effetti di trasmissione nel medio periodo. Le condizioni più favorevoli applicate ai prestiti a favore di SNF sono state rese possibili da un miglioramento della trasmissione istantanea, nonché da un alleggerimento del costo dinamico della provvista e dagli effetti di segnalazione. L'impatto positivo sui costi della provvista ha incentivato le banche a trasmettere l'alleggerimento di costo ai prenditori finali erogando credito in maggiori quantità e a condizioni più favorevoli.

Riquadro 3

La propagazione dei tassi sui prestiti bancari all'economia più in generale attraverso la lente di un modello dinamico stocastico di equilibrio generale

Questo riquadro esamina la trasmissione ai tassi sui prestiti bancari attraverso la lente del modello macrofinanziario di Darracq Pariès, Jacquinot e Papadopoulou³⁰ (di seguito modello

³⁰ Cfr. Darracq Pariès M., Jacquinot, P. e Papadopoulou, N., "Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective", *Working Paper Series*, n. 1891, BCE, aprile 2016.

DJP) simulando l'effetto per i tassi sui prestiti e il prodotto del calo dei rendimenti sovrani derivante dall'impatto combinato delle misure non convenzionali messe in atto dal giugno 2014 al giugno 2015. Più precisamente, il riquadro mostra come i principali fattori che influenzano i tassi sui prestiti nel modello contabile semplificato possono essere mappati e modellizzati nel modello DJP³¹. Come spiegato da Darracq Pariès, Jacquinot e Papadopoulou³², i fattori che rientrano nell'interazione del rischio di credito nei settori sovrano, bancario e societario durante la crisi danno effettivamente luogo a un ampliamento dei differenziali fra tassi sui prestiti e a una maggiore frammentazione³³. Sempre attraverso la lente di tale modello, inoltre, il riquadro cerca di far luce sulla trasmissione macroeconomica delle misure non convenzionali di politica monetaria e sul loro impatto sui tassi dei prestiti per effetto dell'intero pacchetto di misure non convenzionali introdotte dalla BCE dal giugno 2014 fino al giugno 2015 e del concomitante calo dei rendimenti sovrani³⁴. I risultati delle simulazioni possono spiegare il restringimento degli spread dei tassi sui prestiti, il venir meno della frammentazione e il miglioramento delle condizioni economiche.

Il modello DJP è un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (DSGE) multi-paese per l'area dell'euro, che considera le frizioni granulari bancarie, sovrane e finanziarie e la generale eterogeneità fra paesi mediante un modello globale a sei regioni. È calibrato per la Germania, la Spagna, la Francia, l'Italia, il resto dell'area dell'euro e il resto del mondo. Il modello contempla una forma ridotta del nesso fra emittenti sovrani e banche, banche rischiose che operano in modo monopolistico, frizioni finanziarie associate alle insolvenze societarie e il credito transfrontaliero. Queste caratteristiche lo rendono adatto ad analizzare l'eterogeneità dei tassi sui prestiti bancari osservata nei paesi dell'area dell'euro e il ruolo delle ripercussioni sovrane e finanziarie per la propagazione internazionale degli shock.

All'interno del modello le disfunzioni del meccanismo di trasmissione della politica monetaria attengono sia alla domanda sia all'offerta di credito e possono essere individuate scomponendo il tasso finale sui prestiti in una catena di quattro segmenti distinti di costi di finanziamento sostenuti da operatori diversi. Tale scomposizione concorda, rispecchia ed è ricollegabile al modello contabile semplificato sulla determinazione del tasso sui prestiti illustrato nella sezione "Le scelte e le forze che agiscono sul processo di determinazione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro" di questo articolo. Può rappresentare i divari di intermediazione che costituiscono tipologie specifiche di frizioni finanziarie che possono costituire indipendentemente l'epicentro di un disturbo finanziario specifico emerso durante la crisi finanziaria dell'area dell'euro e avente un impatto sulla trasmissione ai tassi sui prestiti commerciali. Tali divari, inoltre, possono costituire gli elementi di base per analizzare le recenti misure non convenzionali di politica monetaria introdotte dalla BCE. Il primo segmento finanziario si riferisce ai costi della provvista bancaria, che corrispondono al tasso di politica monetaria maggiorato per compensare per il rischio sovrano, che approssima le ripercussioni

³¹ Cfr. la sezione "Le scelte e le forze che agiscono sul processo di determinazione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro".

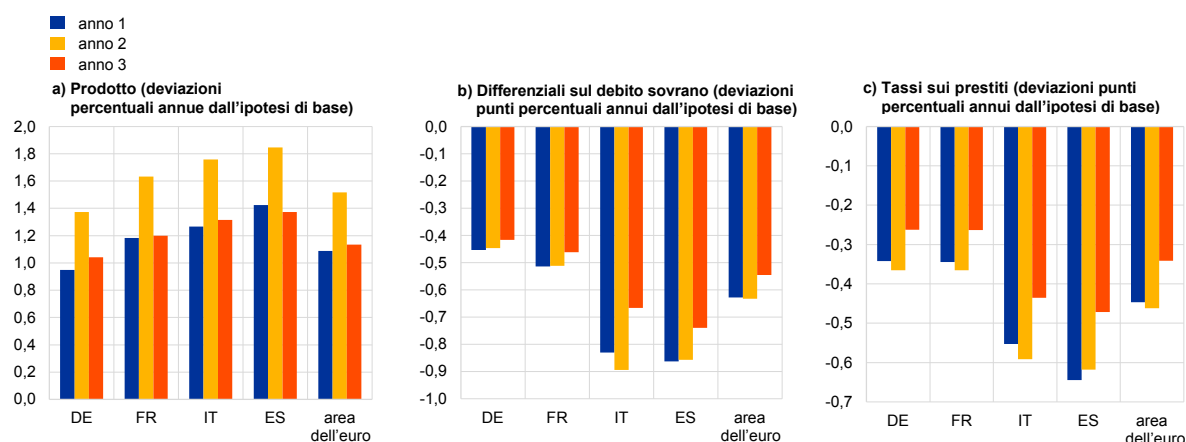
³² Cfr. la nota 30 a piè di pagina.

³³ Cfr. la sezione "Le scelte e le forze che agiscono sul processo di determinazione dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro".

³⁴ Come stimato da Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Working Paper Series*, n. 1978, BCE, novembre 2016.

Grafico A

Impatto macroeconomico del PAA al raggiungimento del limite inferiore pari a zero



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di Darracq Pariès M., Jacquinot, P. e Papadopoulou, N., "Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective", Working Paper Series, n. 1891, BCE, aprile 2016.

Nota: le simulazioni sono condotte in base a una soglia inferiore endogena pari a zero per i tassi di interesse, che vincola per circa due anni.

delle tensioni sovrane nazionali alle condizioni della provvista bancaria. Il secondo segmento considera il problema decisionale del banchiere, che comporta frizioni finanziarie associate alle vulnerabilità specifiche della banca nella forma di posizioni patrimoniali deboli e vincoli di finanziamento. Il terzo segmento dell'intermediazione finanziaria è incentrato sui margini monopolistici della determinazione dei tassi sui prestiti da parte delle filiali al dettaglio. Il quarto segmento si riferisce alla fase finale dell'intermediazione finanziaria, che comporta il compenso per il rischio di credito nell'offerta di prestiti alle imprese.

All'indomani della crisi finanziaria la BCE ha intrapreso una serie di misure non convenzionali di politica monetaria nell'intento di attenuare le conseguenze avverse della crisi finanziaria. Queste misure hanno contribuito a ridurre la dispersione dei tassi sui prestiti attraverso la compressione dei rendimenti sovrani e a migliorare l'attività economica quando i tassi di interesse hanno raggiunto il limite inferiore pari a zero. La flessione dei rendimenti sovrani fino al giugno 2015, dovuta all'intero pacchetto di misure non convenzionali, è stata simulata al fine di fare luce sull'impatto aggregato sul prodotto e i tassi sui prestiti. Come mostra il grafico A, l'impatto macroeconomico è più forte per i paesi vulnerabili, come l'Italia e la Spagna. La compressione dei rendimenti sovrani dovrebbe diffondersi all'economia, abbassando i tassi sui prestiti e restringendo i differenziali attraverso il canale di trasmissione indiretta delle misure non convenzionali, che allentano le condizioni di indebitamento nel settore non finanziario privato offrendo un alleggerimento dei costi di provvista per le banche.

Conclusioni

Il presente articolo analizza la trasmissione della politica monetaria ai tassi praticati dalle banche sui prestiti in tempi di misure non convenzionali.

Le evidenze empiriche mostrano che la dispersione dei tassi sui prestiti è aumentata durante la recente crisi finanziaria, evidenziando un elevato grado

di frammentazione, ma è tornata a diminuire più di recente, in particolare dall'introduzione del pacchetto di misure di allentamento creditizio nel 2014. Molti fattori hanno svolto un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria convenzionale e non convenzionale ai tassi sui prestiti.

Le evidenze empiriche mostrano che i modelli semplici di trasmissione non si prestano a descrivere il comportamento dei tassi sui prestiti. Ciò sembra valere sia per la crisi finanziaria dell'area dell'euro sia per i periodi di attuazione delle misure non convenzionali. L'introduzione nei modelli di fattori addizionali che influenzano le regolarità di trasmissione migliora sia la prevedibilità sia la stabilità del meccanismo di trasmissione.

Il nesso fra emittenti sovrani e banche è stata un'importante fonte di preoccupazione durante la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Ciò si deve al fatto che i titoli di debito del rispettivo emittente nazionale detenuti dalle banche accrescono la trasmissione delle tensioni relative al debito sovrano sull'attività di credito e il rischio di solvibilità delle banche nei paesi vulnerabili. Come già affermato, l'attuazione delle misure non convenzionali da parte della BCE ha ridotto significativamente i costi di breve e medio periodo della crisi finanziaria.

Alla luce di ciò, l'unione bancaria risulta essenziale per rimuovere le rimanenti debolezze strutturali ed eliminare il nesso fra emittenti sovrani e banche, favorendo così un sistema bancario più robusto nell'area dell'euro e una trasmissione più uniforme della politica monetaria. Con l'accordo per istituire il meccanismo di vigilanza unico e il meccanismo di risoluzione unico per le banche, le istituzioni della UE hanno compiuto passi di importanza storica verso l'unione bancaria. Nel novembre 2015 la Commissione europea ha effettuato un ulteriore passo in direzione di un'unione bancaria pienamente funzionante avanzando la proposta di un sistema europeo di assicurazione dei depositi (SEAD) che fornisca una forma più solida e armonizzata di tutela per tutti i depositanti al dettaglio.

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
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,2	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,7	.	2,0	0,2
2016 1° trim.	0,7	0,2	0,3	0,7	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
2° trim.	0,7	0,4	0,6	0,5	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
3° trim.	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	1,2	.	2,2	0,7
2016 giu.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
ago.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
set.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
ott.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
nov.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,1	1,6	.	2,1	1,1

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
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,6	3,8	1,8
2015	53,3	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,2	.	.	.
2016 1° trim.	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,1	0,5	-2,2
2° trim.	50,8	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,5	0,1	-1,0
3° trim.	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	0,8	0,9	0,8
4° trim.	53,3	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,7	.	.	.
2016 giu.	51,2	51,8	47,4	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,3	0,3	0,4
ago.	51,1	51,5	53,5	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	1,2	1,6	0,9
set.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,4	50,2	0,8	0,9	0,8
ott.	53,3	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,4	53,3	50,5	0,9	0,1	1,5
nov.	53,2	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,3	53,2	50,7	.	.	.
dic.	53,2	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,4	53,2	50,7	.	.	.

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
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	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 giu.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
lug.	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
ago.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
set.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
ott.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
dic.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04

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	
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
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 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
lug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
ago.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
set.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
ott.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
dic.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35

Fonte: BCE.

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da EuroMTS e i rating da Fitch Ratings.

2.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 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
lug.	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9	16.168,3
ago.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1
set.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
ott.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5
dic.	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0

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⁾	Indicatore composto del finanziamento					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2015 dic.	0,13	0,64	0,63	0,98	6,60	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	2,00	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	2,23	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	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19		
mar.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11		
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09		
mag.	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02		
giu.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97		
lug.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92		
ago.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90		
set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,17	5,75	6,14	2,34	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86		
ott.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81		
nov. ⁽⁶⁾	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,73	6,11	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79		

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	
2015 dic.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,09
2016 gen.	0,13	0,27	0,77	2,96	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
mag.	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,67	1,74	1,92
giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,00	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
lug.	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
ago.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
set.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,95	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
ott.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
nov. ⁽⁶⁾	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,89	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,51	1,82

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	1.321	544	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.278	517	156	.	61	478	65	337	153	37	.	32	82	34
2016 giu.	1.295	525	140	.	68	493	69	313	141	38	.	27	80	27
lug.	1.285	524	137	.	72	486	66	354	160	43	.	36	78	38
ago.	1.301	526	151	.	70	484	70	321	142	51	.	24	77	26
set.	1.315	541	149	.	69	492	65	354	159	44	.	30	86	36
ott.	1.291	531	139	.	71	484	67	341	156	43	.	35	69	37
nov.	1.300	537	142	.	70	487	65	333	139	48	.	32	88	26
A lungo termine														
2013	15.114	4.403	3.095	.	919	6.069	628	223	70	39	.	16	90	9
2014	15.140	4.055	3.165	.	992	6.285	642	221	66	43	.	16	85	10
2015	15.244	3.784	3.284	.	1.058	6.481	637	215	67	45	.	13	81	9
2016 giu.	15.235	3.739	3.117	.	1.078	6.663	638	222	78	42	.	13	79	10
lug.	15.187	3.706	3.129	.	1.082	6.630	641	208	58	47	.	10	84	9
ago.	15.173	3.700	3.124	.	1.081	6.628	640	99	32	17	.	3	42	5
set.	15.194	3.685	3.141	.	1.099	6.630	638	219	53	46	.	29	84	7
ott.	15.222	3.676	3.172	.	1.106	6.618	651	241	56	62	.	22	82	18
nov.	15.305	3.668	3.204	.	1.129	6.653	652	213	43	62	.	26	76	7

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
Consistenze											
2013	16.369,4	4.886,1	3.219,3	.	985,8	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.460,9	4.598,5	3.295,8	.	1.050,7	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.521,8	4.301,4	3.440,0	.	1.118,7	6.959,7	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0
2016 giu.	16.530,3	4.263,6	3.257,0	.	1.146,0	7.156,3	707,4	6.210,2	395,0	862,0	4.953,2
lug.	16.471,6	4.230,0	3.265,4	.	1.153,6	7.115,9	706,7	6.494,8	427,0	874,1	5.193,7
ago.	16.474,3	4.226,2	3.275,3	.	1.151,1	7.112,3	709,5	6.535,7	444,7	881,4	5.209,6
set.	16.509,3	4.225,7	3.289,7	.	1.168,2	7.122,0	703,7	6.593,0	427,5	878,0	5.287,5
ott.	16.513,5	4.207,3	3.310,4	.	1.176,8	7.101,3	717,6	6.665,7	479,2	912,9	5.273,7
nov.	16.605,6	4.205,6	3.345,4	.	1.198,5	7.139,7	716,4	6.644,4	480,5	957,4	5.206,6
Tasso di crescita											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,8	7,2	-0,1	0,2
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,1	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 giu.	-0,2	-4,6	-1,6	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
lug.	-0,1	-4,7	-1,0	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
ago.	0,1	-4,5	0,2	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
set.	0,0	-3,6	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
ott.	-0,3	-3,9	-1,6	.	6,3	1,3	3,2	0,9	2,8	1,4	0,6
nov.	-0,1	-4,2	-0,6	.	7,2	1,5	1,0	0,9	2,8	1,0	0,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUMP reale ²⁾ 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8	
2014	101,8	97,8	96,8	91,9	98,5	100,0	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8	
2016	94,8	90,1	91,2	.	.	.	110,4	90,0	
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,8	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1	
2° trim.	94,9	90,3	91,5	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4	
3° trim.	95,2	90,5	91,5	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1	
4° trim.	94,9	90,1	91,1	.	.	.	110,0	89,5	
2016 lug.	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9	
ago.	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2	
set.	95,4	90,6	91,6	-	-	-	110,9	90,3	
ott.	95,5	90,8	91,7	-	-	-	110,6	90,1	
nov.	95,0	90,1	91,2	-	-	-	110,3	89,6	
dic.	94,2	89,3	90,4	-	-	-	109,2	88,7	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 dic.	-0,8	-0,9	-0,9	-	-	-	-1,0	-1,1	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 dic.	1,8	1,2	1,2	-	-	-	1,1	0,4	

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali allo "Statistics Bulletin".

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona Ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
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
3° trim.	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
4° trim.	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 lug.	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
ago.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
set.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
ott.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
dic.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 dic.	-1,2	0,3	0,0	-0,1	1,1	4,7	1,0	-2,8	0,1	-1,4	-0,1	-2,4
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 dic.	4,0	-1,3	0,0	-0,3	-0,7	-7,5	3,4	16,3	0,3	5,0	-0,7	-3,1

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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2015 4° trim.	22.234,9	23.309,5	-1.074,5	9.813,6	8.082,4	7.175,8	10.301,2	-44,6	4.645,8	4.925,9	644,2	13.003,5
2016 1° trim.	22.100,4	23.177,4	-1.077,0	9.675,5	7.997,6	7.111,3	10.108,7	-21,8	4.660,0	5.071,1	675,3	13.236,7
2° trim.	22.655,4	23.592,2	-936,9	9.808,6	8.199,1	7.428,4	10.144,1	-54,0	4.750,5	5.249,0	721,8	13.379,8
3° trim.	22.850,8	23.717,5	-866,6	9.746,7	8.053,4	7.689,8	10.288,3	-49,2	4.736,5	5.375,8	727,0	13.362,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 3° trim.	214,2	222,3	-8,1	91,3	75,5	72,1	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transazioni												
2015 4° trim.	153,3	-3,1	156,4	227,7	207,2	111,6	-11,2	55,7	-246,3	-199,1	4,6	-
2016 1° trim.	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
2° trim.	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
3° trim.	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
2016 giu.	56,1	-85,9	29,8	-56,1	-4,7	42,8	15,2	-10,3	-33,2	-96,4	0,7	-
lug.	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
ago.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
set.	56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
ott.	244,2	253,3	-9,1	95,9	24,6	-12,0	-8,7	8,8	155,6	237,4	-4,1	-
nov.	43,4	10,9	32,5	52,3	20,2	-22,4	16,0	2,4	8,8	-25,3	2,2	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 nov.	1.028,2	694,0	334,2	427,4	142,5	389,9	-53,4	41,6	152,2	604,9	17,2	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 nov.	9,6	6,5	3,1	4,0	1,3	3,7	-0,5	0,4	1,4	5,7	0,2	-

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 inter ^{na}								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	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	9.932,1	9.602,3	5.561,2	2.094,5	1.947,0	1.000,7	572,3	369,0	-0,4	329,9	4.370,2	4.040,3
2014	10.133,2	9.775,3	5.633,7	2.125,1	1.986,4	1.000,5	598,7	382,2	30,2	357,9	4.532,8	4.174,9
2015	10.455,8	9.981,2	5.744,1	2.163,9	2.063,1	1.018,5	631,8	407,6	10,1	474,6	4.831,6	4.357,1
2015 4° trim.	2.642,9	2.523,7	1.446,8	546,7	525,4	258,5	162,8	102,8	4,8	119,2	1.215,0	1.095,8
2016 1° trim.	2.659,3	2.533,0	1.454,2	551,2	526,1	259,7	163,0	102,1	1,5	126,3	1.199,4	1.073,1
2° trim.	2.671,6	2.547,1	1.461,1	554,1	533,5	260,4	164,3	107,4	-1,5	124,5	1.212,8	1.088,3
3° trim.	2.683,0	2.561,6	1.467,4	558,2	536,0	262,7	163,7	108,2	0,0	121,3	1.216,4	1.095,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 4° trim.	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,3	3,0	-1,3	-	-	0,8	1,5
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,1	-0,8	-	-	0,2	-0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,4	1,0	5,5	-	-	1,2	1,2
3° trim.	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	0,7	-1,1	0,7	-	-	0,1	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,6	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 4° trim.	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,6	5,4	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 1° trim.	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,1	4,1	0,7	-	-	2,4	3,4
2° trim.	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,2	5,1	4,9	-	-	2,5	3,8
3° trim.	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	2,7	2,9	4,1	-	-	2,2	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2015 4° trim.	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,3	-	-
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	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	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 4° trim.	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 1° trim.	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
3° trim.	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	8.926,8	155,4	1.740,0	460,5	1.671,6	409,6	445,7	1.035,2	945,2	1.747,8	315,8	1.005,4
2014	9.099,0	149,9	1.777,1	460,8	1.711,5	415,2	461,0	1.044,8	978,6	1.778,6	321,4	1.034,3
2015	9.383,5	150,5	1.883,4	465,9	1.766,3	428,2	460,0	1.062,9	1.022,5	1.816,7	327,1	1.072,3
2015 4° trim.	2.369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7	273,2
2016 1° trim.	2.386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1	273,3
2° trim.	2.394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3	276,7
3° trim.	2.404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4	278,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 4° trim.	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5	1,5
2016 1° trim.	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9	0,1
2° trim.	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1	0,5
3° trim.	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9	-1,2
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2	1,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0	3,3
2015 4° trim.	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4	3,6
2016 1° trim.	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4	3,3
2° trim.	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8	2,4
3° trim.	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	1,7	2,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 4° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 4° trim.	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	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
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 4° trim.	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
2° trim.	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
3° trim.	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
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	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 4° trim.	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 1° trim.	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
2° trim.	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
3° trim.	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 4° trim.	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 1° trim.	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
2° trim.	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
3° trim.	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

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 2015			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,213	10,4	3,421	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,295	9,8	3,148	22,3	9,253	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 4° trim.	161,147	4,5	16,907	10,5	5,4	13,840	9,4	3,068	21,9	8,936	10,3	7,972	10,7	1,6
2016 1° trim.	161,013	4,5	16,639	10,3	5,2	13,630	9,3	3,009	21,5	8,724	10,0	7,915	10,6	1,7
2° trim.	161,849	4,5	16,384	10,1	5,1	13,398	9,1	2,986	21,1	8,513	9,8	7,871	10,5	1,7
3° trim.	162,465	.	16,157	10,0	.	13,193	8,9	2,964	20,9	8,412	9,6	7,745	10,3	1,6
2016 giu.	-	-	16,344	10,1	-	13,364	9,0	2,980	21,0	8,498	9,7	7,846	10,5	-
lug.	-	-	16,220	10,0	-	13,249	8,9	2,971	20,9	8,438	9,7	7,782	10,4	-
ago.	-	-	16,181	10,0	-	13,212	8,9	2,969	20,9	8,413	9,6	7,768	10,4	-
set.	-	-	16,069	9,9	-	13,117	8,8	2,952	20,8	8,386	9,6	7,684	10,2	-
ott.	-	-	15,913	9,8	-	12,954	8,7	2,959	20,9	8,350	9,5	7,563	10,1	-
nov.	-	-	15,898	9,8	-	12,890	8,7	3,007	21,2	8,355	9,5	7,543	10,1	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
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
2016	104,9	-2,6	.	-7,7	-16,6	1,4	11,2	.	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 1° trim.	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
2° trim.	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
3° trim.	104,3	-2,9	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
4° trim.	106,9	-0,5	.	-6,4	-13,0	1,7	12,4	.	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 lug.	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
ago.	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
set.	104,9	-1,8	-	-8,2	-15,6	0,4	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6
ott.	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
nov.	106,6	-1,1	-	-6,2	-12,8	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
dic.	107,8	0,1	-	-5,1	-12,0	3,2	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,5	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,8	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,3	3,8	2,5	2,1
2015 4° trim.	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,3	3,8	4,6	2,1
2016 1° trim.	12,4	93,6	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
2° trim.	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,3	3,9	4,5	2,2
3° trim.	.	.	1,7	2,2	5,3	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni).

Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 4° trim.	899,1	824,8	74,3	524,3	434,4	195,2	182,2	153,6	149,8	26,1	58,4	18,4	9,4
2016 1° trim.	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
2° trim.	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
3° trim.	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
2016 giu.	295,5	265,5	30,0	174,1	141,1	63,5	59,0	49,7	47,3	8,2	18,2	2,6	2,5
lug.	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
ago.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
set.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
ott.	296,8	268,6	28,3	174,8	148,9	66,3	57,4	48,4	42,0	7,4	20,3	3,1	2,0
nov.	310,5	274,4	36,1	182,7	151,8	65,3	60,6	54,9	42,7	7,6	19,3	3,7	2,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 nov.	3.565,8	3.207,7	358,1	2.089,6	1.719,3	778,2	709,9	598,6	551,5	99,4	227,0	38,2	33,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 nov.	33,5	30,1	3,4	19,6	16,1	7,3	6,7	5,6	5,2	0,9	2,1	0,4	0,3

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	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 4° trim.	3,4	2,8	507,9	236,4	105,8	153,4	426,9	444,5	248,1	73,5	114,8	325,9	45,1
2016 1° trim.	-0,9	-2,5	502,6	233,3	104,3	151,2	422,2	438,6	241,0	72,3	116,8	326,8	37,4
2° trim.	-0,1	-4,0	502,3	230,9	106,0	153,3	432,3	430,9	236,3	71,5	115,0	324,7	42,3
3° trim.	-0,3	-2,4	505,9	235,6	102,4	153,6	426,1	439,4	242,1	70,8	116,1	325,4	43,6
2016 giu.	-1,6	-4,6	167,6	77,2	35,0	51,6	145,5	144,5	79,5	24,2	38,1	109,0	14,6
lug.	-9,5	-8,3	166,1	77,3	33,4	50,4	134,7	146,1	80,5	23,3	38,7	104,3	15,0
ago.	8,4	3,8	170,2	78,8	34,8	52,0	146,6	147,4	81,0	24,0	39,1	111,8	14,3
set.	2,2	-2,0	169,5	79,5	34,2	51,3	144,8	145,8	80,5	23,5	38,3	109,3	14,3
ott.	-4,5	-3,2	169,3	78,6	34,5	51,2	136,5	149,4	82,2	24,8	39,1	106,5	15,6
nov.	6,0	4,9	174,8	.	.	.	147,2	152,1	.	.	.	110,8	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 4° trim.	0,8	5,7	118,1	115,0	119,3	122,4	117,6	107,8	108,1	107,7	108,1	110,6	103,4
2016 1° trim.	-0,8	2,5	118,4	116,0	117,6	121,8	117,1	110,0	110,9	106,8	110,0	111,4	110,8
2° trim.	2,2	4,2	118,1	114,0	119,6	123,8	119,9	107,5	106,7	105,4	110,4	112,2	101,2
3° trim.	0,4	0,8	118,1	115,4	114,5	123,6	117,5	108,0	107,2	104,4	110,2	111,4	99,9
2016 mag.	5,1	7,5	117,3	113,1	118,6	122,8	117,5	107,0	106,6	103,0	110,8	110,6	102,0
giu.	-0,1	2,2	117,4	113,3	117,9	124,3	120,6	107,2	106,3	105,8	110,1	113,0	96,5
lug.	-8,5	-4,0	116,6	113,6	112,9	121,7	111,7	108,2	107,3	103,8	110,4	107,5	102,4
ago.	9,1	7,0	118,9	115,7	116,0	124,9	120,8	108,8	107,9	106,3	111,3	114,5	99,4
set.	2,5	0,1	118,8	116,9	114,7	124,2	120,1	107,1	106,4	103,1	108,9	112,1	98,1
ott.	-4,8	-2,8	118,1	114,5	115,3	123,9	113,0	108,5	107,0	108,2	111,0	108,5	100,3

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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2											Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici	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
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,9	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
3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
4° trim.	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,2	0,8	0,3
2016 lug.	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3
ago.	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,0	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2
set.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
ott.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,6	0,3
dic.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,3	1,2	0,4

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include 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
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
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	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
3° trim.	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
4° trim.	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 lug.	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
ago.	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3
set.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
ott.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
dic.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2

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	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,3	-1,8	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2015 4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,1	2,2	5,9
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	3,5
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,5	.
2016 giu.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-	-
lug.	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,1	-0,3	0,1	-7,5	-	-	-
ago.	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
set.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
ott.	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-	-
nov.	103,0	0,1	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,2	-0,5	-	-	-

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	45,0	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,5
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,8
2016 1° trim.	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,4	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
2° trim.	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
3° trim.	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,5	-2,0	1,4	-5,8	-10,5	1,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	46,5	9,0	1,0	18,6	3,2	-6,8	18,5
2016 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-2,9	-4,8	-0,7	-7,8	-12,3	-0,9
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,5	-1,7	3,2	-4,9	-10,3	3,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,4	7,1	-2,9	-10,4	8,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,4	-0,2	19,0	2,4	-8,2	18,7
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,6	3,7	30,3	10,5	-1,6	28,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Bloomberg (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 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	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	-0,4	1,7	4,5	-7,5	-0,6	49,8	53,9	49,3	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.	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
3° trim.	-0,2	1,0	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
4° trim.	4,4	3,2	4,9	-5,8	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 lug.	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
ago.	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
set.	0,0	0,9	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0
ott.	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7
nov.	4,9	2,8	5,3	-6,1	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
dic.	4,9	4,1	4,9	-6,3	2,9	63,2	56,0	52,5	51,4

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	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2015 4° trim.	110,5	1,6	1,9	0,8	1,6	1,7	1,5
2016 1° trim.	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
2° trim.	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
3° trim.	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	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	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2
2015 4° trim.	105,3	0,5	0,4	-2,0	-0,2	1,5	1,7	0,4	2,6	1,8	1,3	2,3
2016 1° trim.	105,4	1,0	1,2	0,5	0,1	0,9	1,1	1,2	4,0	2,1	1,3	2,0
2° trim.	105,6	0,8	1,6	0,4	-0,2	1,0	0,4	1,1	2,2	1,0	1,2	0,8
3° trim.	105,9	0,8	1,5	1,1	-0,7	0,6	0,4	0,7	2,9	0,8	1,1	1,0
Redditi per occupato												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 4° trim.	108,5	1,3	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,4	3,4	1,6	1,2	1,1
2016 1° trim.	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,2	1,2	1,9	3,7	1,5	1,3	1,5
2° trim.	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,2	1,1	1,4	3,0	1,2	1,2	0,9
3° trim.	109,4	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	0,9	1,8	2,3	0,9	1,5	1,5
Produttività del lavoro per occupato												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1
2015 4° trim.	103,1	0,8	1,7	3,5	1,0	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,2	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	103,3	0,3	0,5	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	-0,2	-0,6	0,0	-0,5
2° trim.	103,2	0,3	0,8	0,6	1,6	0,2	0,6	0,3	0,7	0,2	0,0	0,1
3° trim.	103,4	0,4	-0,3	0,3	2,4	0,5	0,6	1,1	-0,6	0,2	0,3	0,5
Redditi per ora lavorata												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 4° trim.	110,2	1,3	1,5	1,6	0,5	2,0	1,3	0,2	3,4	1,3	1,3	1,2
2016 1° trim.	110,5	1,1	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
2° trim.	110,5	1,1	1,9	0,7	1,4	1,3	0,6	0,9	2,7	0,8	1,5	0,8
3° trim.	111,1	1,4	1,2	1,4	2,0	1,1	0,9	1,7	3,5	1,0	1,7	2,0
Produttività per ora lavorata												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0
2015 4° trim.	105,0	0,8	0,6	3,7	0,3	0,5	-0,2	-0,3	1,5	-0,2	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	105,2	0,2	-1,1	0,7	0,8	0,3	-0,5	0,3	-0,1	-1,2	0,1	0,3
2° trim.	105,0	0,1	0,0	0,2	1,4	0,1	0,2	-0,5	0,6	-0,4	0,2	-0,1
3° trim.	105,4	0,6	-0,5	0,3	2,5	0,5	0,7	1,0	0,7	0,6	0,6	1,0

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	909,8	4.473,4	5.383,3	1.681,2	2.143,2	3.824,4	9.207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9.833,7
2014	969,5	4.977,5	5.947,0	1.581,0	2.149,8	3.730,8	9.677,8	121,5	422,2	107,0	650,7	10.328,4
2015	1.036,5	5.577,9	6.614,4	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10.842,5
2015 4° trim.	1.036,5	5.577,9	6.614,4	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10.842,5
2016 1° trim.	1.049,6	5.712,6	6.762,2	1.421,0	2.164,8	3.585,8	10.348,0	85,3	465,6	94,9	645,8	10.993,8
2° trim.	1.054,6	5.820,2	6.874,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11.118,4
3° trim.	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11.242,7
2016 giu.	1.054,6	5.820,2	6.874,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11.118,4
lug.	1.058,2	5.876,2	6.934,4	1.404,8	2.172,8	3.577,6	10.512,1	82,4	485,2	97,6	665,2	11.177,2
ago.	1.061,5	5.919,6	6.981,1	1.393,0	2.173,9	3.566,9	10.548,0	82,3	479,8	98,8	661,0	11.209,0
set.	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11.242,7
ott.	1.072,4	5.976,6	7.049,0	1.357,7	2.175,0	3.532,8	10.581,8	74,5	501,5	91,1	667,1	11.248,9
nov. ^(p)	1.075,2	6.081,3	7.156,5	1.347,9	2.172,0	3.519,9	10.676,4	72,6	506,4	94,0	673,0	11.349,4
Transazioni												
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,7	-88,1	349,4	3,6	10,4	13,3	27,3	376,7
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,2	510,0	-47,9	51,1	-26,3	-23,1	486,9
2015 4° trim.	8,1	134,5	142,5	-5,3	-0,9	-6,2	136,3	-18,0	21,3	-4,7	-1,3	135,0
2016 1° trim.	13,3	145,2	158,4	-14,0	3,1	-10,9	147,6	11,2	-13,4	19,2	17,1	164,6
2° trim.	5,0	102,6	107,6	-12,7	7,2	-5,5	102,1	-1,4	15,5	-1,4	12,7	114,8
3° trim.	12,0	121,3	133,3	-15,7	2,3	-13,4	119,9	-3,7	13,8	-2,4	7,8	127,7
2016 giu.	3,5	30,3	33,8	6,0	1,3	7,3	41,2	-3,4	6,1	5,6	8,3	49,5
lug.	3,6	56,8	60,5	-4,4	0,9	-3,5	57,0	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,5
ago.	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
set.	5,0	20,5	25,5	0,6	0,3	0,9	26,4	-1,8	15,3	-5,7	7,8	34,2
ott.	5,9	30,1	36,0	-29,5	0,7	-28,8	7,2	-6,1	6,4	-4,1	-3,8	3,4
nov. ^(p)	2,7	97,8	100,5	-12,0	-1,2	-13,2	87,3	-2,1	4,9	3,7	6,5	93,8
Variazioni percentuali												
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2015 4° trim.	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2016 1° trim.	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
2° trim.	4,0	9,7	8,8	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
2016 giu.	4,0	9,7	8,8	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
lug.	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-6,8	6,8	17,1	6,2	5,1
ago.	3,6	9,6	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-7,9	4,7	19,0	4,7	5,1
set.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
ott.	4,0	8,7	8,0	-5,0	0,6	-1,7	4,6	-27,1	6,3	13,2	1,8	4,4
nov. ^(p)	3,8	9,6	8,7	-5,8	0,6	-2,0	4,9	-15,7	4,9	6,8	2,4	4,8

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	1.713,6	1.188,9	398,1	109,8	16,8	5.414,7	2.539,0	876,5	1.994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1.845,1	1.349,1	365,1	111,6	19,4	5.557,7	2.749,5	812,1	1.993,2	2,8	871,9	222,2	332,9
2015	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	981,7	225,8	364,7
2015 4° trim.	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	981,7	225,8	364,7
2016 1° trim.	1.984,8	1.536,6	322,7	116,0	9,4	5.829,7	3.137,1	693,6	1.996,3	2,7	974,4	218,9	375,9
2° trim.	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	976,9	210,7	379,9
3° trim.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,6	206,2	386,3
2016 giu.	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	976,9	210,7	379,9
lug.	2.029,9	1.591,1	313,9	116,5	8,4	5.932,8	3.245,2	684,0	2.000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
ago.	2.032,2	1.596,3	310,1	117,0	8,7	5.960,7	3.277,2	677,6	2.003,2	2,8	976,4	213,4	386,0
set.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,6	206,2	386,3
ott.	2.037,3	1.604,6	307,5	118,1	7,0	6.001,8	3.337,8	656,6	2.004,6	2,8	945,1	206,5	393,2
nov. ^(p)	2.065,5	1.634,2	305,5	117,1	8,7	6.029,7	3.375,1	649,2	2.002,9	2,5	989,7	206,6	382,3
Transazioni													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	56,3	7,3	21,0
2015	81,7	121,6	-33,5	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	90,7	-0,1	30,3
2015 4° trim.	18,7	21,4	-1,8	0,7	-1,6	60,0	74,4	-12,0	-1,6	-0,7	19,2	6,6	5,8
2016 1° trim.	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	-2,2	-6,5	12,1
2° trim.	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,4	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,2	-8,5	3,7
3° trim.	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,9	87,9	-16,6	3,1	-0,5	-6,4	-4,2	6,2
2016 giu.	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,4	29,7	-1,8	1,9	-0,5	2,2	-4,0	0,5
lug.	16,7	17,3	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,0	-4,7	0,6	-0,1	-1,8	4,0	5,8
ago.	2,4	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,6	-1,2	0,2
set.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,9	24,7	-5,5	-0,1	-0,2	-8,2	-7,0	0,2
ott.	-9,4	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	21,3	31,5	-11,7	1,4	0,2	-24,4	0,2	7,5
nov. ^(p)	24,4	26,6	-2,9	-1,1	1,7	28,4	36,3	-7,8	0,2	-0,3	40,8	-0,2	-11,0
Variazioni percentuali													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,9	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 4° trim.	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 1° trim.	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
2° trim.	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,1	-8,5	10,3
3° trim.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
2016 giu.	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,1	-8,5	10,3
lug.	7,2	10,2	-3,1	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	3,2	-7,4	10,9
ago.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,7	-6,2	8,9
set.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
ott.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,1	10,8	-6,1	0,6	-20,0	-1,5	-9,4	7,8
nov. ^(p)	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-2,6	5,3	11,2	-6,5	0,7	-32,9	1,1	-7,9	2,9

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	
					Totale	Prestiti corretti 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	3.410,3	1.098,8	2.311,5	12.708,2	10.544,5	10.973,3	4.353,0	5.222,9	869,8	98,8	1.367,2	796,5
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,2	10.453,9	10.726,1	4.299,6	5.200,7	824,6	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,4
2015 4° trim.	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,4
2016 1° trim.	4.053,6	1.115,9	2.924,6	12.629,6	10.561,2	10.824,5	4.288,8	5.338,9	824,8	108,8	1.312,2	756,2
2° trim.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,7	10.565,8	10.870,1	4.296,7	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4
3° trim.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.768,1	10.622,5	10.926,5	4.288,5	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
2016 giu.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,7	10.565,8	10.870,1	4.296,7	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4
lug.	4.247,1	1.109,2	3.124,6	12.710,6	10.592,0	10.892,4	4.299,8	5.355,5	826,3	110,4	1.359,4	759,1
ago.	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.743,2	10.601,0	10.907,2	4.295,1	5.366,0	829,4	110,5	1.364,5	777,7
set.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.768,1	10.622,5	10.926,5	4.288,5	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
ott.	4.290,1	1.099,7	3.177,0	12.809,9	10.655,6	10.956,0	4.301,8	5.388,4	850,8	114,5	1.373,6	780,8
nov. ⁽⁶⁾	4.320,4	1.092,3	3.214,7	12.846,9	10.698,9	10.981,9	4.322,0	5.407,4	853,4	116,1	1.375,2	772,8
Transazioni												
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014	73,8	16,4	57,4	-102,2	-47,4	-33,6	-61,3	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,0	57,3	72,5	-13,8	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2015 4° trim.	81,1	-14,0	95,0	14,2	26,9	36,0	1,7	24,3	-0,4	1,4	-16,5	3,7
2016 1° trim.	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
2° trim.	116,4	-8,9	125,2	54,3	21,8	64,3	19,2	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,4
3° trim.	69,2	-7,3	76,3	112,6	69,6	71,5	5,8	33,8	24,9	5,2	20,9	22,1
2016 giu.	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,6	36,2	-1,3	5,2	-3,6	-6,9	14,7	-1,4
lug.	48,0	-3,2	51,0	53,0	35,8	31,3	11,3	7,6	10,4	6,5	15,1	2,1
ago.	9,0	-1,5	10,5	35,5	13,2	18,0	-4,1	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
set.	12,2	-2,6	14,8	24,1	20,6	22,1	-1,4	14,7	8,8	-1,4	1,2	2,3
ott.	37,8	-5,5	43,2	44,0	33,2	29,5	15,6	7,3	4,7	5,5	8,2	2,6
nov. ⁽⁶⁾	45,6	-7,4	53,0	32,0	38,3	21,7	18,3	19,1	-0,6	1,5	1,1	-7,4
Variazioni percentuali												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2015 4° trim.	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016 1° trim.	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,8	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
2° trim.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-3,0
3° trim.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
2016 giu.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-3,0
lug.	12,2	-2,7	18,6	1,4	1,4	1,9	1,3	2,0	1,5	-16,1	4,5	-3,6
ago.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
set.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
ott.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,5	0,4
nov. ⁽⁶⁾	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,0	-6,6	7,1	-0,8

Fonte: BCE.

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

2) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

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	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2013	4.353,0	4.450,6	1.065,6	741,0	2.546,4	5.222,9	5.547,7	573,8	3.853,3	795,8
2014	4.299,6	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2015 4° trim.	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016 1° trim.	4.288,8	4.261,6	1.048,5	768,6	2.471,6	5.338,9	5.659,1	602,6	3.974,9	761,4
2° trim.	4.296,7	4.278,2	1.040,0	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
3° trim.	4.288,5	4.278,7	1.008,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
2016 giu.	4.296,7	4.278,2	1.040,0	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
lug.	4.299,8	4.277,5	1.029,0	780,3	2.490,5	5.355,5	5.692,2	604,7	3.994,6	756,1
ago.	4.295,1	4.279,1	1.022,0	782,4	2.490,8	5.366,0	5.700,1	607,8	4.003,4	754,7
set.	4.288,5	4.278,7	1.008,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
ott.	4.301,8	4.287,5	1.022,0	787,2	2.492,7	5.388,4	5.712,6	612,8	4.019,5	756,1
nov. ^(p)	4.322,0	4.299,5	1.032,6	794,5	2.494,9	5.407,4	5.723,4	615,0	4.037,0	755,4
Transazioni										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,3	-68,6	-14,2	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	20,4	-64,3	32,4	18,2	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2015 4° trim.	1,7	19,8	-22,7	13,1	11,3	24,3	19,8	5,5	20,9	-2,1
2016 1° trim.	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
2° trim.	19,2	28,1	-4,5	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,4	-0,6
3° trim.	5,8	10,0	-23,9	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,9
2016 giu.	-1,3	11,6	-5,4	4,6	-0,5	5,2	13,0	2,7	1,4	1,2
lug.	11,3	7,0	-5,9	6,9	10,3	7,6	9,1	0,5	8,4	-1,3
ago.	-4,1	1,2	-6,1	2,2	-0,2	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
set.	-1,4	1,8	-11,9	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
ott.	15,6	11,1	13,3	0,5	1,8	7,3	9,8	4,4	4,4	-1,5
nov. ^(p)	18,3	11,1	9,4	6,6	2,3	19,1	10,9	2,3	17,2	-0,4
Variazioni percentuali										
2013	-2,9	-3,1	-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	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2015 4° trim.	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016 1° trim.	0,8	1,2	-2,1	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2° trim.	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
3° trim.	1,5	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 giu.	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
lug.	1,3	2,0	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
ago.	1,2	2,0	-4,0	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
set.	1,5	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
ott.	1,7	2,1	-1,2	5,6	1,7	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,0
nov. ^(p)	1,8	2,2	-1,6	6,5	1,9	2,1	1,9	3,7	2,6	-1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IMF) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IMF.

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze in essere										
2013	264,6	7.312,7	2.374,8	91,6	2.507,4	2.338,9	1.146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7.127,9	2.186,6	92,2	2.388,2	2.461,0	1.381,0	225,0	184,5	139,7
2015	285,0	6.997,0	2.119,7	79,8	2.254,2	2.543,2	1.331,6	289,3	205,9	135,6
2015 4° trim.	285,0	6.997,0	2.119,7	79,8	2.254,2	2.543,2	1.331,6	289,3	205,9	135,6
2016 1° trim.	314,6	6.962,8	2.113,6	76,9	2.179,8	2.592,6	1.282,1	306,0	247,1	152,1
2° trim.	319,2	7.006,8	2.094,1	74,6	2.176,1	2.662,1	1.275,4	313,6	238,0	144,0
3° trim.	309,7	6.961,1	2.068,5	72,4	2.125,4	2.694,8	1.170,0	303,2	209,2	129,1
2016 giu.	319,2	7.006,8	2.094,1	74,6	2.176,1	2.662,1	1.275,4	313,6	238,0	144,0
lug.	326,3	6.985,9	2.084,7	73,9	2.152,1	2.675,2	1.221,9	309,8	212,9	128,2
ago.	318,7	6.967,8	2.077,7	73,2	2.142,4	2.674,5	1.181,7	314,6	215,4	134,6
set.	309,7	6.961,1	2.068,5	72,4	2.125,4	2.694,8	1.170,0	303,2	209,2	129,1
ott.	324,1	6.952,4	2.071,1	72,4	2.123,8	2.685,0	1.112,2	313,2	192,8	133,7
nov. ^(p)	295,2	6.943,5	2.070,7	71,9	2.136,5	2.664,4	1.083,1	337,6	194,5	121,3
Transazioni										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-165,8	-120,8	2,0	-154,5	107,6	237,7	-2,3	0,7	17,8
2015	9,5	-222,4	-106,2	-13,5	-209,3	106,6	-98,6	1,7	21,4	-4,0
2015 4° trim.	-8,8	-56,6	-41,1	-3,6	-41,8	29,8	-37,2	11,5	-9,6	-7,2
2016 1° trim.	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-75,1	23,2	41,3	17,3
2° trim.	4,2	-13,2	-22,3	-1,8	-15,9	26,9	-71,6	6,8	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,6	-53,9	-25,8	-2,1	-41,5	15,6	-101,4	-16,2	-19,2	-13,7
2016 giu.	22,0	-16,1	-17,6	-0,6	-8,1	10,2	-20,1	34,7	11,1	5,4
lug.	7,1	-24,8	-9,3	-0,7	-18,5	3,7	-56,1	-1,1	-25,1	-15,8
ago.	-7,7	-7,6	-7,1	-0,7	-7,2	7,4	-32,6	4,8	2,5	6,4
set.	-9,0	-21,5	-9,4	-0,7	-15,8	4,4	-12,7	-20,0	3,4	-4,3
ott.	13,4	3,3	1,2	-0,8	-8,6	11,5	-61,4	-0,4	-13,2	4,7
nov. ^(p)	-28,9	-2,7	-2,6	-0,5	-5,3	5,7	-9,4	-6,0	1,7	-12,4
Variazioni percentuali										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 4° trim.	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 1° trim.	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
2° trim.	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,5	-2,9
3° trim.	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 giu.	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,5	-2,9
lug.	29,3	-2,6	-3,8	-13,0	-6,9	2,7	-	-	1,8	-10,6
ago.	15,5	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
set.	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
ott.	-7,1	-2,1	-3,3	-12,0	-6,0	2,8	-	-	4,4	-6,3
nov. ^(p)	-0,3	-1,9	-2,6	-10,9	-5,9	2,4	-	-	-5,0	-15,6

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	-3,6	-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	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 3° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
4° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4
2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5

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	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 3° trim.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,6	44,9	10,2	5,2	2,5	23,0	3,8
4° trim.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 1° trim.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,8
2° trim.	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,9	3,8

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 3° trim.	91,5	2,7	16,3	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 1° trim.	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 3° trim.	-0,9	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	1,6
4° trim.	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 1° trim.	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
2° trim.	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 3° trim.	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
4° trim.	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 1° trim.	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
2° trim.	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
Debito pubblico										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 3° trim.	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2	
4° trim.	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 1° trim.	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3	
2° trim.	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0	
	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	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 3° trim.	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6	-2,9
4° trim.	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 1° trim.	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6	-2,3
2° trim.	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4	-2,3
Debito pubblico										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 3° trim.	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9	61,4
4° trim.	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 1° trim.	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2	64,2
2° trim.	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3	61,6

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 18 gennaio 2017.

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

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-001-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-001-IT-N (online)

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

