BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2017

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2017

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale 4

1 Contesto esterno 7

2 Andamenti finanziari 12

3 Attività economica 17

4 Prezzi e costi 23

5 Moneta e credito 28

6 Andamento della finanza pubblica 35

Riquadri 38

1 L'evoluzione recente dei rischi globali – una valutazione 38

2 Il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario: attuazione ed effetti 42

3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 25 gennaio al 2 maggio 2017 48

4 Andamenti recenti del saldo di conto corrente dell'area dell'euro 53

5 Indebitamento del settore privato e riduzione della leva finanziaria nei paesi dell'area dell'euro 58

6 Quali settori hanno venduto i titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema? 64

7 Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017 68

8 Il patto di bilancio: l'esame svolto dalla Commissione e i prossimi passi da seguire 72

Articolo 75

1 L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali 75

Statistiche S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria dell'8 giugno 2017, il Consiglio direttivo ha concluso che è ancora necessario mantenere un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi di spinte inflazionistiche di fondo e sostenere l'inflazione complessiva nel medio periodo. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione di politica monetaria di fine aprile confermano il maggior slancio dell'economia dell'area dell'euro, che, secondo le proiezioni, dovrebbe crescere a un ritmo più rapido rispetto alle attese. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive di crescita siano ora sostanzialmente bilanciati. In tale contesto, è sempre più ridotta la probabilità che si verifichino scenari avversi per le prospettive della stabilità dei prezzi, in particolare per effetto dell'attenuazione dei rischi di spinte deflazionistiche. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di eliminare il riferimento a eventuali tagli dei tassi di riferimento dalle indicazioni prospettiche (forward guidance). Al tempo stesso, l'espansione economica deve ancora tradursi in una dinamica dei prezzi più vigorosa. Finora, le misure dell'inflazione di fondo continuano a rimanere moderate e non hanno per il momento mostrato segni di un convincente andamento al rialzo. Pertanto è appropriato mantenere un grado molto elevato di accomodamento monetario.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo dell'8 giugno 2017

Le misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a preservare le condizioni di finanziamento, molto favorevoli, che sono necessarie ad assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Ciò è evidenziato dal permanere di tassi di interesse bancari molto bassi. Analogamente, la trasmissione delle misure di politica monetaria adottate a partire da giugno 2014 continua a fornire un sostegno significativo alle condizioni di prestito per imprese e famiglie, all'accesso al finanziamento, in particolare per le imprese medio-piccole, e quindi ai flussi di credito nell'intera area dell'euro. L'aggregato monetario ampio continua a espandersi a un ritmo sostenuto, mentre prosegue la ripresa della dinamica dei prestiti al settore privato osservata a partire dall'inizio del 2014.

L'espansione economica in atto nell'area dell'euro mostra segni di crescente tenuta e si sta diffondendo nei diversi settori e paesi. Nel primo trimestre dell'anno il PIL dell'area è cresciuto in termini reali dello 0,6% per cento sul periodo precedente, rispetto allo 0,5 dell'ultimo trimestre del 2016. Indicatori a breve termine, ad esempio le indagini congiunturali, continuano a segnalare una robusta dinamica espansiva nel prossimo periodo. La trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE ha anche agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria e dovrebbe continuare

a sostenere la domanda interna. In particolare, la ripresa degli investimenti continua a essere sospinta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività delle imprese. Gli incrementi dell'occupazione, che traggono beneficio anche dalle passate riforme del mercato del lavoro, forniscono sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati.

L'attività economica dell'area dell'euro è sospinta anche dalla sostenuta ripresa mondiale. Il commercio mondiale è cresciuto in maniera significativa negli ultimi mesi, beneficiando, tra gli altri fattori, della ripresa in atto nelle economie dei paesi emergenti. Tuttavia, le prospettive di crescita economica nell'area dell'euro continuano a essere frenate dalla lenta attuazione delle riforme strutturali, in particolare nei mercati dei prodotti, e dalla necessità di effettuare ulteriori aggiustamenti di bilancio in numerosi settori, nonostante i miglioramenti in atto.

Le proiezioni macroeconomiche di giugno 2017, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema a fine maggio e condizionate all'ipotesi della piena attuazione di tutte le misure di politica monetaria della BCE, prevedono una crescita annuale del PIL in termini reali dell'1,9 per cento nel 2017, dell'1,8 per cento nel 2018 e dell'1,7 per cento nel 2019. Rispetto all'esercizio svolto dagli esperti della BCE a marzo 2017, la previsione per il tasso di crescita del PIL in termini reali è stata rivista al rialzo nell'orizzonte previsivo. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro sono sostanzialmente bilanciati. Da un lato, l'attuale dinamica positiva del ciclo accresce la probabilità di una ripresa economica più vigorosa rispetto alle attese. Dall'altro, persistono rischi al ribasso, dovuti prevalentemente a fattori di carattere internazionale.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita a maggio all'1,4 per cento, dall'1,9 di aprile e l'1,5 di marzo. Come atteso, la recente volatilità dei tassi di inflazione è riconducibile in prevalenza ai prezzi dell'energia e ad aumenti temporanei dei prezzi dei servizi nel periodo pasquale. A seguito del recente calo dei prezzi petroliferi, l'inflazione di fondo a livello mondiale si è stabilizzata. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, nei prossimi mesi l'inflazione di fondo nell'area dell'euro dovrebbe mantenersi sui livelli registrati di recente.

Le misure dell'inflazione di fondo si sono mantenute su livelli bassi e non hanno ancora mostrato segni convincenti di una tendenza al rialzo, poiché le risorse inutilizzate gravano ancora sul processo di formazione dei prezzi interni e dei salari. L'inflazione di fondo dovrebbe mostrare un graduale incremento nel medio termine, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal consolidamento della ripresa economica e dall'associata graduale riduzione della capacità produttiva inutilizzata.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di giugno 2017 degli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,3 nel 2018 e dell'1,6 nel 2019. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di marzo 2017 formulate dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC mostrano una revisione al ribasso, riconducibile principalmente a corsi petroliferi più contenuti.

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2019), soprattutto come conseguenza del miglioramento delle condizioni cicliche e del calo degli interessi passivi. Secondo le proiezioni, in termini aggregati, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sarebbe sostanzialmente neutro nel periodo 2017-2019. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro, seppure ancora elevato, dovrebbe continuare a scendere. I paesi con alti livelli di indebitamento beneficerebbero di ulteriori interventi di risanamento per condurre stabilmente il loro rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di mantenere un grado molto elevato di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano su livelli pari a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) all'attuale ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Contestualmente agli acquisti netti, il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro del PAA sarà reinvestito. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito che, qualora le prospettive divenissero meno favorevoli o le condizioni finanziarie risultassero incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, sarebbe pronto a incrementare il programma di acquisto di attività in termini di entità e/o durata.

1 Contesto esterno

Nonostante un calo temporaneo nella crescita globale del PIL durante il primo trimestre del 2017, la crescita dell'attività economica mondiale è rimasta sostenuta nei primi mesi dell'anno. La dinamica del commercio mondiale è sensibilmente migliorata, spinta principalmente dall'aumento del commercio delle economie emergenti. L'inflazione complessiva a livello mondiale si è stabilizzata negli ultimi mesi, con l'attenuazione dell'effetto dei precedenti rincari delle materie prime. Tuttavia, il calo dei prezzi petroliferi nelle ultime settimane dovrebbe frenare l'inflazione globale nel breve periodo.

Attività economica e commercio mondiale

Nonostante un calo temporaneo nella crescita globale del PIL durante il primo trimestre del 2017, la crescita dell'attività economica mondiale è rimasta sostenuta all'inizio dell'anno. Negli Stati Uniti, la crescita del PIL sul trimestre precedente è scesa allo 0,3 per cento, riflettendo principalmente una minore spesa per consumi e una forte riduzione degli investimenti in scorte. Anche nel Regno Unito, la crescita del PIL è diminuita, poiché l'aumento dell'inflazione a seguito del deprezzamento della sterlina ha compresso i redditi reali e la spesa delle famiglie. In Cina, il calo nella crescita del PIL sul trimestre precedente all'1,3 per cento è in parziale contrasto con i più favorevoli indicatori di breve periodo. D'altra parte, la crescita del PIL ha registrato un forte aumento sia in Russia che in Brasile, a seguito della loro uscita dalla recessione, mentre in India c'è stata una ripresa dell'attività economica con lo scemare degli effetti della demonetizzazione.

Gli indicatori delle indagini segnalano che la crescita mondiale mostrerà un recupero nel breve periodo. Ad eccezione dell'area dell'euro, l'indice composito mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) è rimasto sostanzialmente invariato a maggio, mantenendosi appena al di sotto del livello della media di lungo periodo e segnalando il protrarsi di un'espansione moderata dell'attività economica mondiale (cfr. grafico 1). I risultati delle indagini sul clima di fiducia indicano prospettive positive, con un riavvicinamento della fiducia dei consumatori, nei paesi dell'OCSE, ai livelli pre-crisi e anche un miglioramento della fiducia delle imprese.

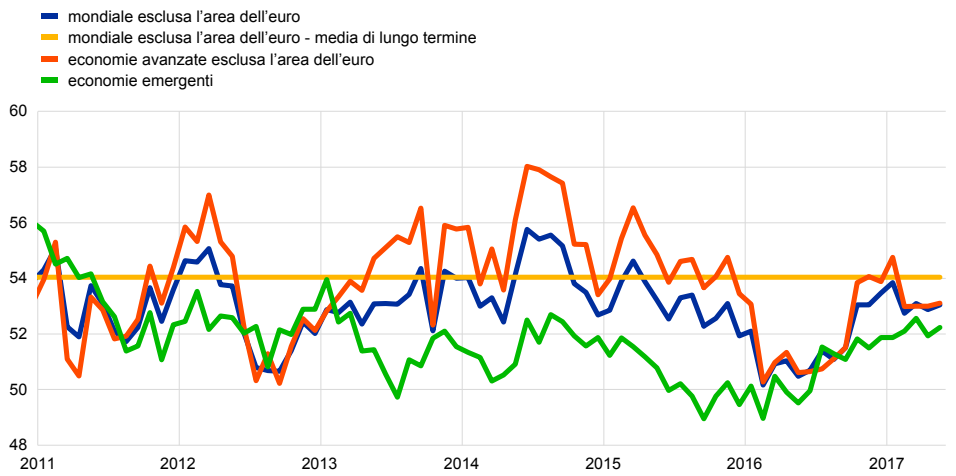
I mercati finanziari rimangono coerenti con le aspettative di miglioramento della crescita mondiale a breve termine. Dopo un netto rialzo a seguito delle elezioni negli Stati Uniti, i mercati azionari mondiali e i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono diminuiti ad aprile e all'inizio di maggio, sulla scia dei dubbi da parte degli investitori riguardo alla capacità della nuova amministrazione statunitense di attuare le politiche promesse. Tuttavia, i mercati mondiali hanno avuto un marcato recupero dopo le elezioni presidenziali francesi. In generale, i mercati finanziari hanno mostrato segni di tenuta e bassa avversione al rischio. Anche le condizioni finanziarie nelle economie emergenti traggono beneficio dalle migliori prospettive della crescita globale, con una ripresa degli afflussi di capitali.

Le politiche monetarie si mantengono accomodanti. Mentre le altre maggiori banche centrali dovrebbero mantenere un orientamento accomodante, i mercati

Grafico 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2017. La "media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e maggio 2017.

continuano ad attendersi che l'inasprimento monetario negli Stati Uniti proceda molto gradualmente. In Cina, le condizioni finanziarie sono divenute più tese poiché la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha aumentato i tassi interbancari nel tentativo di frenare le attività di prestito più rischiose di banche minori e istituti non bancari. Tuttavia, i tassi di riferimento sui prestiti bancari alle società non finanziarie sono rimasti invariati, il che suggerisce che finora l'impatto sull'economia più generale è modesto.

In prospettiva, dopo un recupero nel breve periodo, l'attività economica mondiale dovrebbe rafforzarsi gradualmente. Le prospettive per le economie avanzate prevedono una moderata espansione, basata sul costante sostegno delle politiche monetarie e di bilancio, mentre la ripresa ciclica prosegue e l'output gap si riduce gradualmente. Fra le economie emergenti, le prospettive sono sostenute dalla tenuta della dinamica espansiva di Cina e India, mentre si attende un aumento dell'attività nei paesi esportatori di materie prime. La ripresa di queste ultime economie è la principale determinante nelle proiezioni di crescita del PIL mondiale prevista per i prossimi due anni. Tuttavia, il ritmo dell'espansione globale si manterrà al di sotto dei livelli pre-crisi, il che è coerente con le stime che suggeriscono che, negli ultimi anni, il potenziale di crescita è diminuito nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti.

Negli Stati Uniti, si attende un rafforzamento dell'attività economica. Dopo un primo trimestre debole, si attende un forte recupero nei restanti mesi del 2017, poiché il clima di fiducia di consumatori e imprese rimane forte e le migliorate condizioni del mercato del lavoro si traducono gradualmente in maggiori incrementi salariali. Ci si attende anche una forte ripresa degli investimenti nel settore energetico, a sostegno dell'economia.

Nel Regno Unito, la crescita in termini reali del PIL dovrebbe mantenersi relativamente modesta nel breve periodo. Anche se il deprezzamento della

sterlina dovrebbe avere l'effetto di sostenere le esportazioni, ci si attende che l'aumento dell'inflazione gravi sui redditi delle famiglie e sui consumi privati. Si prevede anche che le maggiori incertezze riguardo ai futuri accordi commerciali del Regno Unito gravino sugli investimenti.

In Giappone, politiche accomodanti dovrebbero continuare a sostenere l'espansione. Politiche monetarie accomodanti, condizioni di finanziamento più distese e il programma di stimolo fiscale dovrebbero sostenere la domanda interna, mentre le esportazioni dovrebbero godere di un graduale recupero a seguito della crescita della domanda estera. Tuttavia, nonostante la sostenuta creazione di posti di lavoro, la crescita salariale è rimasta contenuta, frenando i consumi privati.

In Cina, l'attività economica dovrebbe continuare a crescere a un ritmo sostenuto, supportata dalla tenuta dei consumi e dalla vivacità del mercato immobiliare. Tuttavia, la maggiore attenzione al contenimento dei rischi per la stabilità finanziaria ha portato a un inasprimento delle condizioni finanziarie a partire dal 2016. Nel medio periodo, la crescita dovrebbe mantenere una graduale tendenza al ribasso, in linea con l'intenzione delle autorità di riequilibrare l'economia.

I paesi dell'Europa centrale e orientale dovrebbero beneficiare del vigore di consumi e investimenti, questi ultimi sostenuti dai fondi strutturali dell'Unione europea. Nonostante ci si attenda un graduale aumento dell'inflazione, che riflette il venir meno del calo dei prezzi dell'energia, anche il reddito reale disponibile dovrebbe rafforzarsi a seguito della ripresa del mercato del lavoro e dell'aumento delle pressioni salariali.

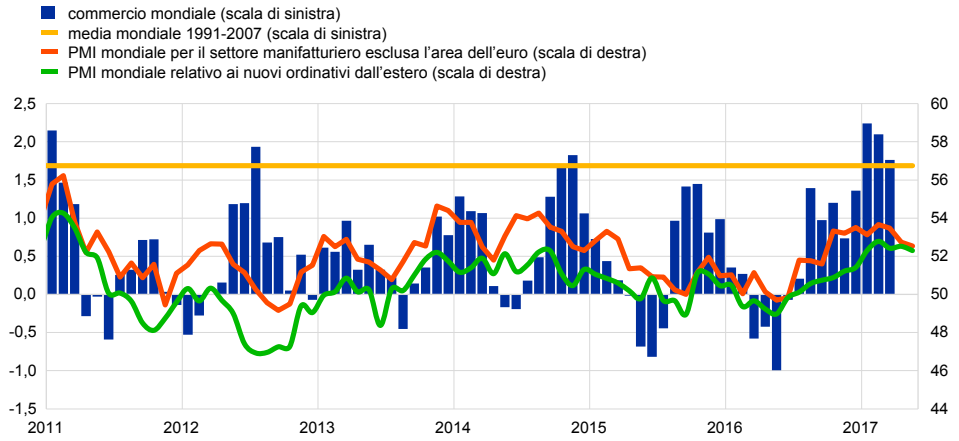
I maggiori paesi esportatori di materie prime dovrebbero continuare la loro ripresa dopo le profonde recessioni. In Russia, il rimbalzo dei corsi petroliferi, a partire dallo scorso anno, associato a una politica monetaria più accomodante, dovrebbe sostenere la crescita, anche se la domanda interna resta fragile in presenza di elevati livelli di incertezza, salari reali bassi e uno scarso clima di fiducia. L'attività economica in Brasile dovrebbe beneficiare della stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese, del miglioramento delle ragioni di scambio e dell'allentamento delle condizioni finanziarie. Al tempo stesso, le incertezze politiche ricorrenti e le esigenze legate al consolidamento del bilancio continuano a pesare sulle prospettive di medio termine.

La dinamica del commercio mondiale è aumentata nettamente alla fine dello scorso anno e all'inizio dell'attuale. Nel primo trimestre del 2017, il volume delle importazioni globali di beni è aumentato dell'1,8 per cento sul trimestre precedente (cfr. grafico 2). La ripresa del commercio mondiale durante la seconda metà del 2016 e l'inizio del 2017 è riconducibile soprattutto a un miglioramento delle economie emergenti, con gli scambi nelle economie asiatiche che hanno beneficiato degli investimenti cinesi a seguito di politiche di stimolo. Gli indicatori anticipatori mostrano solide e costanti prospettive per il commercio nel breve periodo, con il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero che si colloca a 52,3 in maggio. Su un orizzonte temporale più lungo, pur in presenza di incertezze legate alla retorica della nuova amministrazione statunitense in merito alle politiche commerciali, ci si attende un'espansione generalizzata dell'interscambio mondiale, in linea con l'attività economica a livello globale.

Grafico 2

Commercio mondiale di beni

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



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2017 per l'indice PMI e a marzo 2017 per il commercio mondiale.

Nel complesso, le proiezioni indicano una crescita mondiale in progressivo aumento nel periodo 2017-2019. Le proiezioni macroeconomiche formulate nel giugno 2017 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,2 per cento del 2016 al 3,5 nel 2017 e al 3,8 nel 2018-2019. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe salire dall'1,3 per cento del 2016 al 3,7 nel 2017 seguita da un 3,4 e 3,5 per cento, rispettivamente, nel 2018 e nel 2019. Rispetto alle previsioni di marzo 2017, la crescita del PIL mondiale si mantiene per lo più invariata, mentre la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo per il 2017, riflettendo un miglioramento dei dati sulle importazioni verso la fine dello scorso anno.

L'incertezza che caratterizza lo scenario di base delle proiezioni per l'attività globale si mantiene elevata e i rischi restano orientati verso il basso. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, è possibile che il miglioramento del clima di fiducia, come evidenziato dall'andamento delle indagini e dei mercati finanziari, si traduca in una ripresa più rapida del previsto dell'attività economica e del commercio nel breve periodo. Fra i rischi al ribasso si possono menzionare: un aumento del protezionismo; un inasprimento disordinato delle condizioni di finanziamento a livello globale, che potrebbe interessare in particolare le economie emergenti vulnerabili; possibili turbolenze associate al processo di riforma e liberalizzazione in Cina; infine, possibile volatilità derivante dalle incertezze politiche e geopolitiche, incluse quelle riguardanti le future relazioni fra il Regno Unito e l'Unione europea. Il riquadro 1 è dedicato all'evoluzione dei rischi globali durante lo scorso anno.

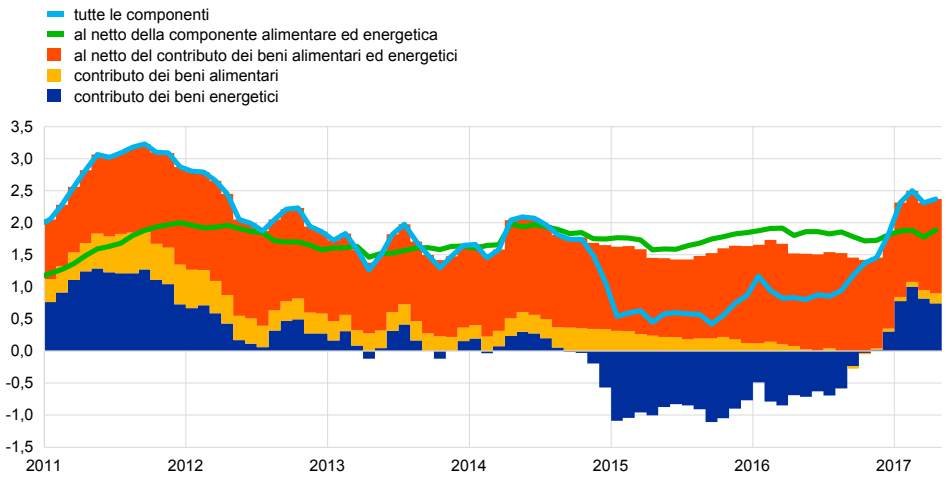
Andamenti dei prezzi a livello mondiale

L'inflazione al consumo si è stabilizzata, con l'effetto dei passati rincari delle materie prime che inizia a venire meno. Nell'area dell'OCSE, l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha raggiunto il 2,4 per cento ad aprile, rispetto al 2,3 di

Grafico 3

Inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE

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



Fonte: OCSE.
Note: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

marzo. L'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE, escludendo beni alimentari ed energetici, è salita leggermente in aprile, portandosi all'1,9 per cento (cfr. grafico 3).

I prezzi delle materie prime sono diminuiti nel periodo recente. Dall'inizio di marzo, i corsi del greggio di qualità Brent hanno oscillato tra 48 e 56 dollari al barile. Le oscillazioni nei prezzi riflettono l'incertezza degli operatori di mercato circa le probabilità di successo della strategia dell'OPEC di limitare la produzione, in un contesto di scorte di greggio ancora elevate e una crescente produzione statunitense di petrolio da scisti. Il prolungamento della riduzione della produzione per nove mesi, concordato il 25 maggio 2017 dall'OPEC e da 11 paesi non-OPEC, era stato ampiamente anticipato e valutato dai mercati prima dell'incontro. La speranza di alcuni paesi partecipanti che si potesse raggiungere un accordo in merito a una riduzione ancora maggiore o più prolungata non si sono concretizzate, con una conseguente ulteriore diminuzione di circa il 6 per cento dei prezzi in dollari, all'indomani dell'incontro. In prospettiva, la curva dei future indica corsi del greggio sostanzialmente invariati per i prossimi tre anni. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono diminuiti di circa l'8 per cento dall'inizio di marzo.

In prospettiva, dopo una lieve moderazione nel breve periodo, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare lentamente. Il calo recente dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime dovrebbe attenuare le pressioni inflazionistiche a breve termine. Successivamente, la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello globale dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo, mentre l'attuale curva dei future sul greggio indica che i corsi petroliferi si manterranno piuttosto stabili nell'orizzonte temporale considerato dalle proiezioni, con un contributo molto contenuto dei prezzi dell'energia all'inflazione.

2 Andamenti finanziari

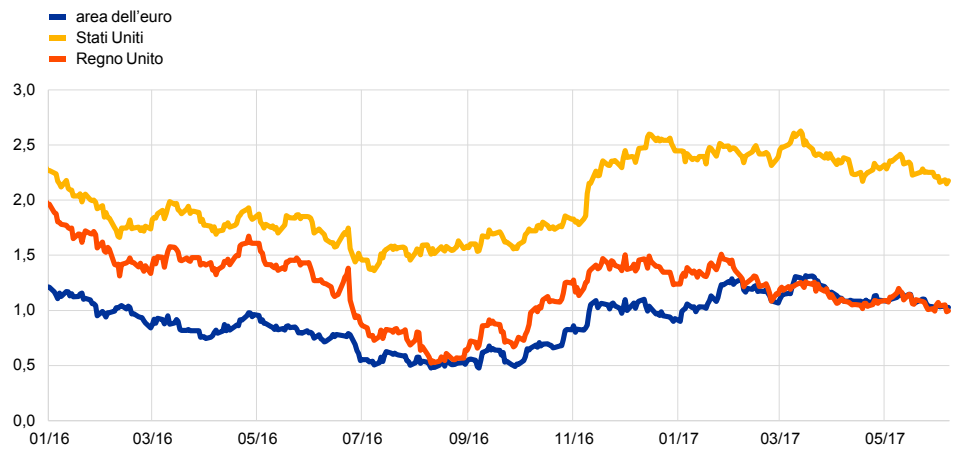
Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo tenutasi a marzo i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti, evidenziando una certa volatilità nel periodo. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono leggermente ridotti e permangono su livelli inferiori rispetto all'inizio di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Le quotazioni degli indici azionari sono salite più nell'area dell'euro che in altre importanti aree economiche. L'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio.

Nel complesso, dagli inizi di marzo i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti. Nel periodo in esame, dal 9 marzo al 7 giugno 2017, il tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni dell'area dell'euro è sceso di circa dieci punti base, collocandosi allo 0,55 per cento, mentre il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di circa 25 punti base, portandosi a un livello di poco superiore all'1 per cento (cfr. grafico 4). Tale diminuzione ha interrotto il periodo di crescita dei rendimenti nominali che, sebbene con alcune oscillazioni, aveva caratterizzato l'area dell'euro dall'inizio di ottobre 2016. Negli Stati Uniti i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato sono diminuiti in misura maggiore rispetto all'area dell'euro, di circa 45 punti base, e si sono attestati sul 2,2 per cento, partendo tuttavia da un livello più elevato. La lieve diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine registrata nell'area dell'euro a partire dall'inizio di marzo ha avuto luogo in un contesto caratterizzato da alcuni episodi di volatilità, dovuti a vari fattori. Dopo la riunione di marzo del Consiglio direttivo i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono inizialmente aumentati, per poi diminuire intorno alla fine di marzo, in parte per effetto delle percezioni del mercato sull'acuirsi dell'incertezza politica in vista del primo turno delle elezioni presidenziali in Francia.

Grafico 4

Rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito

(valori percentuali annualizzati)



Fonti: Bloomberg e BCE.
Note: per l'area dell'euro si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area. L'ultima rilevazione è del 7 giugno 2017.

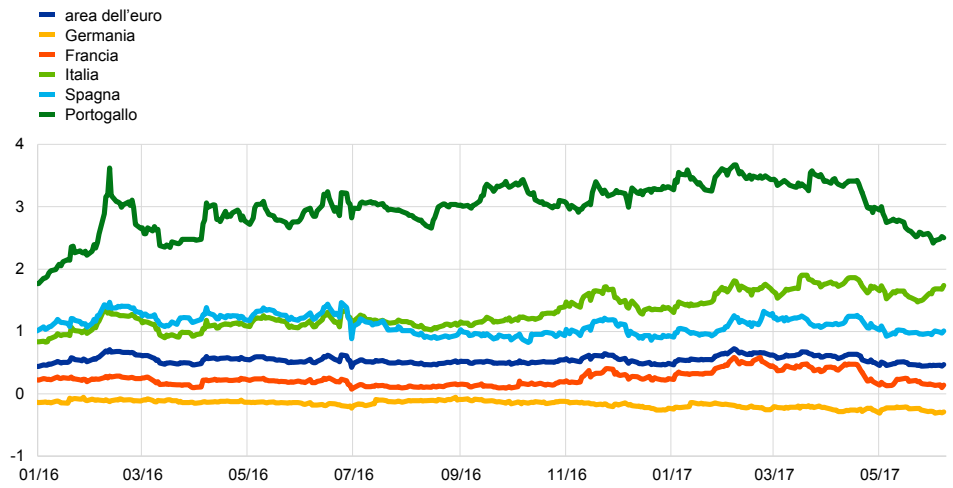
Tuttavia, nel corso del mese di aprile i rendimenti sono tornati a salire a fronte di un affievolimento dell'incertezza politica e della pubblicazione di dati economici positivi per l'area dell'euro. Nella restante parte del periodo in esame i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno registrato lievi ribassi a seguito di una leggera moderazione delle aspettative sull'inflazione a livello mondiale e di alcune sorprese negative sui dati economici esteri.

I rendimenti dei titoli di Stato si sono notevolmente ridotti in diversi paesi, soprattutto in ragione dell'affievolimento dell'incertezza politica a partire dalla fine di aprile, e anche delle prospettive economiche in miglioramento. Fra i vari paesi si è oscillato tra ribassi di pochi punti base e ribassi di circa 120 punti base in Grecia e Portogallo. Anche i differenziali fra il rendimento dei titoli di Stato e il tasso OIS hanno nel complesso subito una contrazione, in particolare a partire dalla seconda metà di aprile (cfr. grafico 5).

Grafico 5

Differenziali fra il rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS dell'area dell'euro

(valori percentuali annualizzati)



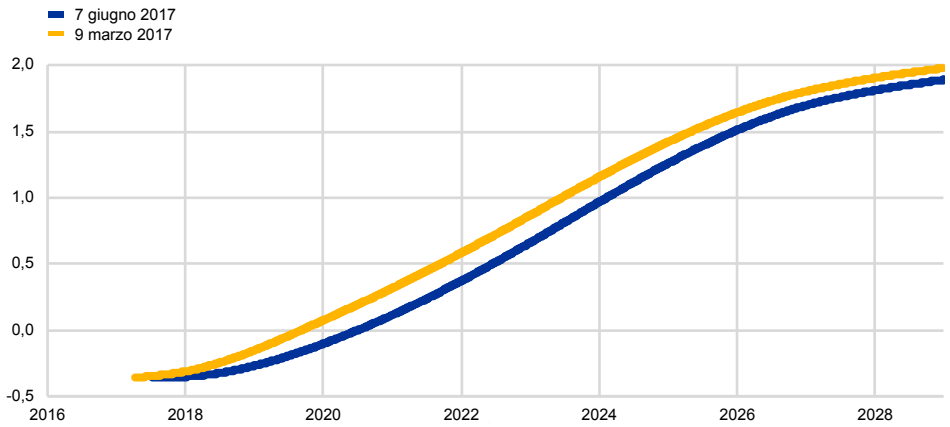
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS dal rendimento del titolo di Stato. Per l'area dell'euro, si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. L'ultima rilevazione è del 7 giugno 2017.

La curva a termine dell'Eonia (Euro Overnight Index Average) si è spostata verso il basso di poco più di dieci punti base in media sulle varie scadenze rispetto all'inizio di marzo (cfr. grafico 6). L'iniziale andamento al rialzo della curva, protrattosi fino a circa metà marzo, è stato più che compensato nella restante parte del periodo in esame. Nel complesso, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso di 13 punti base in media, con un calo di circa 20 punti base per scadenze che vanno approssimativamente dai tre ai cinque anni. Per contro, i tassi a termine per le scadenze fino a due anni sono scesi in misura piuttosto marginale. Il profilo della curva al 7 giugno indica che gli operatori di mercato continuano ad attendersi un periodo prolungato di tassi Eonia negativi, fino a circa la metà del 2020, senza considerare nuove riduzioni del tasso sui depositi presso la banca centrale.

Grafico 6

Tassi a termine Eonia

(valori percentuali annualizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

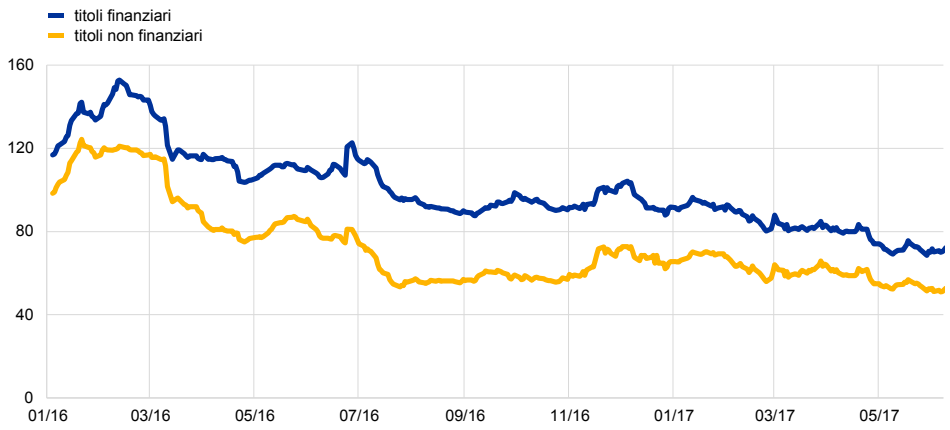
L'Eonia si è collocato intorno a -35 punti base nel periodo in rassegna. Il 5 giugno ha toccato un minimo storico pari a -37,3 punti base in un contesto di modesti volumi di scambio per effetto di festività nazionali in diversi paesi. La liquidità in eccesso è aumentata di oltre 305 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.670 miliardi. Tale aumento è ascrivibile sia all'ultima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine della BCE (OMRLT-II), sia agli acquisti effettuati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie. Le condizioni di liquidità sono illustrate in maggiore dettaglio nel riquadro 3.

I differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie (SNF) sono diminuiti in misura marginale durante il periodo in esame (cfr. grafico 7). Il 7 giugno i differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade (per le categorie di rating AA, A e BBB) erano in media inferiori di nove punti base rispetto

Grafico 7

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione è del 7 giugno 2017.

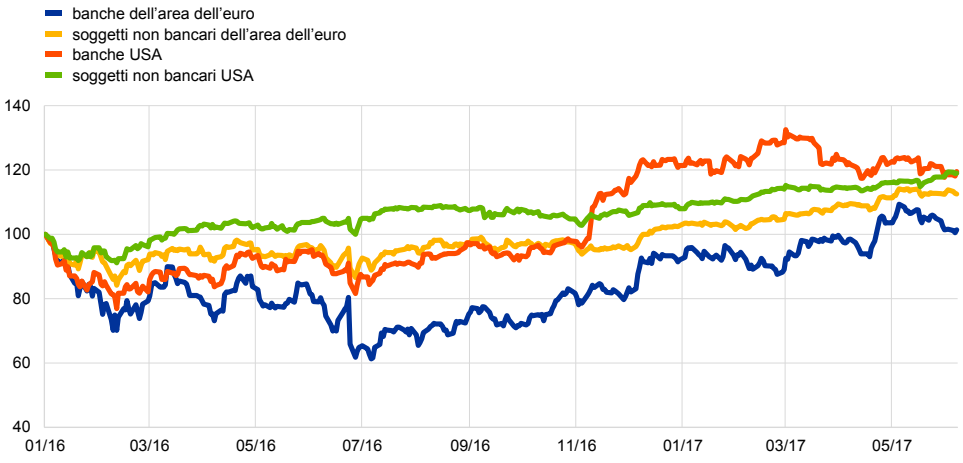
all'inizio di marzo e inferiori di circa 30 punti base rispetto ai differenziali registrati a marzo 2016, quando il Consiglio direttivo ha annunciato il lancio del CSPP. Nel periodo in rassegna i differenziali sulle obbligazioni di tipo non investment grade delle SNF e del settore finanziario (che sono escluse dal CSPP) si sono parimenti ridotti, rispettivamente di 26 e 5 punti base.

Dagli inizi di marzo le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono salite (cfr. grafico 8), mantenendo pertanto la tendenza osservata dalla metà del 2016 circa. Alla fine del periodo in rassegna le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro erano di circa il 7,5 per cento più elevate rispetto all'inizio del periodo, mentre i prezzi sono cresciuti del 5,5 per cento per le società finanziarie. A seguito dei recenti andamenti positivi nei mercati azionari dell'area dell'euro, i prezzi delle azioni bancarie attualmente si collocano su livelli che nel complesso sono saliti di circa il 65 per cento rispetto ai minimi registrati all'indomani del referendum britannico sull'appartenenza all'UE, nel giugno del 2016 (cfr. grafico 8). Come nel caso delle obbligazioni, l'incertezza politica ha influenzato anche gli andamenti dei mercati azionari dell'area dell'euro, che hanno perlopiù subito oscillazioni prima del risultato del primo turno delle elezioni presidenziali in Francia, ma che hanno poi registrato considerevoli rialzi nel periodo a seguire. Dall'inizio del mese di marzo le quotazioni azionarie delle SNF sono salite anche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, sebbene in misura minore rispetto all'area dell'euro. In confronto all'area dell'euro, in tutti e tre questi paesi le quotazioni azionarie delle società finanziarie hanno registrato un andamento addirittura peggiore rispetto alle quotazioni delle SNF. Le aspettative del mercato circa la volatilità delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno segnato un aumento significativo prima delle elezioni presidenziali francesi, fino a circa il 23 per cento, per tornare però dopo il voto a livelli lievemente inferiori rispetto a quelli osservati all'inizio di marzo, vale a dire intorno al 13 per cento. Negli Stati Uniti le aspettative sulla volatilità delle quotazioni azionarie sono scese nel complesso a livelli inferiori al 9 per cento.

Grafico 8

Indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(1° gennaio 2016 = 100)



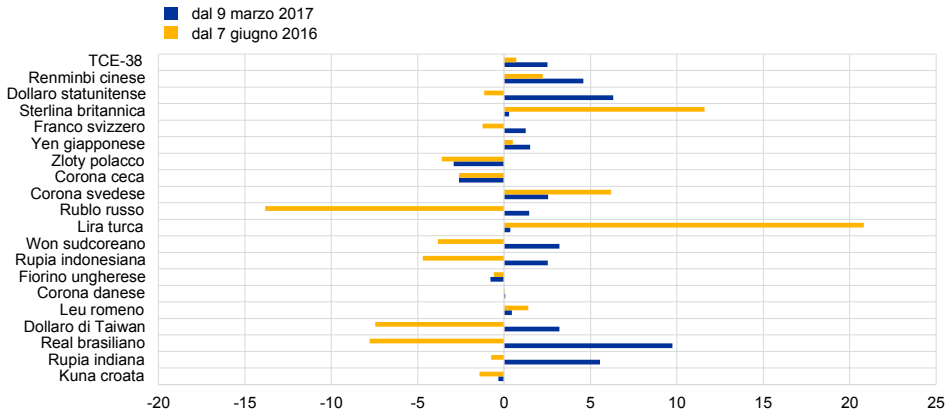
Fonti: Thomson Reuters, indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione è del 7 giugno 2017.

Riguardo ai mercati dei cambi, dall'inizio di marzo l'euro si è apprezzato del 2,5 per cento su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9). In particolare, l'euro si è apprezzato nei confronti della maggior parte delle altre principali valute, riflettendo alcune sorprese positive che si sono registrate nell'economia dell'area dell'euro. In termini bilaterali, a partire dal 9 marzo, l'euro ha guadagnato il 6,3 per cento nei confronti del dollaro USA, il 4,6 per cento nei confronti del renminbi cinese, l'1,5 per cento nei confronti dello yen giapponese e l'1,3 per cento nei confronti del franco svizzero. L'euro si è altresì apprezzato nei confronti delle valute di gran parte delle economie emergenti, nonché delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione delle valute di alcuni Stati membri che si trovano nell'Europa centrale e orientale, fra cui la corona ceca, lo zloty polacco e il fiorino ungherese, nei confronti delle quali si è invece indebolito.

Grafico 9

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 valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate applicando i tassi di cambio vigenti il 7 giugno 2017.

3 Attività economica

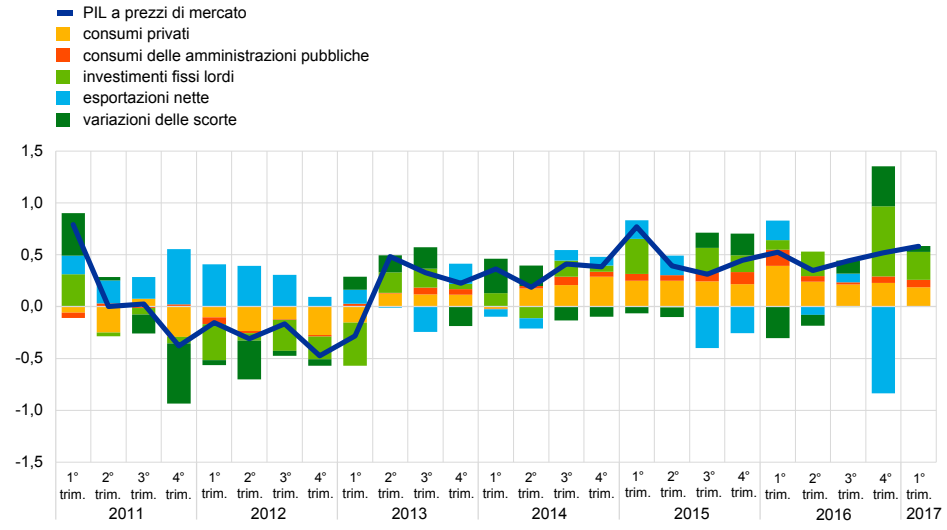
L'espansione economica continua a consolidarsi e a estendersi a vari settori e paesi. La crescita dell'area dell'euro è sostenuta principalmente dalla domanda interna, benché alcune spinte positive provenienti dal contesto esterno contribuiscano in maniera sempre maggiore al miglioramento delle prospettive. Indicatori a breve come le indagini congiunturali confermano una robusta dinamica espansiva nel prossimo periodo. Rispetto all'esercizio di marzo 2017, le proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema sono state riviste al rialzo e prevedono una crescita del PIL reale nell'area dell'euro dell'1,9 per cento nel 2017, dell'1,8 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019.

L'espansione economica nell'area dell'euro si sta rafforzando, sostenuta principalmente dalla domanda interna. Nel primo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,5 per cento nel quarto trimestre del 2016 (cfr. grafico 10). L'espansione dell'economia dell'area dell'euro prosegue per il quarto anno consecutivo e la crescita si è rafforzata ulteriormente estendendosi a vari settori e paesi, trainata ancora, nel primo trimestre del 2017, dalla domanda interna; le variazioni delle scorte vi hanno contribuito positivamente, mentre l'apporto dell'interscambio netto non è stato determinante. Per quanto concerne la produzione, l'attività economica è stata principalmente sostenuta dalla robusta crescita nei settori delle costruzioni e dei servizi, mentre il valore aggiunto nel settore industriale (escluse le costruzioni) è cresciuto a un ritmo più contenuto.

Grafico 10

PIL reale e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2017. Le sensibili variazioni negli investimenti fissi lordi e nelle esportazioni nette nel quarto trimestre del 2016 rispecchiano in gran parte la movimentazione di risorse da parte di un numero ristretto di grandi operatori economici in Irlanda.

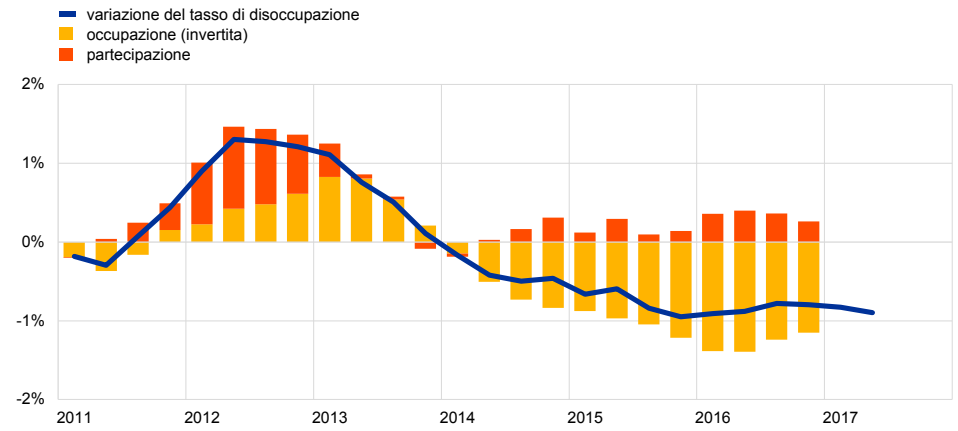
La ripresa è particolarmente evidente nei mercati del lavoro dell'area dell'euro, malgrado la persistente considerevole capacità produttiva inutilizzata. La crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è proseguita nel quarto trimestre del 2016, mantenendosi a un livello dell'1,2 per cento superiore a quello registrato un

anno prima. I dati desunti dalle indagini disponibili fino a maggio suggeriscono ulteriori miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro. La disoccupazione nell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel 2017 dopo aver raggiunto il livello massimo all'inizio del 2013. Ad aprile il tasso di disoccupazione era pari al 9,3 per cento, il valore più basso da marzo 2009. Si conferma la generalizzata tendenza alla diminuzione dei tassi di disoccupazione, malgrado il continuo incremento della partecipazione al mercato del lavoro dell'area dell'euro (cfr. grafico 11), sorretta in particolare dalla crescente partecipazione dei lavoratori più anziani. Inoltre, misure più ampie della disoccupazione mostrano ancora una elevata capacità produttiva inutilizzata nei mercati del lavoro dell'area dell'euro, benché il divario fra dette misure e il tasso di disoccupazione complessivo si sia ridotto recentemente in ragione di una modesta diminuzione sia del numero dei lavoratori scoraggiati, sia di quello dei lavoratori sottoccupati[1].

Grafico 11

Scomposizione della diminuzione della disoccupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016 per il tasso di occupazione e partecipazione e ad aprile 2017 per il tasso di disoccupazione.

I miglioramenti registrati nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno accresciuto il reddito reale disponibile delle famiglie e agevolato la spesa per consumi. I consumi privati hanno continuato a beneficiare della crescita costante dei redditi da lavoro, che costituisce la determinante principale del reddito disponibile delle famiglie, e di un tasso di risparmio di queste ultime sostanzialmente stabile. Anche il miglioramento delle condizioni del credito bancario, rafforzato dalle misure di politica monetaria della BCE, ha continuato a sostenere la spesa delle famiglie. Dal momento che i bassi tassi di interesse hanno effetti sia sul reddito da interessi delle famiglie, sia sui loro esborsi per interessi, essi tendono ad avere un effetto redistributivo dai risparmiatori netti ai prenditori netti. Poiché questi ultimi in genere mostrano una maggiore propensione marginale al consumo, tale effetto redistributivo dovrebbe sostenere ulteriormente i consumi privati aggregati. La fiducia dei consumatori, che è cresciuta ancora a maggio per il terzo mese consecutivo, resta

[1] Cfr. il riquadro *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

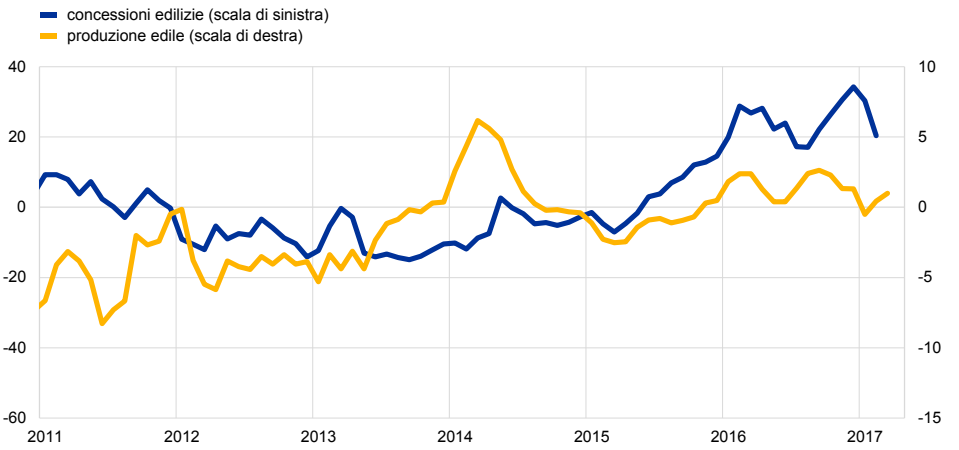
ben al di sopra del suo livello medio di lungo termine, indicando una forte dinamica di fondo della spesa per consumi. Inoltre anche la ricchezza netta delle famiglie, che riflette l'evoluzione della ricchezza finanziaria e immobiliare, dovrebbe contribuire positivamente ai consumi privati.

La ripresa del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro sta fornendo un crescente sostegno allo slancio espansivo. Benché nell'area dell'euro essa sia stata più tardiva e molto più debole della ripresa dell'attività economica complessiva, essa ha recentemente acquisito slancio. Pur partendo da livelli molto bassi in alcuni paesi, essa è stata sostenuta dalla forte crescita del reddito disponibile delle famiglie, da condizioni di finanziamento favorevoli e da una maggiore preferenza per gli investimenti nell'edilizia residenziale, a fronte dei bassi rendimenti delle attività fruttifere di interessi. Inoltre, i processi di aggiustamento dei mercati degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'area dell'euro sembrano essersi conclusi ed è cresciuta sensibilmente la fiducia nel settore delle costruzioni. L'incremento delle concessioni edilizie (cfr. grafico 12), la crescente domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni e le migliori condizioni di finanziamento da parte delle banche dovrebbero continuare a sostenere la tendenza al rialzo che caratterizza attualmente gli investimenti in costruzioni e che interessa tutti i paesi dell'area dell'euro.

Grafico 12

Concessioni edilizie e produzione nelle costruzioni

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: dati elaborati a partire da medie mobili di tre mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2017 per le concessioni edilizie e a marzo 2017 per la produzione nelle costruzioni.

Gli investimenti delle imprese proseguono la loro graduale ripresa. La produzione industriale nel settore dei beni di investimento, che tipicamente richiede ingenti investimenti, ha registrato una modesta crescita dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2017. Nel contempo, i dati disponibili per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro indicano un considerevole aumento degli investimenti non legati alle costruzioni. Inoltre, il clima di fiducia delle imprese in questo settore è ulteriormente migliorato sulla scia di aspettative di produzione molto favorevoli, di un aumento degli ordini e di un'inversione di tendenza delle

aspettative sui prezzi di vendita, mentre l'utilizzo della capacità è cresciuto ancora attestandosi su livelli superiori a quelli medi pre-crisi. Secondo l'ultima indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea, lo scenario relativo agli investimenti nell'area dell'euro per il 2017 è migliorato.

In prospettiva è attesa una prosecuzione della ripresa degli investimenti delle imprese. Essa sarà sostenuta da diversi fattori, tra cui condizioni di finanziamento ancora molto positive, favorite dalla politica monetaria molto accomodante condotta dalla BCE, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo vari anni di investimenti contenuti, tassi di utilizzo della capacità superiori alla media e margini di profitto elevati nel settore non finanziario. Inoltre la sensibile ripresa dei corsi azionari negli ultimi anni e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno fatto scendere l'indice di leva finanziaria (il rapporto fra debito e attività totali) a minimi storici (per una rassegna sull'evoluzione della riduzione totale della leva finanziaria nel settore privato cfr. il riquadro 5 *Indebitamento del settore privato e riduzione della leva finanziaria nei paesi dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). Si prevede tuttavia che alcuni fattori continuino a gravare sulle prospettive concernenti gli investimenti delle imprese. Fra questi vi sono le aspettative di un potenziale di crescita a lungo termine più debole rispetto al passato, le rigidità nei mercati dei prodotti e l'adeguamento in corso alle modifiche del contesto normativo. Inoltre, la scarsa redditività degli enti creditizi e l'entità ancora elevata di crediti deteriorati nei bilanci degli stessi in diversi paesi continuano a pesare sulla capacità di intermediazione delle banche e, di conseguenza, sul finanziamento degli investimenti aziendali nel breve periodo.

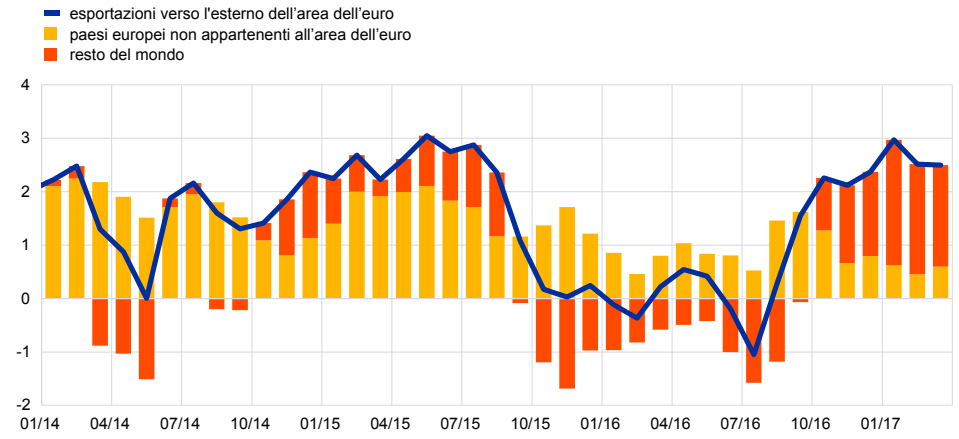
Il miglioramento del contesto esterno ha portato a una ripresa della dinamica delle esportazioni dell'area dell'euro. I dati sull'interscambio mensile fino a marzo 2017 indicano una crescita continua delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro a seguito di un andamento piuttosto sostenuto nel quarto trimestre del 2016. Ciò sembra preludere a prospettive positive per la crescita complessiva, in quanto l'aumento delle esportazioni è stato trainato in misura sempre crescente da una più forte domanda sia in Europa che nel resto del mondo. In particolare negli ultimi tre mesi sono fortemente cresciute le esportazioni dirette in Cina, Stati Uniti e Russia. Tale tendenza è in netto contrasto con l'andamento riscontrato negli ultimi tre anni, in cui le esportazioni sono state principalmente sorrette dal commercio intraeuropeo (cfr. grafico 13), e riflette la sempre più diffusa ripresa globale dell'interscambio. Le indagini e i nuovi ordini dall'estero con effetto sul secondo trimestre del 2017 segnalano una sostenuta dinamica delle esportazioni nel breve periodo. In un orizzonte di più lungo termine, ci si attende che le esportazioni registrino un aumento in seguito al rafforzamento dell'interscambio mondiale. I rischi per il commercio restano comunque elevati e principalmente legati a un aumento del protezionismo, suscettibile di ostacolare la crescita mondiale.

Complessivamente i risultati delle indagini indicano una solida crescita dell'attività nel secondo trimestre del 2017. L'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e l'indice composito dei responsabili

Grafico 13

Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi, medie mobili di tre mesi e contributi in punti percentuali)



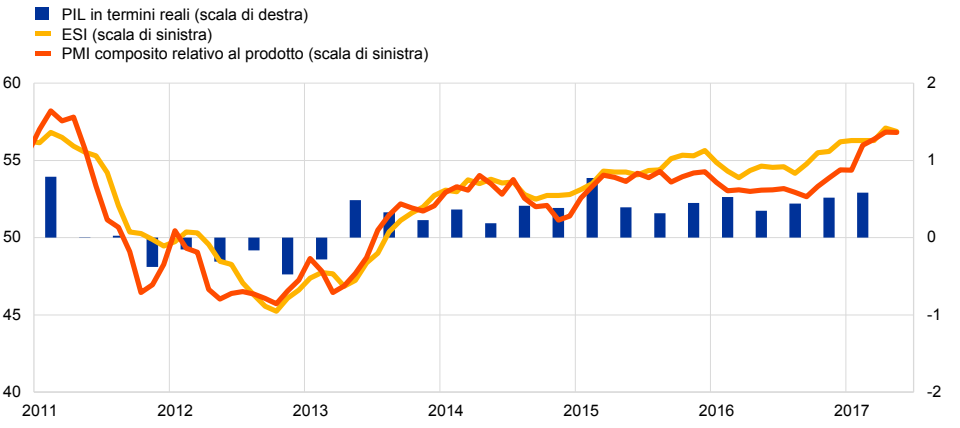
Fonte: Eurostat.
Nota: i dati riguardano i volumi e le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2017.

degli acquisti (PMI) hanno registrato incrementi generalizzati nei primi quattro mesi dell'anno. A maggio entrambi gli indicatori si attestavano ai livelli massimi post-crisi o a livelli analoghi, pur avendo registrato una diminuzione rispetto ad aprile. La loro crescita nei primi due mesi del secondo trimestre del 2017 riflette essenzialmente le migliori aspettative legate ai livelli futuri della produzione e degli ordini ed entrambi si trovano ora al di sopra delle loro medie di lungo periodo (cfr. grafico 14).

Grafico 14

PIL reale dell'area dell'euro, PMI composito relativo al prodotto e indice del clima economico (ESI)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, saldi percentuali normalizzati e indici di diffusione)



Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2017 per il PIL in termini reali e a maggio 2017 per l'ESI e il PMI.

L'attuale espansione dell'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE che vengono trasmesse all'economia reale. La domanda interna dovrebbe essere sostenuta da diversi fattori positivi. Le condizioni di finanziamento molto favorevoli e i bassi

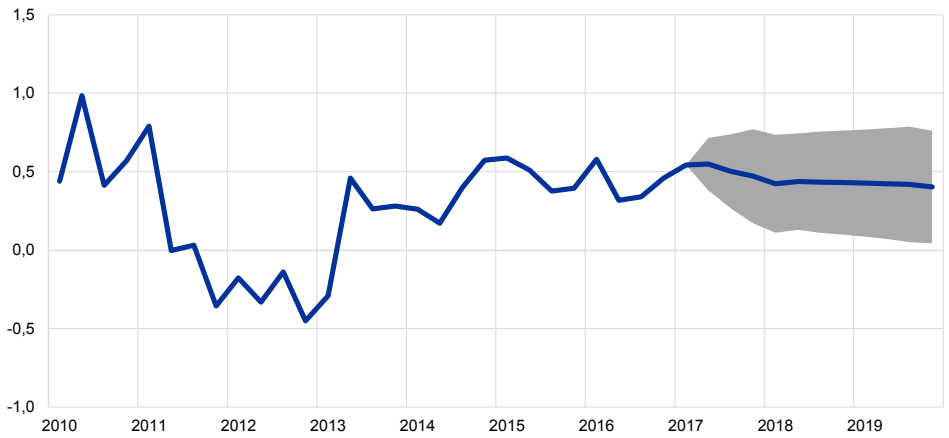
tassi di interesse continuano a promuovere la ripresa degli investimenti in presenza di un aumento dei profitti e di ridotte necessità di riduzione della leva finanziaria. La crescita dei consumi privati dovrebbe beneficiare di un ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, in parte dovuto alle riforme che vi sono state realizzate. Le esportazioni saranno favorite dagli effetti positivi della ripresa ciclica all'esterno dell'area dell'euro, che probabilmente si rafforzeranno. Tuttavia, malgrado i miglioramenti in corso, ci si attende che la crescita economica nell'area sia rallentata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dagli aggiustamenti di bilancio che devono ancora essere realizzati in diversi settori.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel giugno 2017 prevedono una crescita del PIL in termini reali dell'1,9 per cento nel 2017, dell'1,8 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019 (cfr. grafico 15). Rispetto all'esercizio condotto a marzo, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste lievemente al rialzo e i rischi per la crescita nell'area dell'euro sono sostanzialmente bilanciati. Da un lato, l'attuale dinamica positiva del ciclo accresce la probabilità di una ripresa economica più vigorosa rispetto alle attese. Dall'altro, persistono rischi al ribasso legati a fattori in gran parte globali (cfr. il riquadro 1 *L'evoluzione recente dei rischi globali – una valutazione*, in questo numero del Bollettino economico).

Grafico 15

PIL dell'area dell'euro in termini reali (incluse le proiezioni)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel giugno 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 giugno 2017.
Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel testo *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicato dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile sul suo sito Internet.

4 Prezzi e costi

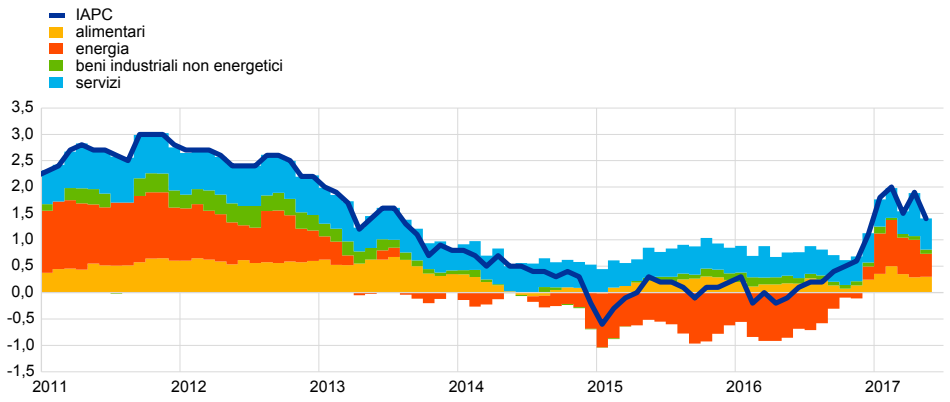
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è calata a maggio all'1,4 per cento, dall'1,9 di aprile. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva dovrebbe oscillare attorno ai livelli attuali. Guardando oltre la volatilità dell'ultimo periodo, l'inflazione di fondo non ha ancora mostrato segnali convincenti di ripresa e dovrebbe aumentare solo gradualmente nel medio termine. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate nel giugno 2017 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,3 nel 2018 e dell'1,6 nel 2019.

L'inflazione complessiva è diminuita a maggio. I recenti movimenti dei corsi petroliferi e la cadenza delle festività pasquali hanno fatto sì che nei mesi recenti l'inflazione complessiva sia stata alquanto volatile. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, è scesa a maggio 2017 all'1,4 per cento, dopo l'1,9 di aprile e l'1,5 di marzo. La diminuzione di maggio era stata prevista per due principali ragioni. In primo luogo, l'inflazione dei servizi ha evidenziato una brusca flessione, attenuando il forte rialzo di aprile, a causa dell'impatto sulla variazione sui dodici mesi della diversa cadenza delle festività pasquali nel 2017 rispetto al 2016. In secondo luogo, l'inflazione dei beni energetici è diminuita in ragione di un effetto base negativo associato al forte aumento dei corsi dell'energia un anno prima e alle ulteriori pressioni al ribasso derivanti dal calo dei prezzi del petrolio nei mesi recenti.

Grafico 16

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.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2017 (stime rapide).

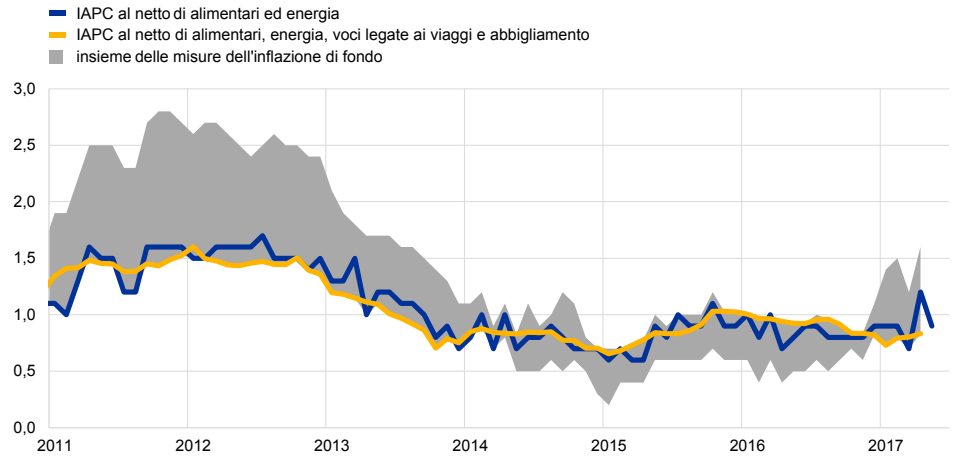
L'inflazione di fondo non ha ancora mostrato robusti segnali di aggiustamento al rialzo. Nei mesi recenti alcune misure dell'inflazione di fondo sono state sbilanciate per fattori temporanei quali la cadenza delle festività pasquali e l'impatto delle recenti fluttuazioni dei corsi del petrolio sulle componenti dell'inflazione dei servizi legate ai viaggi (in particolare nel caso dei pacchetti vacanze). In tale quadro, la stima preliminare dell'Eurostat per maggio indica che l'inflazione misurata sullo

IAPC al netto di alimentari ed energia si è collocata sullo 0,9 per cento, contro l'1,2 in aprile e lo 0,7 in marzo, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento si è mantenuta sostanzialmente stabile in aprile. Il persistente livello modesto dell'inflazione di fondo 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. Dal momento che le variazioni dell'inflazione di fondo sono più strettamente connesse alle dinamiche dell'inflazione a medio termine, per un aggiustamento durevole dell'inflazione complessiva sono essenziali segnali convincenti di aggiustamento al rialzo.

Grafico 17

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo comprende: lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, lo IAPC al netto di alimentari ed energia, lo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento, la media troncata del 10 per cento, la media troncata del 30 per cento, la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le osservazioni più recenti si riferiscono a maggio 2017 (IAPC al netto di alimentari ed energia, stima rapida) e ad aprile 2017 (tutte le altre misure).

Si sono accumulate pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di produzione e di formazione dei prezzi. La trasmissione del forte rialzo dei prezzi alla produzione dei beni intermedi ai prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari appare ancora debole (cfr. grafico 18). Per effetto della forte ripresa dell'inflazione alla produzione dei beni non energetici a livello mondiale, iniziata a metà del 2016, nell'area dell'euro l'inflazione alla produzione dei beni intermedi sui dodici mesi continua a rafforzarsi, salendo dal minimo del -2,9 per cento di aprile 2016 per collocarsi al 4 per cento ad aprile 2017. Sulla base di regolarità storiche, un miglioramento durevole dei prezzi alla produzione dei beni intermedi già implicherebbe una leggera ripresa dell'inflazione dei beni di consumo non alimentari[1]. Tuttavia, nonostante il rialzo dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e l'ulteriore aumento dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari, saliti dallo 0,1 per cento di gennaio 2017 all'1,1 per cento di aprile, l'inflazione alla produzione

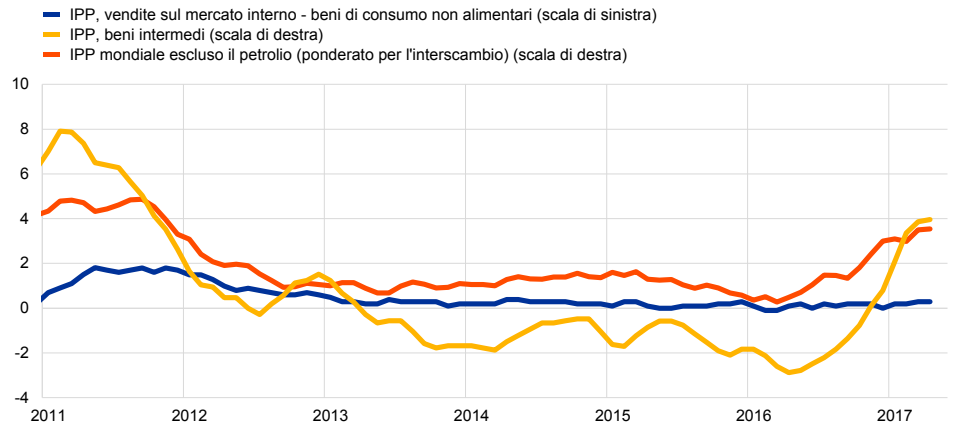
[1] Cfr. anche l'analisi contenuta nel riquadro intitolato *Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione*, nel numero 3/2017 di questo bollettino.

dei beni di consumo non alimentari sui dodici mesi rimane contenuta, attestandosi sullo 0,3 per cento in marzo e aprile. Un motivo possibile della debole inflazione misurata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP), malgrado le pressioni crescenti sui prezzi nelle prime fasi della catena di produzione e di formazione dei prezzi, è la compressione dei margini.

Grafico 18

Prezzi alla produzione mondiali, intermedi e interni

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2017.

La crescita dei salari nell'area dell'euro rimane su livelli modesti. La crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato così come la crescita dei redditi per ora lavorata sono leggermente salite verso la fine del 2016. Gli ultimi dati relativi alla crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro (1,4 per cento nel primo trimestre del 2017, in lieve calo rispetto all'1,5 per cento del trimestre precedente) non indica ulteriori spinte al rialzo all'inizio del 2017. La crescita salariale complessiva rimane contenuta rispetto alle medie storiche. Ciò potrebbe essere ricondotto all'eccesso di offerta sul mercato del lavoro, ancora significativo secondo misure più ampie di sottoutilizzo del mercato del lavoro[2], alla bassa inflazione, alla crescita debole della produttività e al protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate in alcuni paesi durante la crisi finanziaria.

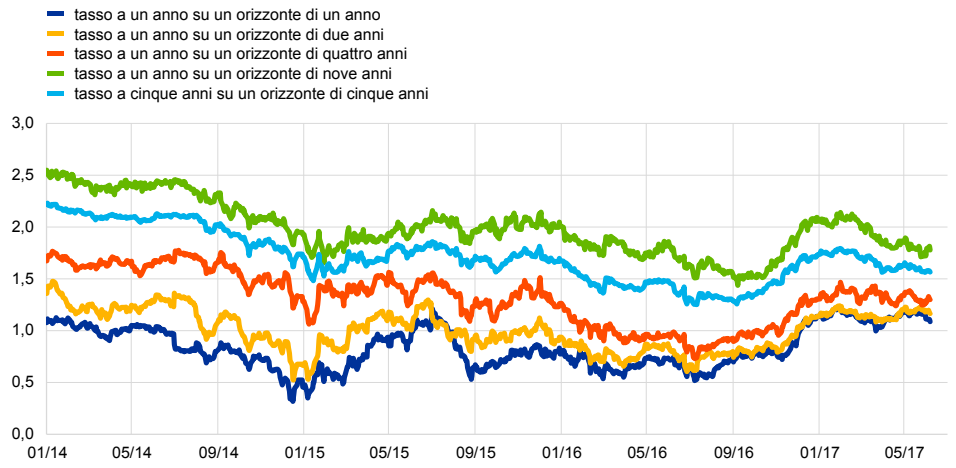
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati hanno registrato una lieve diminuzione, mentre quelle basate sulle indagini campionarie sono rimaste stabili. Le misure desunte dai mercati sono scese per tutte le scadenze (cfr. grafico 19). Il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale il 7 giugno si collocava all'1,57%, leggermente al di sotto dei livelli osservati a fine aprile. Per contro, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini per l'area dell'euro permangono invariate all'1,8%, secondo quanto segnalato dalla Survey of Professional Forecasters della BCE per il secondo trimestre del 2017.

[2] Cfr. il riquadro *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

Grafico 19

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



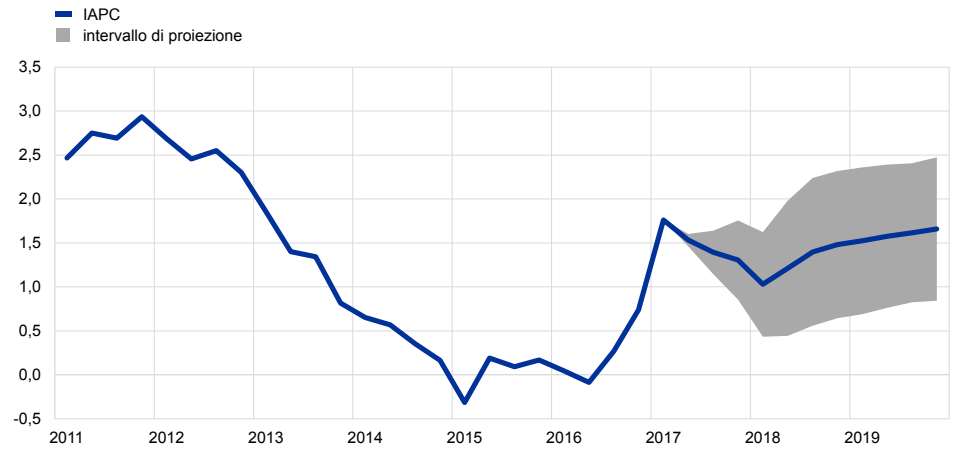
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 7 giugno 2017.

In prospettiva, ci si attende che l'aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro risulti lievemente inferiore rispetto a quanto precedentemente previsto. Sulla scorta delle informazioni disponibili a metà maggio, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema anticipano un incremento dell'inflazione armonizzata dallo 0,2 nel 2016 all'1,5 per cento nel 2017, all'1,3 nel 2018 e all'1,6 nel 2019 (cfr. grafico 20)[3]. Il profilo a V dell'inflazione complessiva nell'orizzonte temporale di proiezione deriva principalmente da un notevole contributo positivo dell'inflazione

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 giugno 2017.

[3] Cfr. l'articolo *Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2017*, pubblicato sul sito internet della BCE l'8 giugno 2017.

armonizzata dei beni energetici nel 2017, che registra un consistente calo nel 2018. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di marzo degli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state corrette al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2017 e il 2018 e di 0,1 punti percentuali per il 2019. La revisione al ribasso rispecchia in prevalenza le minori quotazioni del greggio.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mostrare un incremento solo graduale nel medio termine. Si prevede un aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dallo 0,9 per cento nel 2016 all'1,1 nel 2017, fino a raggiungere rispettivamente l'1,4 e l'1,7 nel 2018 e nel 2019. Una delle cause principali di questa graduale crescita è il previsto aumento dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto con il progredire e il consolidarsi della ripresa. La diminuzione dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro e il graduale venir meno dei fattori legati alla crisi, responsabili del rallentamento della dinamica salariale negli ultimi anni, dovrebbero portare a un rafforzamento della crescita del reddito per occupato e, in ragione di una previsione di ripresa più modesta della produttività, del costo del lavoro per unità di prodotto. Il recupero dei prezzi del petrolio dall'inizio del 2016 dovrebbe inoltre gravare indirettamente in qualche misura su queste spinte al rialzo sui costi, attraverso maggiori costi di produzione e le loro ripercussioni sui salari nominali.

5 Moneta e credito

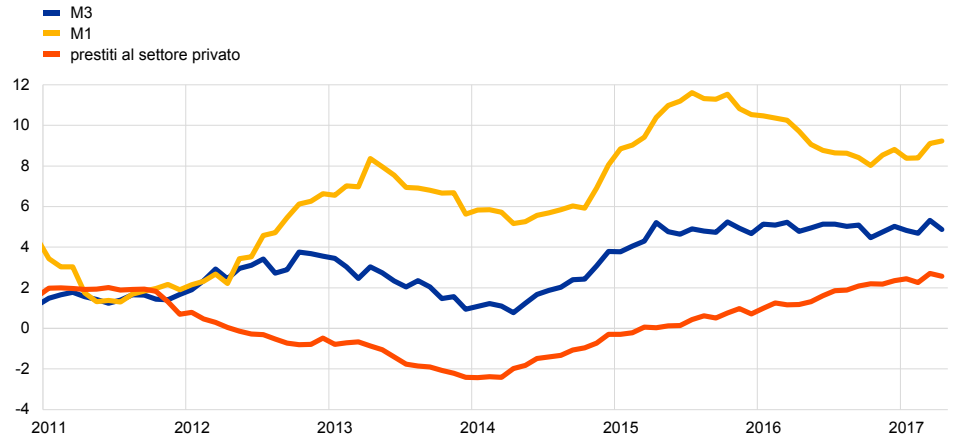
La crescita dell'aggregato monetario ampio continua a espandersi a un ritmo sostenuto, mentre prosegue la ripresa della dinamica dei prestiti al settore privato osservata a partire dall'inizio del 2014. Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie si sia ulteriormente rafforzato nel primo trimestre del 2017.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta nel primo trimestre del 2017 e in aprile, mantenendo il ritmo osservato sin dalla metà del 2015. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 4,9 per cento in aprile (cfr. grafico 21). Il basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, oltre all'effetto delle misure di politica monetaria della BCE, ha continuato a sostenere l'espansione dell'aggregato monetario. Come nei mesi precedenti, la crescita annua di M3 è stata principalmente supportata dalle sue componenti più liquide; l'espansione sui dodici mesi di M1 è avvenuta a un tasso del 9,2 per cento in aprile (in risalita dopo l'8,8 per cento di dicembre 2016).

Grafico 21

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.
Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo all'espansione di M3. In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie (SNF) è rimasto sostenuto nel primo trimestre del 2017 e in aprile, portandosi rispettivamente all'11,4 e al 10,6 per cento. Il volatile tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dagli intermediari finanziari (escluse le IFM) è aumentato in marzo e aprile. Il tasso di espansione sul periodo corrispondente di banconote e monete in circolazione è salito leggermente, escludendo segnali che il settore detentore di moneta stia sostituendo i depositi con circolante in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno

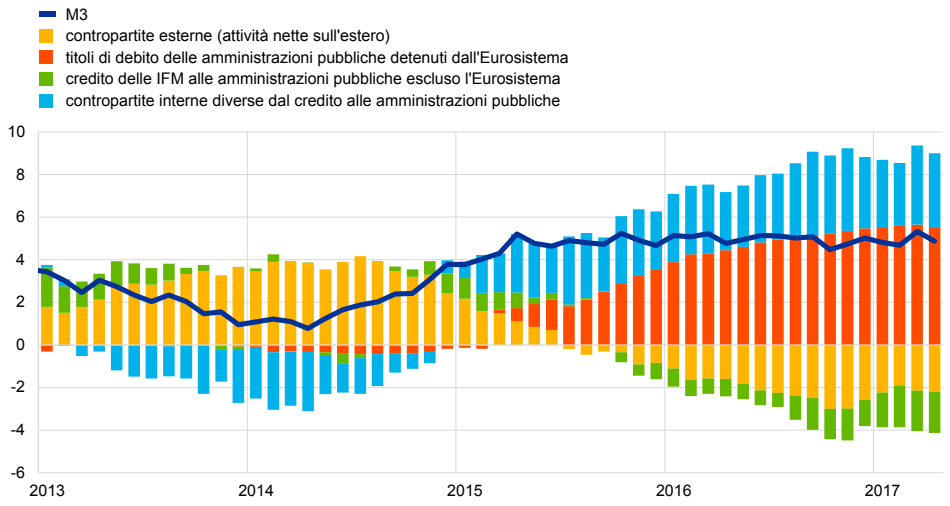
continuato ad avere un impatto negativo su M3 nel primo trimestre e in aprile. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), una componente esigua di M3, è stato sostenuto nel primo trimestre del 2017, supportato in prevalenza dalla robusta crescita delle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari, per poi rallentare ad aprile.

Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio dal punto di vista delle contropartite di M3 (cfr. grafico 22). Fra le contropartite di M3, gli acquisti di titoli di debito pubblici da parte dell'Eurosistema (cfr. l'area rossa delle barre nel grafico 22), specie nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) della BCE, hanno fornito un contributo positivo all'espansione di M3. È inoltre proseguito il sostegno alla crescita di M3 da parte delle contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche (cfr. l'area blu delle barre nel grafico 22). Ciò è stato dovuto alla continua ripresa del credito al settore privato, congiuntamente al perdurare della contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. Tali passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) – il cui tasso di variazione sui dodici mesi risulta negativo dal secondo trimestre 2012 – hanno continuato a contrarsi nel primo trimestre del 2017 e in aprile. Il tasso di crescita tendenziale negativo è in parte ascrivibile all'effetto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II) della BCE, che potrebbero fungere da sostituto della raccolta bancaria a più lunga scadenza basata sul mercato e ridurre l'attrattiva per gli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine. Allo stesso tempo, le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (ad esclusione dell'Eurosistema) hanno contribuito alla contrazione sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti e hanno frenato l'espansione di M3 (cfr. l'area verde delle barre nel grafico 22).

Grafico 22

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

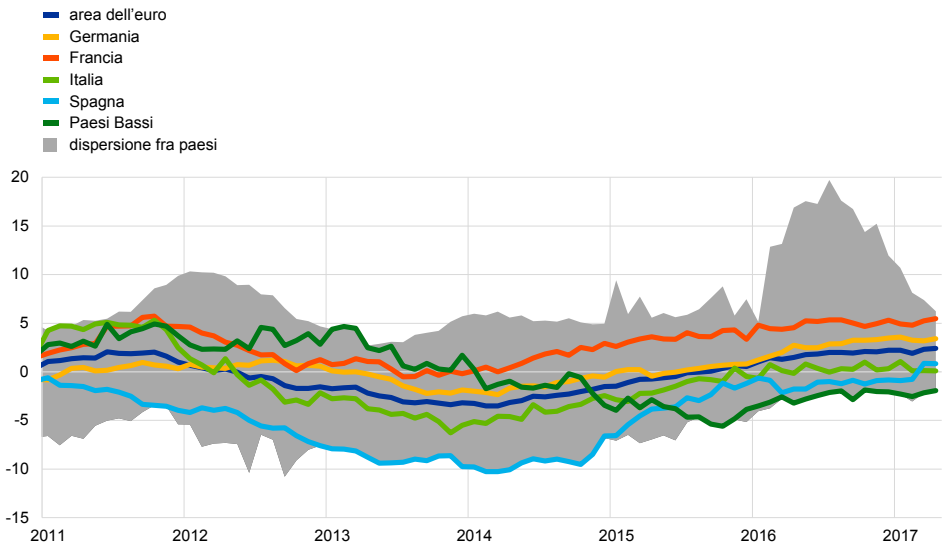
Le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso sulla crescita tendenziale di M3 registrando un lieve flusso mensile negativo nel primo trimestre del 2017 e in aprile. Ciò ha comportato un leggero aumento della pressione al ribasso esercitata sulla crescita tendenziale di M3 (cfr. l'area gialla delle barre nel grafico 22). Questo andamento riflette il perdurare di deflussi di capitale dall'area dell'euro. La cessione di titoli di Stato dell'area dell'euro nel quadro del PSPP da parte di soggetti non residenti sembra aver offerto un contributo a tale tendenza (cfr. anche il riquadro intitolato *Quali settori hanno venduto i titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema?*).

Prosegue la ripresa della dinamica dei prestiti al settore privato osservata a partire dall'inizio del 2014. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è aumentato nel primo trimestre dell'anno e nel mese di aprile (cfr. grafico 21). In tutti i settori, la crescita tendenziale nei prestiti alle SNF si è ulteriormente rafforzata, portandosi al 2,4 per cento in aprile (cfr. grafico 23). Nel complesso, la crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal livello minimo raggiunto nel primo trimestre del 2014. Tale andamento è stato diffuso tra i maggiori paesi, sebbene i tassi di crescita dei prestiti rimangano negativi in alcuni di essi. Il tasso di espansione annuale dei prestiti alle famiglie è aumentato nel primo trimestre del 2017 ed è rimasto invariato, al 2,4 per cento, in aprile (cfr. grafico 24). Hanno favorito tali tendenze la netta flessione dei tassi sul finanziamento bancario osservata per l'insieme dell'area dell'euro dall'estate 2014 (da ascriversi in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e i miglioramenti complessivi nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se i crediti deteriorati in alcuni paesi permangono su livelli elevati e potrebbero limitare il credito bancario.

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

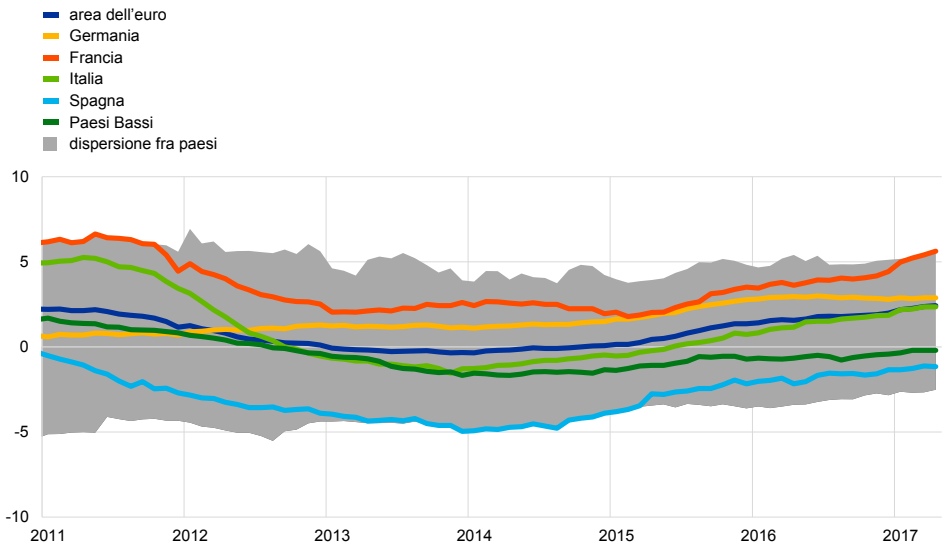


Fonte: BCE.
Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come valore minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



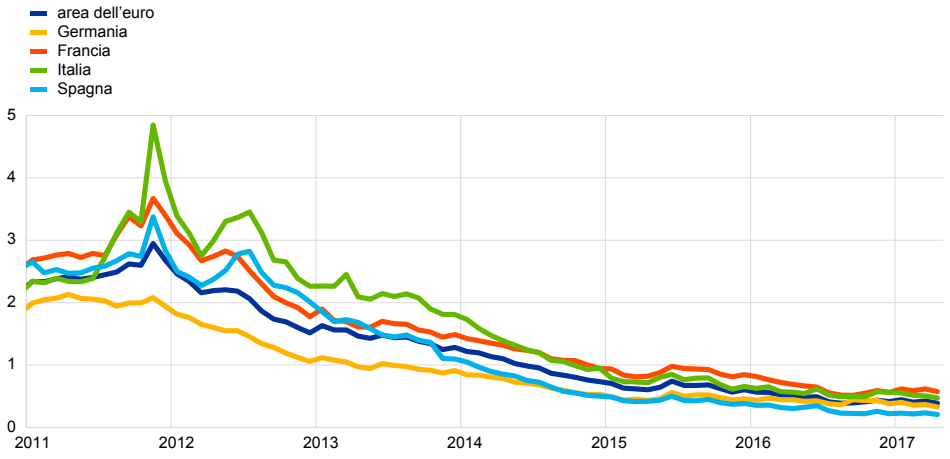
Fonte: BCE.
Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come valore minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso leggermente nel primo trimestre del 2017 e in aprile (cfr. grafico 25) a seguito di una riduzione dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, mentre il costo dei depositi è rimasto stabile. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche si mantiene su livelli storicamente bassi. Hanno contribuito al crearsi di queste

Grafico 25

Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

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



Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

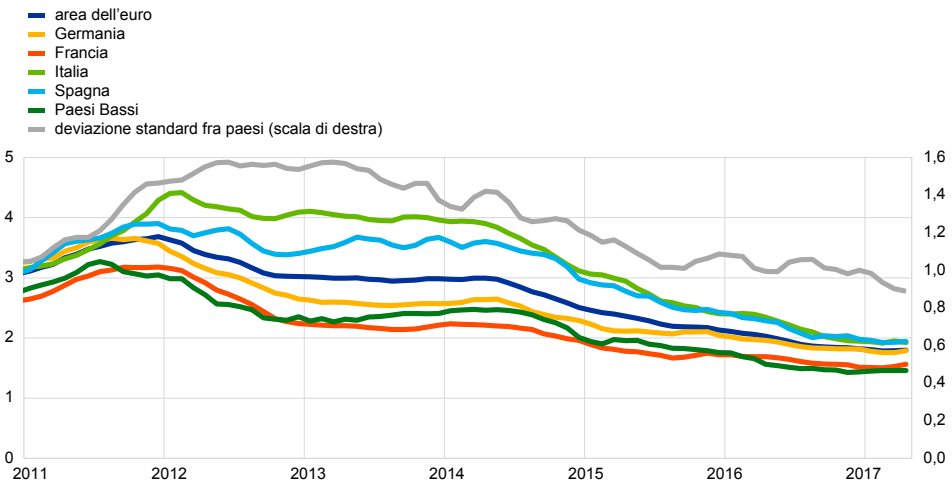
condizioni favorevoli l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci bancari e il venir meno della frammentazione nei diversi mercati finanziari.

I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie hanno registrato un leggero incremento pur rimanendo su livelli molto bassi nel primo trimestre del 2017 e in aprile (cfr. grafici 26 e 27). Il calo dei tassi sui prestiti, osservato a partire dall'inizio del 2014, ha subito una battuta d'arresto all'inizio del 2017; da allora, i tassi sono rimasti prossimi ai minimi storici. Il tasso composito sui prestiti bancari per i prestiti alle SNF è aumentato leggermente nel primo trimestre del 2017, mantenendosi sostanzialmente stabile in aprile. Per quanto riguarda i prestiti bancari alle famiglie, il tasso composito per l'acquisto di abitazioni ha registrato un lieve aumento. Dopo l'annuncio delle misure di allentamento del credito della BCE in giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato, rivelando una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari. Il calo dei costi compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra maggio 2014 e aprile 2017 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 112 e 104 punti base. La flessione relativa ai tassi sui prestiti bancari alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili, contribuendo a mitigare precedenti asimmetrie a livello di trasmissione della politica monetaria tra i vari paesi. 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 si è considerevolmente ridotto, toccando un nuovo minimo storico ad aprile 2017. Ciò indica che le piccole e medie imprese stanno generalmente beneficiando del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 26

Tassi compositi sui prestiti alle SNF

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

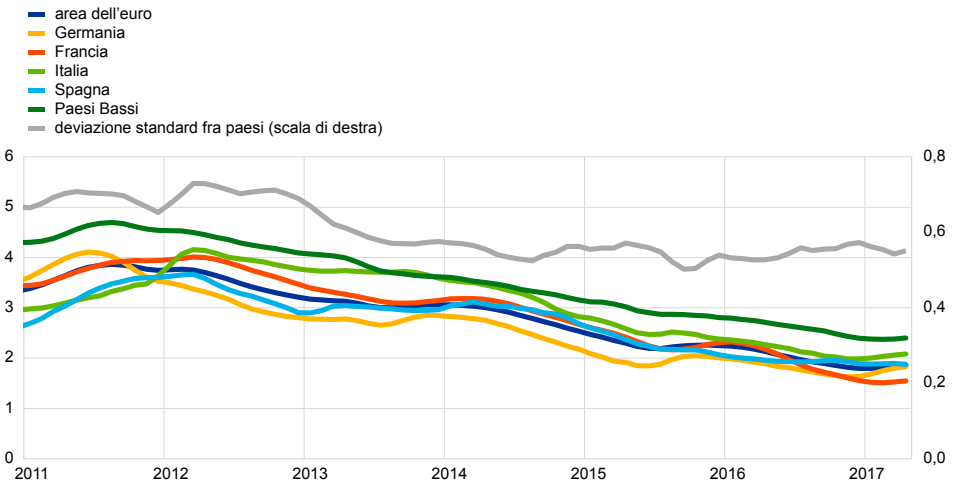


Fonte: BCE.
Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

Grafico 27

Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.
Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2017.

Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie dell'area dell'euro si sia ulteriormente rafforzato nel primo trimestre del 2017. Tale rafforzamento riflette i persistenti miglioramenti nelle dinamiche dei prestiti bancari e la robusta emissione di titoli di debito. Il finanziamento esterno alle SNF si colloca oggi sui livelli osservati all'inizio del 2005 (poco prima del periodo di espansione eccessiva del credito). Sebbene, secondo i dati relativi ai conti settoriali, l'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF sia aumentata notevolmente nel quarto trimestre del 2016, tale aumento ha riflesso il completamento di un'unica consistente operazione di fusione. Senza tale operazione, l'emissione netta complessiva del trimestre sarebbe risultata negativa per effetto dei significativi volumi di riacquisto di azioni. Anche i prestiti di soggetti diversi dalle IFM alle SNF hanno registrato una seconda ingente ondata consecutiva di rimborsi netti nel quarto trimestre del 2016, riconducibile alla liquidazione di una società veicolo di grandi dimensioni e ai protratti rimborsi di titoli di debito emessi da altri soggetti. In generale, la ripresa osservata nei finanziamenti esteri delle SNF dagli inizi del 2014 è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore diminuzione del costo del finanziamento mediante ricorso al debito, dall'allentamento delle condizioni di prestito e da un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, il livello senza precedenti raggiunto dalle disponibilità liquide (ancora in aumento) delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF ha assunto livelli più moderati ad aprile e maggio 2017, dopo essersi mantenuta robusta a marzo. L'attività di emissione ha continuato a essere sostenuta, tra gli altri fattori, dagli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF nei primi mesi del 2017 è stata modesta.

I costi di finanziamento per le SNF permangono molto favorevoli. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF sia aumentato leggermente, in media, negli ultimi due mesi, portandosi a maggio 2017 a un livello di 15 punti base al di sopra del minimo storico di luglio 2016. Il recente incremento del costo del finanziamento complessivo è ascrivibile a un modesto rafforzamento del costo di capitale di rischio, a sua volta attribuibile a più alti premi per il rischio azionario. Per contro, il costo del debito è rimasto sostanzialmente invariato ai minimi storici osservati a partire da agosto 2016.

In base agli ultimi risultati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro (ottobre 2016-marzo 2017), le PMI continuano a segnalare miglioramenti nella disponibilità del finanziamento esterno. Per la prima volta dall'inizio dell'indagine, le PMI considerano che le prospettive economiche generali favoriscono la disponibilità di finanziamenti esterni. Esse classificano inoltre l'accesso al finanziamento come il problema di minore importanza, sebbene permangano differenze significative tra paese e paese. Nel complesso, le PMI dell'area dell'euro segnalano miglioramenti del fatturato e della situazione debitoria, oltre a profitti stabili e costo del lavoro e altri costi in aumento.

6 Andamento della finanza pubblica

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2019), soprattutto come conseguenza del miglioramento delle condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. Secondo le proiezioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sarebbe sostanzialmente neutro nel periodo 2017-2019. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro, seppure ancora elevato, continuerà a scendere. Tuttavia i paesi con alti livelli di indebitamento beneficerebbero di ulteriori interventi di risanamento per condurre stabilmente il loro rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2017[1], il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1,5 per cento del 2016 all'1 per cento nel 2019 (cfr. la tavola). Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici, sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni di marzo 2017, è sostenuto da condizioni cicliche favorevoli e dal calo degli esborsi per interessi, mentre si prevede che le misure di politica di bilancio strutturali saranno limitate. Per una significativa maggioranza di paesi dell'area dell'euro le proiezioni sono meno ottimistiche rispetto a quelle indicate nei rispettivi aggiornamenti dei programmi di stabilità per il 2017, in particolare con riferimento al periodo indicativamente corrispondente alla fine dell'orizzonte delle proiezioni. Una delle ragioni di tale differenza consiste nel fatto che gli aggiornamenti dei programmi di stabilità comprendono misure di bilancio per le quali non sono stati ancora adottati i relativi atti legislativi o che non sono sufficientemente dettagliate da poter essere incluse nelle proiezioni.

Tavola

Andamento della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Entrate totali	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
b. Spese totali	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
di cui:						
c. Spese per interessi	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
d. Spese primarie (b - c)	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
Saldo di bilancio (a -b)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
Saldo strutturale di bilancio	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Debito lordo	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Fonti: Eurostat, BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2017.
Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche, in termini aggregati, dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti. Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

[1] Cfr. le Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel giugno 2017.

Le proiezioni indicano un orientamento delle politiche di finanza pubblica dell'area dell'euro sostanzialmente neutro nel biennio 2017-2019[2]**.** Le prospettive stabili per il saldo strutturale di bilancio sono pressoché invariate rispetto all'esercizio di marzo 2017. Dal lato delle entrate riduzioni contenute delle imposte dirette in alcuni paesi sono controbilanciate da altri fattori (che riflettono principalmente una variazione nella rilevazione statistica degli introiti legati al sistema universale di telecomunicazioni mobili (UMTS)). Dal lato delle spese si prevede che il trend di crescita degli investimenti pubblici e dei trasferimenti sociali sia leggermente superiore a quello del PIL nominale.

Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro continuerà probabilmente a diminuire dall'attuale livello elevato. Dopo il valore massimo raggiunto nel 2014, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro si ridurrebbe ulteriormente dall'89,2 per cento nel 2016 all'84,7 per cento entro la fine del 2019. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta da un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse, alla luce di robuste prospettive macroeconomiche e bassi tassi di interesse. Gli avanzi primari previsti contribuiranno alla riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL, mentre i raccordi disavanzo-debito dovrebbero incrementare il debito in misura contenuta. Rispetto alle proiezioni di marzo 2017, il rapporto aggregato fra debito e PIL dovrebbe restare sostanzialmente invariato, fatto salvo un miglioramento marginale previsto verso la fine dell'orizzonte di proiezione. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si prevede una flessione del rapporto fra debito e PIL, ad eccezioni di pochi paesi in cui è atteso un aumento.

È necessario proseguire gli sforzi di risanamento delle finanze pubbliche nel pieno rispetto del Patto di stabilità e di crescita. In particolare, per i paesi con alti livelli di debito, ulteriori sforzi di risanamento sono indispensabili per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente poiché il forte indebitamento li rende particolarmente vulnerabili di fronte a nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari o a un rapido aumento dei tassi di interesse. Il 16 maggio 2017 la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni specifiche per paese annuali, che forniscono indicazioni concernenti le politiche economiche e di bilancio dei paesi dell'UE e che saranno in ultima analisi adottate dal Consiglio. Per una valutazione di tali raccomandazioni cfr. il riquadro intitolato *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017* in questo numero del Bollettino.

Sono necessari ulteriori progressi in relazione alla governance di bilancio dell'UE. In particolare il patto di bilancio, se pienamente recepito e attuato nella legislazione nazionale, dovrebbe rafforzare la disciplina di bilancio e accrescere il radicamento a livello nazionale della governance in materia di finanza pubblica. Tuttavia, come spiegato nel riquadro *Il patto di bilancio: l'esame svolto dalla Commissione e i prossimi passi da seguire*, sembra che in alcuni paesi il patto di

[2] L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee come l'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per maggiori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

bilancio sia stato recepito solo parzialmente nella legislazione nazionale. In un'ottica di più lungo termine, la Commissione europea ha contributo al dibattito sul futuro dell'Europa con il "Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria", pubblicato il 31 maggio 2017, che contiene tra l'altro alcune proposte su come proseguire il cammino verso un'unione di bilancio[3].

[3] Cfr. il "Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria".

Riquadri

1 L’evoluzione recente dei rischi globali – una valutazione

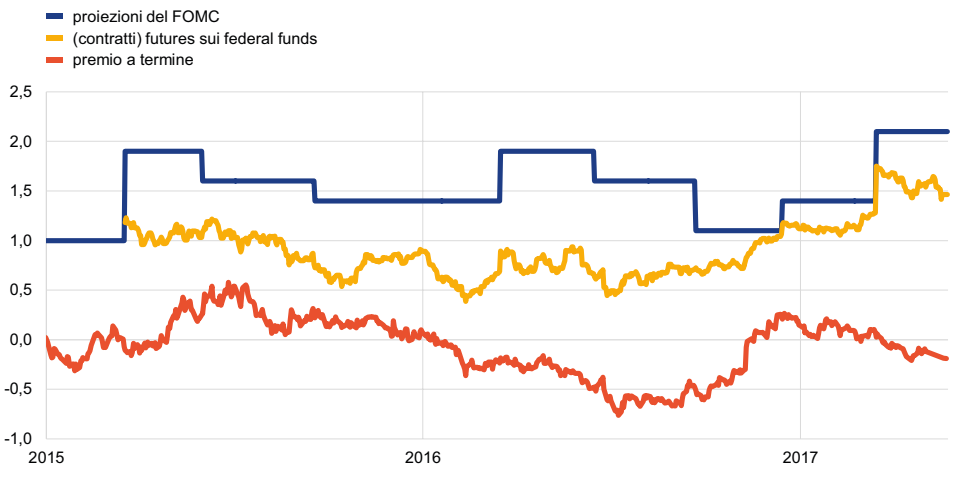
Questo riquadro offre una valutazione qualitativa dell’evoluzione dei principali rischi globali a partire dall’inizio del 2016.

I rischi di una brusca variazione nelle condizioni finanziarie mondiali sembrano esser diminuiti, seppure non scomparsi. A partire dall’episodio del “taper tantrum” del 2013, quando le aspettative riguardo la politica monetaria degli Stati Uniti variarono bruscamente, l’adozione da parte del Federal Reserve System di un’attenta comunicazione e di un approccio molto graduale nei confronti dell’inasprimento monetario sembrano aver in parte mitigato tali rischi. In particolare, si è ridotto il divario fra le aspettative dei mercati sui tassi di interesse e le proiezioni del Federal Open Market Committee (FOMC) (cfr. grafico A), il che suggerisce che sia diminuita la possibilità di sorprese sull’andamento della politica monetaria. Tuttavia, permane l’incertezza sul ciclo di inasprimento negli Stati Uniti e, nonostante il modesto recupero del premio a termine a partire dalla metà del 2016, i tassi di interesse a lungo termine rimangono molto bassi.

Grafico A

I tassi sui federal funds paragonati alle proiezioni del FOMC

(proiezioni per la fine del prossimo anno solare; percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE calcolate in base ai dati Bloomberg e della Federal Reserve Board.
Note: la rilevazione più recente risale al 23 maggio 2017 per i futures sui federal funds e al 15 marzo 2017 per le proiezioni del FOMC. Il premio a termine emerge dalla stima fatta dalla Federal Reserve di New York, basata sui rendimenti dei titoli del Tesoro decennali.

Al tempo stesso, rispetto ad alcuni anni fa, le maggiori economie emergenti (EME) appaiono in una posizione migliore per far fronte all’inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno. Negli ultimi anni sono diminuite le vulnerabilità e gli squilibri esterni di molte EME, con l’aumento dei tassi di interesse reali, la diminuzione dell’inflazione, il rallentamento dell’espansione del

credito e il calo degli squilibri nei saldi delle partite correnti. Tutto ciò dovrebbe aumentare la loro capacità di tenuta nei confronti di shock negativi riguardanti i finanziamenti esterni. Tuttavia, alcune EME, in particolare quelle con debiti esteri elevati, restano esposte a bruschi inasprimenti delle condizioni di finanziamento mondiale. Di conseguenza, un'inattesa inversione del clima di fiducia dei mercati finanziari, che influisce sull'attività economica mondiale e in particolare sull'attività delle EME, si configura ancora come un rischio per le prospettive globali.

Le politiche a sostegno alla crescita hanno attenuato i timori per le prospettive a breve termine della Cina. A partire dalla metà del 2015, la preoccupazione per le prospettive della Cina ha assunto particolare rilevo accanto ai timori per il netto calo dell'attività, il deflusso di capitali e il deprezzamento del renminbi, aggravata dalla crescente incertezza relativa alle decisioni di policy. Ad alleviare tali preoccupazioni è intervenuta una risposta decisa sul piano delle politiche, che ha incluso notevoli sostegni fiscali, spese per le infrastrutture, condizioni finanziarie più distese e più rigidi controlli sui movimenti di capitali. Tale decisione, sottolineando la determinazione da parte delle autorità di mantenere la crescita prossima agli obiettivi, può aver contribuito ad allentare i timori per le prospettive a breve termine. Tuttavia, la risposta delle politiche è stata accompagnata da costi significativi, che comprendono un'ulteriore crescita della leva finanziaria e un aumento del grado di distorsione nell'allocazione delle risorse (con lo stimolo focalizzato, ancora una volta, sul settore statale). Controlli più rigidi sui movimenti di capitali hanno inoltre contribuito ad alimentare un'espansione del mercato immobiliare, poiché i finanziamenti sono stati indirizzati su attività nazionali.

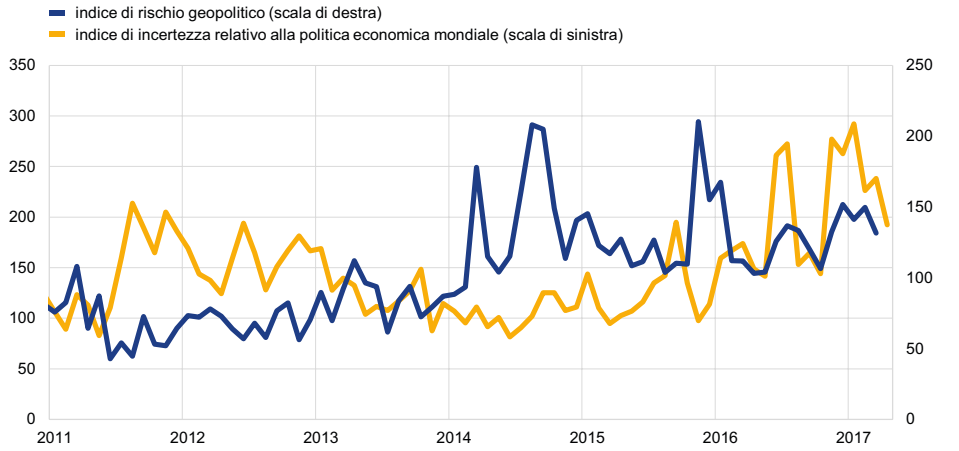
È cresciuta l'incertezza a livello mondiale sulle scelte politiche, insieme ai timori nei confronti di politiche isolazioniste, mentre le tensioni geopolitiche rimangono elevate. Le tensioni geopolitiche hanno rappresentato uno dei principali rischi al ribasso per la crescita negli ultimi anni, anche se la loro intensità e localizzazione sono cambiate nel tempo, passando dal conflitto in Medio Oriente e le tensioni in Nord Corea e nel Mar Cinese Meridionale alla tensione politica fra la Turchia e l'Unione europea e il loro impatto sul flusso dei rifugiati verso l'UE. Alcuni di questi rischi hanno un'origine locale o regionale, mentre altri hanno una dimensione più globale, e il loro impatto e probabilità sono difficili da valutare. Un indice delle tensioni geopolitiche, che raccoglie incidenti di guerra, tensioni politiche e attacchi terroristici, mostra un livello sostanzialmente stabile fra i primi mesi del 2016 e l'inizio del 2017[1]. Inoltre, a partire dalle elezioni negli Stati Uniti sono aumentate le spinte verso politiche isolazionistiche. Nel complesso, l'incertezza relativa alle politiche economiche mondiali ha mostrato una tendenza al rialzo negli ultimi anni (cfr. grafico B).

[1] Caldara, Dario and Iacoviello, Matteo, "Measuring Geopolitical Risk", Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016.

Grafico B

Incertezza relativa alle politiche economiche mondiali e misura di tensione geopolitica

(indici)



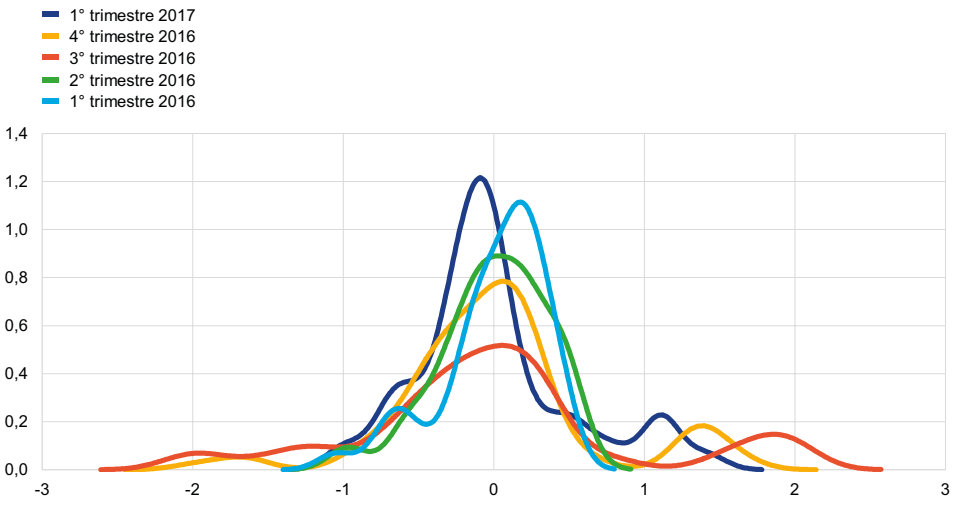
Fonti: elaborazioni di Haver, della Federal Reserve Board e della BCE.
Note: l'indice di incertezza relativo alle politiche economiche mondiali è una media ponderata per il PIL di 17 paesi. L'indice di rischio geopolitico misura l'incidenza di guerre, tensioni geopolitiche e attacchi terroristici. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2017 per i rischi geopolitici e ad aprile 2017 per l'incertezza relativa alle politiche economiche mondiali.

Perdurano i rischi a medio termine delle conseguenze negative della Brexit. L'impatto immediato del referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea è stato meno grave di quanto inizialmente previsto. L'attività economica nel Regno Unito è stata relativamente solida nel 2016, anche se è diminuita all'inizio di quest'anno con la crescita dell'inflazione a seguito del deprezzamento della sterlina. Si è ridotta la dispersione delle previsioni raccolte da Consensus Economics (cfr. grafico C), nonostante rimanga più ampia che nel periodo pre-referendario. Tuttavia, perdurano i rischi a medio termine, soprattutto quelli collegati all'esito dei negoziati sulle condizioni di uscita dall'UE e le prospettive commerciali future.

Grafico C

Dispersione delle previsioni di crescita del Regno Unito

(densità di crescita a un anno al netto della media)



Fonti: elaborazioni di Consensus Economics e della BCE.

In sintesi, l'analisi suggerisce che i rischi al ribasso per la crescita mondiale possono esser diminuiti nell'ultimo anno, ma non sono scomparsi; inoltre, sono emersi nuovi rischi. Da un lato, un'attenta comunicazione da parte del Federal Reserve System, unita a un percorso molto graduale di inasprimento della politica monetaria e a una diminuzione delle vulnerabilità delle maggiori EME, sembra aver attenuato il rischio di un inasprimento disordinato delle condizioni di finanziamento a livello mondiale. Dall'altro lato, nonostante gli interventi a sostegno dell'attività economica abbiano contribuito ad attenuare le preoccupazioni riguardanti le prospettive a breve termine della Cina, le vulnerabilità nel medio periodo rimangono elevate, in relazione all'ulteriore crescita della leva finanziaria. Inoltre, rimangono alte le tensioni geopolitiche. Al tempo stesso, sono emersi nuovi fattori di rischio, in particolare l'incertezza circa le intenzioni della nuova amministrazione statunitense in materia di politiche di bilancio e soprattutto commerciali; quest'ultime potrebbero comportare significativi effetti negativi per l'economia globale. Inoltre, l'atteso graduale recupero dell'economia mondiale dipende da una serie di ipotesi riguardanti le scelte di politica economica e continua a fare ampio affidamento sul sostegno offerto dalle politiche monetarie e di bilancio in atto. Nel complesso, quindi, nonostante sembri che alcuni rischi per le prospettive globali siano diminuiti, il loro insieme resta orientato al ribasso.

2 Il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario: attuazione ed effetti

L'8 giugno 2017 si è concluso il primo anno dall'avvio del programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP)[1]. Il CSPP rientra nel programma ampliato di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema ed è stato introdotto con l'obiettivo di rafforzare la trasmissione degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema alle condizioni di finanziamento dell'economia reale.

L'universo delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP è deliberatamente ampio e la sua composizione è guidata soprattutto da considerazioni relative alla politica monetaria e alla gestione del rischio. Nel perseguire il proprio obiettivo di mantenimento della stabilità dei prezzi, la BCE ha l'obbligo di agire in conformità con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'allocazione efficiente delle risorse. Di conseguenza l'obiettivo della BCE è un'attuazione del PAA che non introduca distorsioni nel mercato. Gli acquisti nell'ambito del CSPP sono pertanto condotti secondo un parametro di riferimento che riflette in modo proporzionale il valore di mercato delle obbligazioni idonee[2].

La composizione dei titoli acquistati nell'ambito del CSPP rispecchia in generale quella dell'universo dei titoli idonei. Al 7 giugno 2017 i titoli acquistati nell'ambito del CSPP ammontavano a 92 miliardi di euro, pari a circa l'11 per cento dell'universo dei titoli idonei. Gli acquisti sono ben distribuiti su circa 950 titoli collocati da circa 200 gruppi emittenti. La loro scomposizione per paese riflette molto da vicino la gamma dei titoli idonei (cfr. grafico A) e non vi sono neppure scostamenti significativi in termini di settori di attività o rating. Il 12% dei titoli detenuti è stato acquistato a rendimenti negativi ma superiori al livello del tasso applicato ai depositi presso la banca centrale.

Per garantire l'efficacia della politica monetaria, mantenendo condizioni di parità concorrenziale per tutti gli operatori ed evitando indebite distorsioni di mercato, non vengono operate discriminazioni positive o negative sull'universo dei titoli idonei ai fini del CSPP sulla base di criteri ambientali o sociali. Sebbene la BCE condivida l'importanza per la collettività della consapevolezza ambientale e di condotte responsabili sotto il profilo etico e sociale, è comunque compito dei responsabili delle decisioni politiche (in prima istanza) concordare, definire e promuovere politiche e misure appropriate. Non è tuttavia possibile incorporare tali valutazioni in un programma di acquisto di attività su larga scala, condotto come misura temporanea di politica monetaria in un arco di tempo relativamente breve. Farlo limiterebbe l'efficacia del contributo del PAA all'adempimento del mandato della BCE di garantire la stabilità dei prezzi. È opportuno rilevare che diverse attività classificate come "obbligazioni verdi" sono idonee ai fini del CSPP e sono state

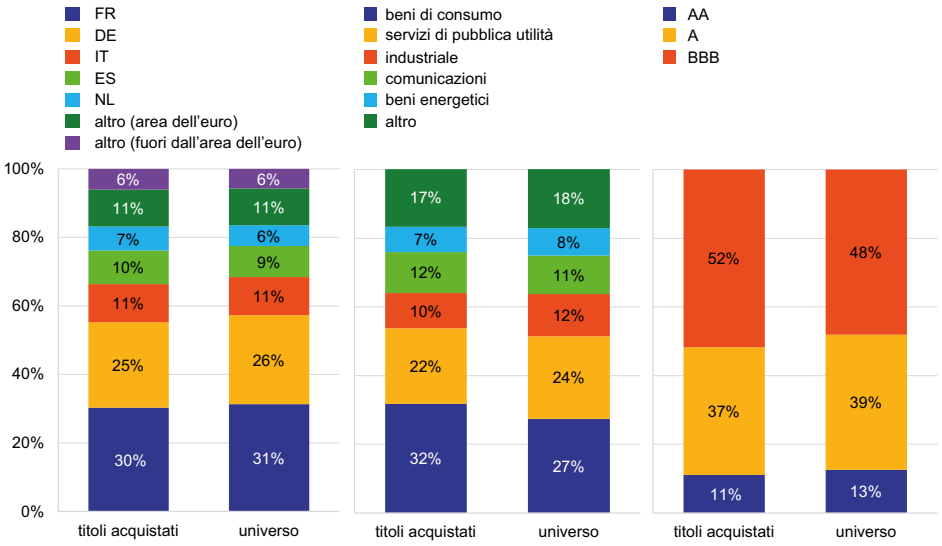
---

1 Per una prima analisi degli effetti del CSPP cfr. il riquadro *Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

2 La BCE acquista titoli emessi da società non bancarie con sede legale nell'area dell'euro, nei mercati sia primario che secondario. Per risultare idonei all'acquisto, i titoli devono essere stanziabili a garanzia delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli sulla struttura del programma e sui criteri di idoneità cfr. la Decisione (UE) n. 948/2016 della Banca centrale europea, del 1° giugno 2016, sull'attuazione del programma di acquisto per il settore societario (BCE/2016/16) (GU L 157, del 15.6.2016, pag. 28).

Grafico A

Paese, settore e rating degli acquisti nell'ambito del CSPP e dell'universo delle obbligazioni idonee



Fonti: BCE, Bloomberg.
Note: sono utilizzati la classificazione di rischio paese, la classificazione settoriale e il rating di tipo first-best (categorie ampie) di Bloomberg. Distribuzione secondo i valori nominali.

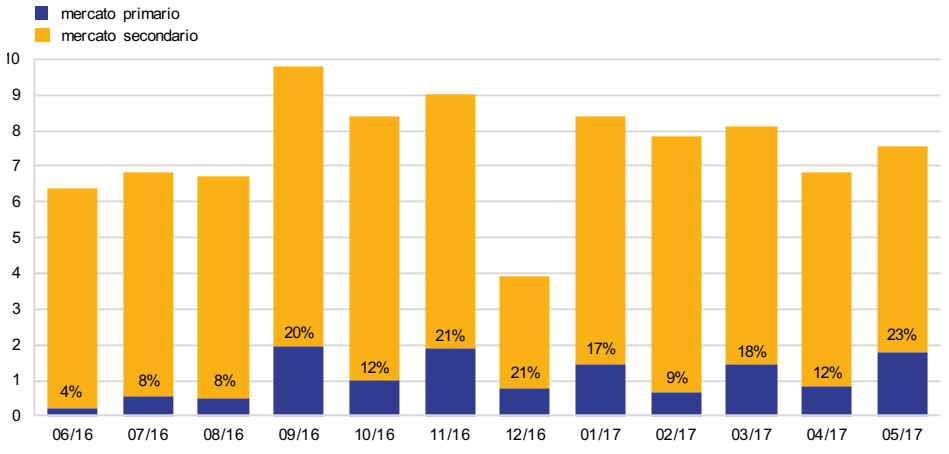
acquistate dall'Eurosistema. Le quote detenute di questi titoli sono sostanzialmente in linea con la loro proporzione nel parametro di riferimento.

Il ritmo degli acquisti nell'ambito del CSPP dipende dalle condizioni di mercato prevalenti. Gli acquisti mensili netti da giugno 2016 a maggio 2017 (compreso) hanno oscillato tra poco meno di 4 miliardi e poco meno di 10 (cfr. grafico B). Sono stati particolarmente bassi prima della fine dell'anno, periodo tipicamente caratterizzato da emissioni trascurabili di obbligazioni e bassa liquidità del mercato secondario.

Grafico B

Acquisti netti mensili nell'ambito del CSPP per tipologia d'acquisto

(miliardi di euro)



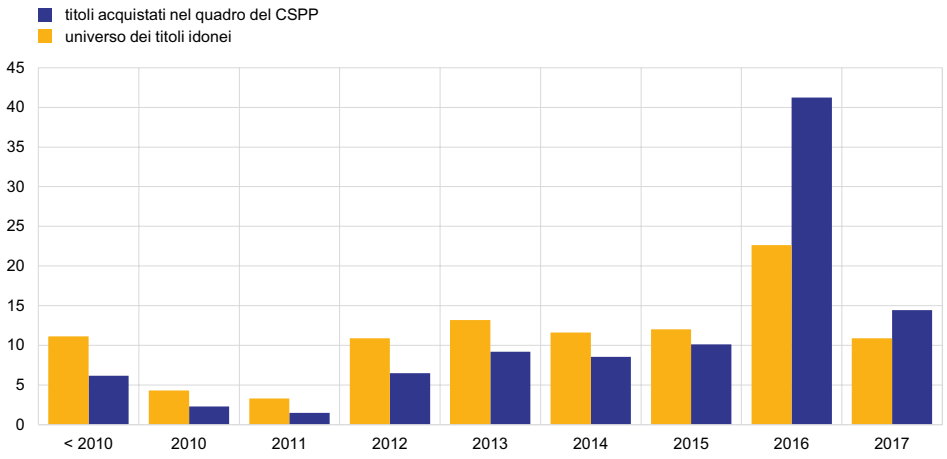
Fonti: BCE, Bloomberg.
Note: distribuzione basata su valori di bilancio.

Gli acquisti nell'ambito del CSPP sono effettuati nei mercati sia primario che secondario; dall'avvio del programma il 15% delle quote detenute è stato acquistato nel mercato primario. A causa di questi acquisti sul mercato primario e della migliore liquidità delle obbligazioni di nuova emissione, i titoli detenuti nel quadro del CSPP tendono a essere sbilanciati verso obbligazioni di più recente emissione; oltre la metà è costituita da obbligazioni emesse nel 2016 e nel 2017 (cfr. grafico C). La domanda di emissioni di obbligazioni societarie idonee ai fini del CSPP da parte degli investitori è stata, in media, circa tre volte superiore alla quantità emessa. Gli emittenti generalmente trattano l'Eurosistema in maniera simile alla maggior parte degli altri investitori in termini di allocazioni finali.

Grafico C

Titoli acquistati nel quadro del CSPP per anno di emissione

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Bloomberg.
Note: distribuzione basata su valori nominali. I dati relativi al 2017 coprono gli acquisti regolati nel periodo dal 1° gennaio al 7 giugno.

Il mercato delle obbligazioni societarie ha evidenziato andamenti positivi dall'annuncio del CSPP nel marzo 2016. Nel mercato delle obbligazioni societarie l'annuncio ha avuto un effetto significativo sulla formazione dei prezzi nel mercato secondario[3]. I rendimenti delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire nel periodo successivo all'annuncio fino all'autunno del 2016 (cfr. grafico D), quando sono tornati ad aumentare in presenza di un'espansione dell'offerta di nuove obbligazioni e di un incremento dei premi per il rischio a livello mondiale. Dall'inizio del 2017 i rendimenti delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ridotti in un contesto di volatilità relativamente modesta. Le condizioni di liquidità nel mercato rimangono generalmente favorevoli per l'acquisto di obbligazioni nell'ambito del CSPP da parte dell'Eurosistema.

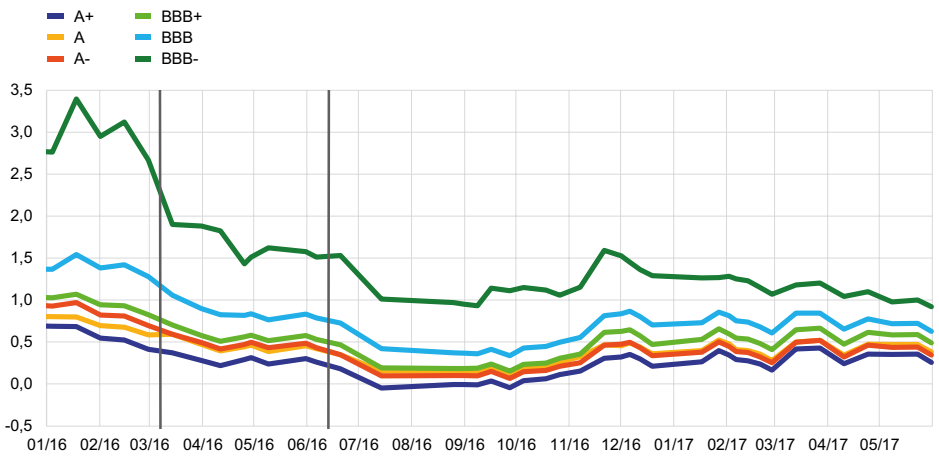
I premi per il rischio nel mercato delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP sono stati contenuti e hanno evidenziato capacità di tenuta agli shock. Il premio per il rischio di credito è stato in calo pressoché continuo dall'annuncio

[3] Per una prima analisi degli effetti del CSPP cfr. il riquadro *Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

Grafico D

Rendimenti quinquennali delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP per classificazione di rating

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Bloomberg.
Note: dati bisettimanali. Le linee verticali indicano l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016 e l'avvio degli acquisti l'8 giugno 2016. I rendimenti a scadenza fissa quinquennale si basano su curve stimate di rendimento per portafogli di obbligazioni idonee ai fini del CSPP secondo rating creditizi di tipo first-best.

del CSPP (cfr. grafico E); sulla base dei riscontri forniti dagli operatori di mercato ciò riflette (tra gli altri fattori) l'interesse degli investitori per obbligazioni emesse da imprese a più basso merito di credito. Gli operatori inoltre rilevano che, per effetto del CSPP, gli investitori stanno riequilibrando i propri portafogli a favore di attività non idonee più rischiose o per adeguare la distribuzione geografica verso investimenti al di fuori dell'area dell'euro. Anche il premio a termine è diminuito per gran parte del 2016, prima di tornare ad aumentare nel quarto trimestre. Secondo gli operatori di mercato alcuni investitori stanno riducendo la propria disponibilità ad assumere l'esposizione al rischio a termine nel mercato delle obbligazioni societarie, in previsione di un possibile aumento dei tassi di interesse a livello mondiale. Il premio di liquidità ha manifestato una leggera tendenza decrescente dal varo del CSPP e ciò costituisce un segnale positivo del buon funzionamento del mercato[4].

Sono migliorate le condizioni di finanziamento delle società. Gli operatori di mercato indicano il CSPP come un fattore che ha sostenuto la capacità delle aziende di emettere obbligazioni e incrementato lo sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie. Il CSPP tuttavia non sembra aver generato un aumento diretto di emissioni da parte di emittenti nuovi oppure occasionali dell'area dell'euro (cfr. grafico F).

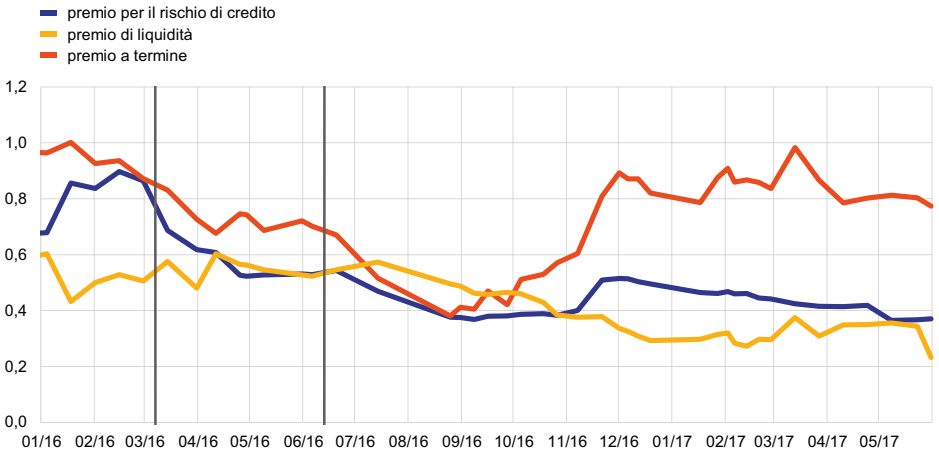
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'emissione di obbligazioni societarie è generalmente aumentato dalla primavera del 2016, raggiungendo circa il 10% nei primi mesi del 2017. L'emissione di obbligazioni da parte di società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro è particolarmente cresciuta nel periodo

[4] Tale compressione si è verificata nonostante gli acquisti nel quadro del CSPP si siano orientati verso obbligazioni con maggiori consistenze in essere, che sono di norma più liquide di quelle con minori consistenze in essere, e pertanto offerte all'Eurosistema con maggiore frequenza.

Grafico E

Andamenti dei premi per il rischio di credito, di liquidità e a termine nel mercato delle obbligazioni del CSPP

(valori percentuali)

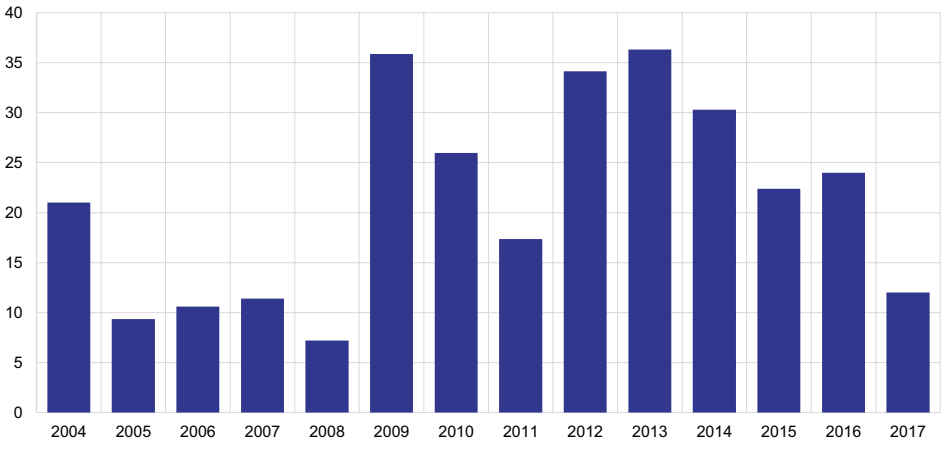


Fonti: BCE e Bloomberg.
Note: dati bisettimanali. Le linee verticali indicano l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016 e l'avvio degli acquisti l'8 giugno 2016. Il premio per il rischio di credito è approssimato dal differenziale di rendimento tra le obbligazioni societarie a cinque anni idonee ai fini del CSPP valutate A+ e quelle valutate BBB. Il premio a termine è approssimato dall'inclinazione media (a 7 anni e a 2 anni) delle curve di rendimento per portafogli di obbligazioni societarie idonee ai fini del CSPP valutate A-, A e A+. Il premio di liquidità è approssimato dalla differenza tra i rendimenti stimati a cinque anni su due portafogli di obbligazioni societarie idonee ai fini del CSPP valutate BBB+, uno contenente titoli con consistenze in essere inferiori a 300 milioni di euro e uno con consistenze in essere superiori a 500 milioni (questi ultimi sono considerati titoli di riferimento nel mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro).

Grafico F

Emissione di obbligazioni da parte di emittenti occasionali non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



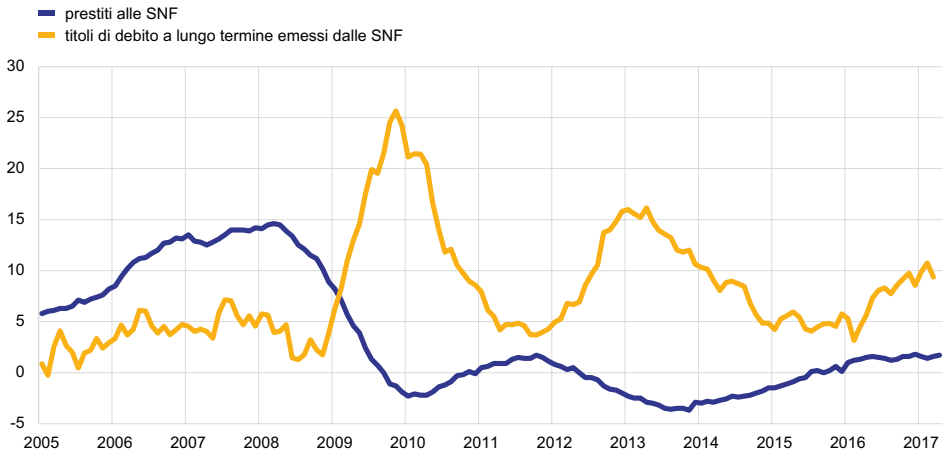
Fonte: Dealogic.
Note: per emittenti occasionali non finanziari dell'area dell'euro si intendono le aziende che non hanno emesso obbligazioni nei cinque anni solari precedenti. I dati relativi al 2017 coprono il periodo dal 1° gennaio al 7 giugno. I dati includono tutte le società non finanziare dell'area dotate o prive di rating che effettuano emissioni in euro.

dal 2009 al 2010 e nel 2013, fungendo da sostituto dei prestiti bancari nel quadro di una diminuzione dell'attività di credito delle banche nei confronti delle SNF. La recente crescita delle emissioni è invece avvenuta in presenza di un aumento dei prestiti bancari, integrando pertanto l'attività di credito delle banche nel sostegno al finanziamento del settore privato (cfr. grafico G).

Grafico G

Variazioni nelle fonti di finanziamento delle società non finanziare (SNF) dell'area dell'euro

(valori percentuali; sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Note: i dati includono emissioni di debito e prestiti denominati in euro in favore di tutte le SNF dell'area dell'euro coperte dalle statistiche della BCE sui titoli e dalle statistiche delle IFM (istituzioni finanziarie monetarie). L'ultima osservazione delle statistiche della BCE sui titoli si riferisce a marzo 2017 e l'ultima osservazione delle statistiche delle IFM si riferisce ad aprile 2017.

Il CSPP ha inoltre sostenuto le imprese che per il loro finanziamento non ricorrono ai mercati dei capitali. Ciò vale in particolare nel caso delle piccole e medie imprese (PMI), dal momento che le condizioni favorevoli del mercato obbligazionario si sono tradotte in effetti positivi di propagazione che hanno sostenuto i prestiti bancari attraverso diversi canali. Quando ad esempio le grandi società si finanziano in misura crescente attraverso l'emissione di obbligazioni (anziché mediante prestiti bancari), nei bilanci delle banche emergono capacità potenziali di prestito alle PMI. I risultati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro (ottobre 2016 - marzo 2017) confermano che le PMI hanno continuato a beneficiare dall'aumentata disponibilità di prestiti bancari a tassi di interesse inferiori a quelli riportati nell'indagine precedente.

3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 25 gennaio al 2 maggio 2017

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2017, ossia dal 25 gennaio al 14 marzo 2017 e dal 15 marzo al 2 maggio 2017, rispettivamente. Nei periodi in esame, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente, a 0,00, 0,25 e -0,40 per cento.

Il 29 marzo è stata regolata la quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della seconda serie di OMRLT (OMRLT-II), distribuendo 233,4 miliardi di euro tra 474 partecipanti. Il livello di partecipazione è stato significativamente al di sopra delle aspettative di mercato e per lo più correlato ai prezzi vantaggiosi e al fatto che tale operazione fosse l'ultima della serie. La liquidità immessa dall'operazione è stata solo marginalmente compensata dai rimborsi volontari relativi alla prima e alla seconda operazione della prima serie di OMRLT (OMRLT-I), che hanno assorbito 16,7 miliardi di euro. L'immissione netta di liquidità pari a 216,7 miliardi di euro ha comportato un aumento delle consistenze in essere per entrambi i programmi di OMRLT, saliti a 761,7 miliardi di euro alla fine del periodo considerato. Il regolamento della quarta operazione OMRLT-II ha coinciso con una contrazione della media degli importi assegnati delle ORP in confronto al settimo e all'ottavo periodo di mantenimento del 2016, che sono scesi di 10,5 miliardi di euro a 23,8 miliardi.

L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore privato nell'ambito del proprio programma ampliato di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 80 miliardi di euro al mese fino a marzo 2017 e un importo programmato ridotto a 60 miliardi di euro al mese da aprile 2017.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame, il fabbisogno giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.086,2 miliardi di euro, in rialzo di 93 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al settimo e all'ottavo periodo di mantenimento del 2016). Il maggiore fabbisogno di liquidità è quasi interamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi, cresciuti di 90,6 miliardi di euro, collocandosi al massimo storico di 965,7 miliardi nel periodo in esame, a fronte di un incremento solo marginale delle riserve obbligatorie minime, che sono cresciute di 2,5 miliardi di euro a 120,5 miliardi.

L'aumento dei fattori autonomi aggregati è principalmente il risultato di un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità. Il principale contributo è provenuto dai depositi delle amministrazioni pubbliche, cresciuti di 19,1 miliardi di

euro, attestandosi a 171,1 miliardi in media nel periodo in esame. Anche gli altri fattori autonomi sono aumentati in media di 15,7 miliardi di euro, portandosi a 698 miliardi. La domanda media di banconote è aumentata di appena 4,1 miliardi di euro, a 1.146,6 miliardi, stabilizzandosi dopo il consueto aumento del periodo di fine anno.

Tavola

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 25 gennaio 2017 al 2 maggio 2017		Dal 26 ottobre 2016 al 24 gennaio 2017	2° periodo di mantenimento		1° periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori autonomi di liquidità	**1.983,7**	**(+39,0)**	**1.944,8**	**2.014,9**	**(+62,3)**	**1.952,6**	**(+9,8)**
Banconote in circolazione	1.114,6	(+4,1)	1.110,5	1.118,4	(+7,5)	1.110,8	(-8,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	171,1	(+19,1)	152,0	182,0	(+21,6)	160,3	(+17,3)
Altri fattori autonomi	698,0	(+15,7)	682,3	714,6	(+33,1)	681,4	(+0,8)
Conti correnti	**1.021,0**	**(+153,2)**	**867,8**	**1.081,1**	**(+120,2)**	**960,9**	**(+41,9)**
Strumenti di politica monetaria	**635,1**	**(+80,0)**	**555,1**	**670,6**	**(+71,0)**	**599,6**	**(+46,4)**
Riserve obbligatorie minime	120,5	(+2,5)	118,0	120,6	(+0,3)	120,4	(+1,6)
Depositi presso la banca centrale	514,6	(+77,5)	437,1	550,0	(+70,7)	479,2	(+44,8)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)
Attività – Offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori autonomi di liquidità	**1.018,3**	**(-51,7)**	**1.070,0**	**1.014,7**	**(-7,2)**	**1.021,9**	**(-20,2)**
Attività nette sull'estero	670,5	(-11,1)	681,5	678,6	(+16,2)	662,4	(-12,3)
Attività nette denominate in euro	347,8	(-40,6)	388,4	336,2	(-23,4)	359,5	(-7,9)
Strumenti di politica monetaria	2.501,3	(+321,2)	2.180,1	2.631,5	(+260,4)	2.371,1	(+116,6)
Operazioni di mercato aperto	2.501,0	(+321,1)	2.179,9	2.631,2	(+260,4)	2.370,8	(+116,5)
Operazioni d'asta	654,6	(+91,4)	563,2	725,9	(+142,7)	583,3	(-0,2)
ORP	23,8	(-10,5)	34,3	18,5	(-10,5)	29,0	(-5,6)
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi	8,2	(-5,0)	13,3	7,4	(-1,6)	9,1	(-2,7)
Prima serie di OMRLT (OMRLT-I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5	(-12,0)	38,5	(-2,4)
Seconda serie di OMRLT (OMRLT-II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5	(+166,8)	506,7	(+10,4)
Portafogli definitivi	1.846,4	(+229,7)	1.616,7	1.905,3	(+117,9)	1.787,5	(+116,6)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	10,3	(-2,8)	13,1	9,6	(-1,4)	11,0	(-1,5)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	6,4	(-0,6)	7,0	6,1	(-0,6)	6,7	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	213,3	(+10,5)	202,7	215,3	(+4,1)	211,3	(+6,3)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	99,5	(-2,7)	102,2	99,3	(-0,6)	99,8	(-2,4)
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	23,8	(+1,4)	22,4	24,1	(+0,6)	23,5	(+0,5)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	1.422,0	(+200,8)	1.221,2	1.473,5	(+103,0)	1.370,5	(+101,9)
Programma di acquisto di attività del settore societario	71,1	(+23,1)	48,0	77,5	(+12,7)	64,7	(+12,1)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,3	(+0,1)	0,2	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,1)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.086,2	(+93,0)	993,2	1.121,1	(+69,8)	1.051,3	(+31,5)
Fattori autonomi[1]	965,7	(+90,6)	875,2	1.000,5	(+69,5)	931,0	(+29,9)
Liquidità in eccesso	1.414,8	(+228,1)	1.186,7	1.510,2	(+190,7)	1.319,4	(+84,9)
Andamento dei tassi di interesse (valori medi; in percentuale)							
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356	(-0,003)	-0,352	(-0,001)

Fonte: BCE.
Note: poiché tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate, in alcuni casi il valore indicato come variazione rispetto al periodo precedente non corrisponde alla differenza effettiva tra i valori arrotondati forniti per i due periodi (differenza di 0,1 miliardi di euro).
1) Il valore globale dei fattori autonomi comprende anche le "voci in via di definizione".

I fattori autonomi di immissione di liquidità, inoltre, sono diminuiti nel periodo in esame, come risultato di un protratto calo delle attività nette denominate in euro unitamente a una leggera diminuzione delle attività nette sull'estero. Le attività nette medie denominate in euro sono diminuite a 347,8 miliardi di euro

(40,6 miliardi in meno rispetto al periodo di riferimento precedente) a causa di una riduzione delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema per fini diversi dalla politica monetaria. Si è inoltre verificato un aumento delle passività detenute presso le banche centrali nazionali da parte degli istituti esteri. Le attività nette sull'estero sono diminuite, in media, di 11,1 miliardi di euro, a 670,5 miliardi.

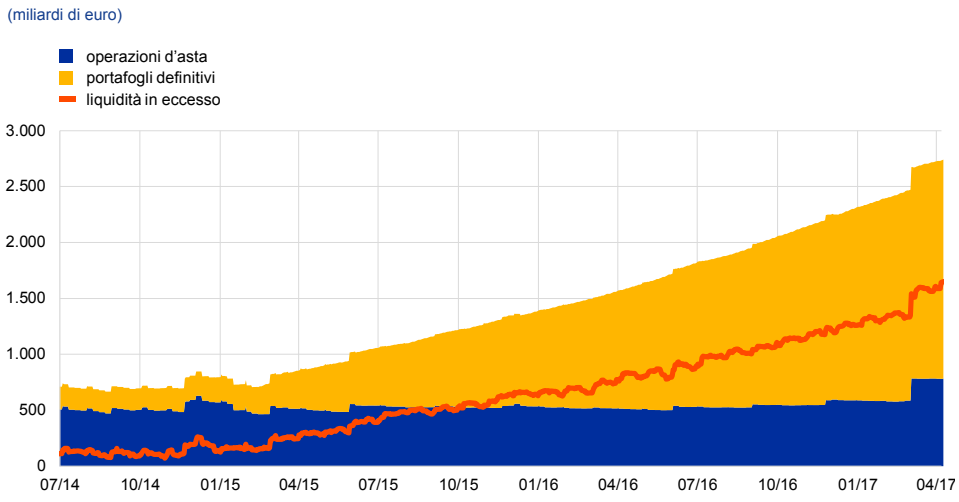
La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata, mantenendosi su livelli sostanzialmente invariati rispetto al periodo di riferimento precedente. Tale volatilità ha riflesso principalmente le oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle attività nette denominate in euro.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e programmi di acquisto di attività) è aumentato di 321,1 miliardi di euro, a 2.501 miliardi alla fine del periodo (cfr. grafico). L'aumento è riconducibile principalmente al PAA ampliato della BCE e alla quarta operazione OMRLT-II, regolata per un importo pari a 233,4 miliardi di euro il 29 marzo 2017.

Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria e liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Il livello medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è aumentato di 91,4 miliardi di euro, a 654,6 miliardi. L'aumento della liquidità offerta mediante le OMRLT ha più che compensato la diminuzione della liquidità fornita mediante le operazioni ordinarie. La liquidità media fornita tramite ORP e ORLT a tre mesi è scesa, rispettivamente, di 10,5 e 5 miliardi di euro, mentre l'ammontare medio in essere delle OMRLT è cresciuto di 106,9 miliardi di euro per effetto netto del regolamento della quarta operazione OMRLT-II e dei rimborsi volontari delle somme prese in prestito tramite la prima e la seconda operazione della serie OMRLT-I.

Il livello medio della liquidità offerta tramite PAA è aumentato di 229,7 miliardi di euro, a 1.846,4 miliardi, soprattutto per effetto del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). La liquidità media immessa mediante tale programma, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma per l'acquisto di attività del settore privato è cresciuta in media, rispettivamente, di 200,8, 10,5, 1,4 e 23,1 miliardi di euro. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite sono ammontati complessivamente a 6,1 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità media in eccesso è aumentata di 228,1 miliardi di euro, a 1.414,8 miliardi (cfr. grafico). Tale incremento si è verificato principalmente nel secondo periodo di mantenimento del 2017, quando la liquidità media in eccesso è cresciuta di 190,7 miliardi di euro per effetto della liquidità immessa tramite la quarta operazione della serie OMRLT-II. Allo stesso tempo, l'importo programmato per gli acquisti mensili medi nell'ambito dei programmi di acquisto delle attività è stato ridotto a 60 miliardi di euro a partire da aprile 2017. Il più modesto incremento di 84,9 miliardi di euro registrato nel primo periodo di mantenimento è largamente riconducibile agli andamenti della liquidità offerta dagli acquisti definitivi che, pur essendo aumentati di 116,6 miliardi di euro, sono stati parzialmente compensati da un calo di 20,2 miliardi dei fattori autonomi di immissione di liquidità.

L'espansione della liquidità in eccesso si è tradotta in un incremento medio delle disponibilità di conto corrente, che sono aumentate di 153,2 miliardi di euro, a 1.021 miliardi, nel periodo in esame; al contempo, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato ulteriormente, di 77,5 miliardi di euro, portandosi a 514,6 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, con alcuni panieri collaterali nei segmenti garantiti i cui tassi sono scesi anche al di sotto di tale livello. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,354 per cento, marginalmente in calo rispetto a una media di -0,350 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato entro un intervallo relativamente stretto, registrando un picco pari a −0,345 per cento l'ultimo giorno di gennaio e febbraio 2017 e un mimino storico di −0,363 per cento prima della fine di aprile. Nel segmento garantito, inoltre, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling[1] sono scesi lievemente, con il paniere dei collaterali

[1] Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collaterale.

standard e il paniere ampliato che si sono portati, rispettivamente, a −0,423 e −0,403 per cento, in ribasso di 0,018 and 0,005 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

Il calo di fine trimestre dei principali tassi dei pronti contro termine registrato a marzo è stato meno pronunciato di quello riscontrato alla fine dell'anno. Ciò rappresenterebbe un'indicazione che gli operatori di mercato si siano preparati in anticipo e in misura più ampia a carenze di liquidità collaterale. Per di più, tale andamento potrebbe riflettere gli effetti positivi derivanti dalle garanzie in contanti per il prestito di titoli nell'ambito del PSPP.

4 Andamenti recenti del saldo di conto corrente dell'area dell'euro

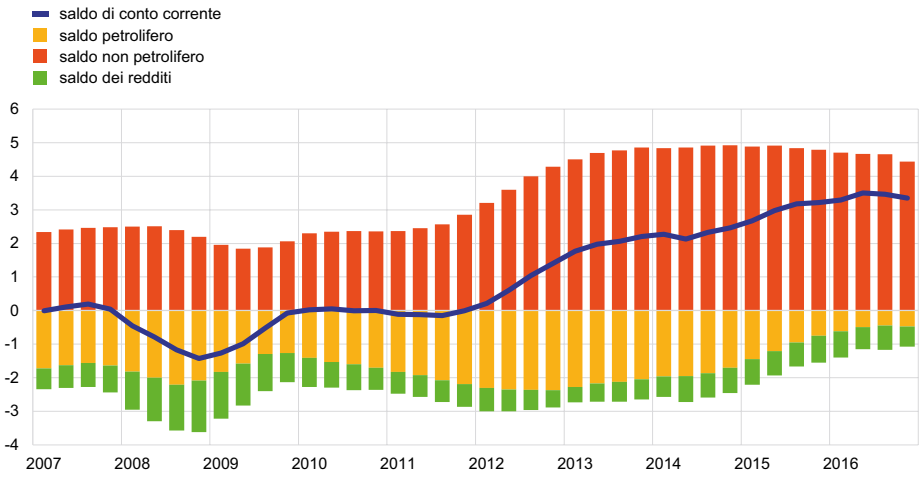
Dall'inizio del decennio il saldo di conto corrente dell'area dell'euro è migliorato in modo costante, passando da una posizione di sostanziale equilibrio a un avanzo. Nel 2016 il surplus si è stabilizzato, collocandosi poco al di sopra del 3 per cento del PIL. Il presente riquadro esamina i principali fattori alla base di tale evoluzione.

Nel 2016 l'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari al 3,3 per cento del PIL, lievemente al di sopra del 3,2 registrato nel 2015. Il disavanzo del saldo petrolifero e il deficit nei redditi complessivi hanno registrato un modesto calo, mentre il surplus non petrolifero ha continuato a ridursi (cfr. grafico A). Il modesto aumento nel 2016 dell'avanzo del conto corrente cela il fatto che, sulla base della media degli ultimi quattro trimestri, il surplus ha cominciato a ridursi nella seconda metà dell'anno, quando il prezzo del petrolio ha registrato un lieve recupero. Tale andamento segnala un'inversione rispetto al periodo compreso tra la metà del 2014 e la metà del 2016, quando l'ampliamento dell'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro era stato determinato quasi interamente dalla riduzione del disavanzo petrolifero dovuta alla contrazione dei prezzi del petrolio[1].

Grafico A

Principali voci del saldo di conto corrente dell'area dell'euro

(In percentuale del PIL, medie di quattro trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: il saldo dei redditi include il saldo dei redditi primari e secondari. La scomposizione del saldo commerciale nelle componenti petrolifera e non petrolifera si basa sulle statistiche del commercio con l'estero pubblicate dall'Eurostat. La componente non petrolifera del saldo commerciale include i servizi. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2016.

Nel 2016 le importazioni e le esportazioni nell'area dell'euro sono diminuite in rapporto al PIL per effetto di una riduzione dei prezzi che ha più che compensato l'incremento nei volumi dell'interscambio (cfr. grafico B). Il calo dell'interscambio nominale in rapporto al PIL va ricondotto alla diminuzione

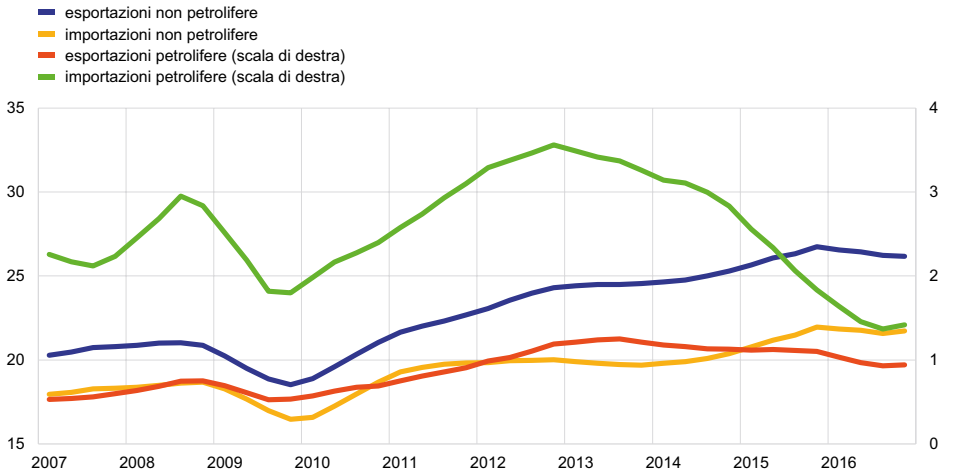
[1] Cfr. anche il riquadro intitolato *L'impatto del calo dei prezzi del petrolio sull'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

dei prezzi all'importazione e all'esportazione, mentre il deflatore complessivo del PIL è aumentato nel 2016[2]. Tuttavia, in termini di volume, l'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro è cresciuto a un ritmo più sostenuto rispetto al PIL, con incrementi delle importazioni e delle esportazioni rispettivamente del 4,0 e del 2,9 per cento (in confronto all'1,7 per cento del PIL in termini reali). La crescita vigorosa dei volumi dell'interscambio è in linea con la ripresa in corso nell'area dell'euro e nell'economia mondiale. Poiché il decremento dei flussi commerciali nominali in rapporto al PIL è stato più marcato per le esportazioni rispetto alle importazioni, l'avanzo commerciale dell'area dell'euro è lievemente diminuito.

Grafico B

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

(in percentuale del PIL, medie di quattro trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: la scomposizione delle esportazioni e delle importazioni nelle componenti petrolifera e non petrolifera si basa sulle statistiche del commercio estero pubblicate dall'Eurostat. La componente non petrolifera include i servizi. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2016.

Nel 2016 l'avanzo commerciale dell'area dell'euro rispetto ai paesi dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro e agli Stati Uniti è sceso di circa lo 0,1 per cento del PIL rispetto al 2015, mentre i disavanzi nei confronti della Cina e della Russia sono scesi rispettivamente dello 0,2 e dello 0,1 per cento del PIL (cfr. grafico C)[3]. Nel 2016 il surplus commerciale dell'area dell'euro rispetto ai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro si è collocato intorno al 2,0 per cento del PIL, per circa tre quarti attribuibile agli scambi con il Regno Unito, mentre l'avanzo nei confronti degli Stati Uniti è stato pari a circa lo 0,9 per cento del PIL. Allo stesso tempo, l'area dell'euro ha registrato disavanzi commerciali nei confronti della Cina e della Russia pari rispettivamente allo 0,6 e allo 0,2 per cento del PIL.

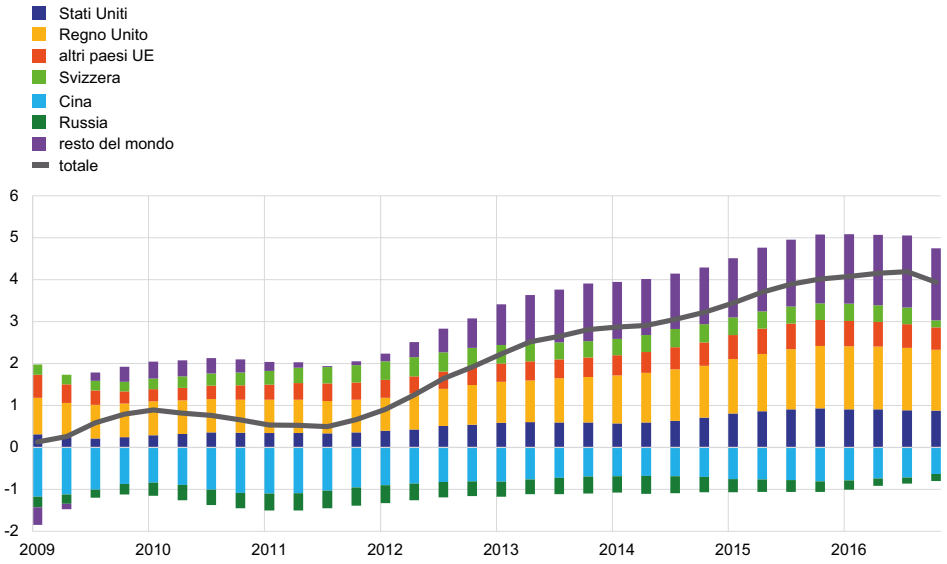
[2] Secondo i dati di contabilità nazionale i prezzi delle importazioni e delle esportazioni nell'area dell'euro sono scesi nel 2016 rispettivamente del 2,4 e dell'1,3 per cento, mentre il deflatore del PIL è cresciuto dello 0,9 per cento.

[3] L'analisi verte sul saldo commerciale poiché una scomposizione per area geografica per il totale del saldo di conto corrente non è disponibile.

Grafico C

Scomposizione per area geografica del saldo commerciale dell'area dell'euro

(In percentuale del PIL, medie di quattro trimestri)



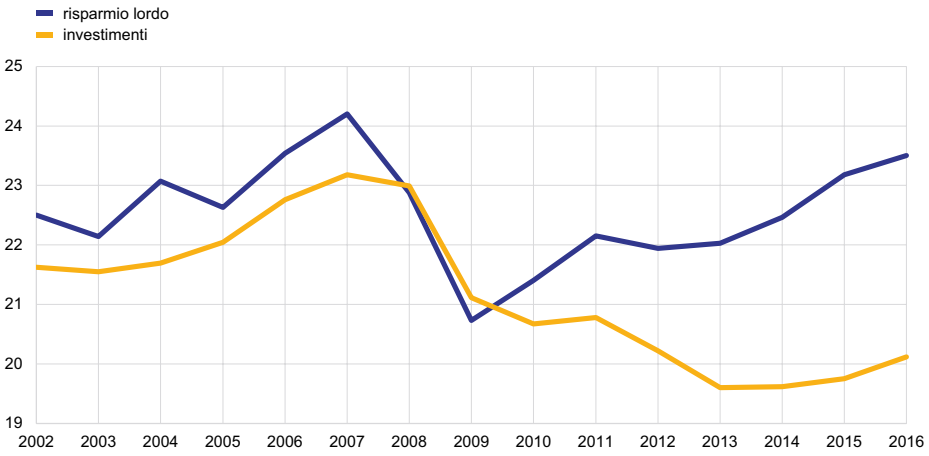
Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: "altri paesi UE" comprende gli Stati membri dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro, escluso il Regno Unito. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2016.

La stabilizzazione nel 2016 del saldo di conto corrente riflette una ripresa degli investimenti che compensa sostanzialmente il protratto aumento del risparmio lordo (cfr. grafico D). In termini di semplice identità contabile, il saldo di conto corrente corrisponde sostanzialmente alla differenza tra risparmio e investimenti interni, ovvero accreditamento netto o indebitamento netto. L'ampliamento della posizione creditoria netta dell'area dell'euro negli

Grafico D

Risparmio lordo e investimenti nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2016.

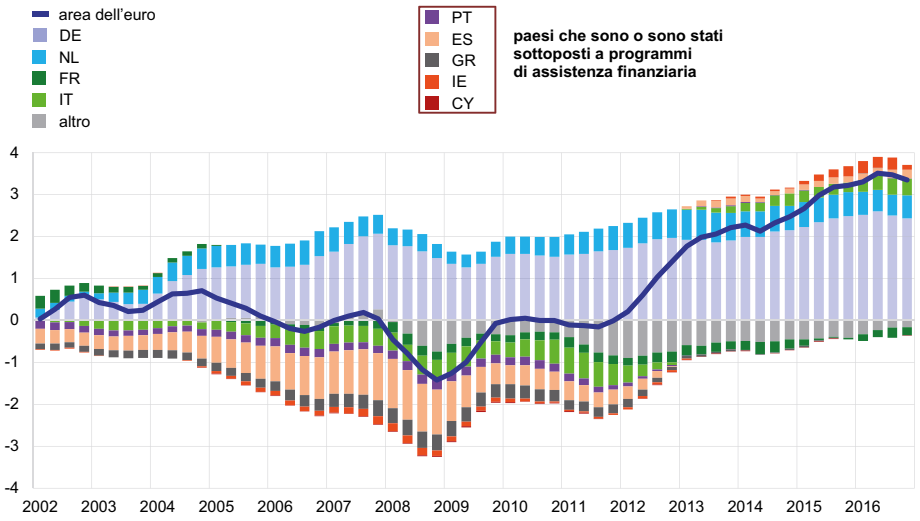
anni precedenti rifletteva un costante aumento del risparmio lordo in presenza di un andamento declinante degli investimenti (rispetto al PIL). Tuttavia, dal momento in cui nel 2013 l'attività economica ha ricominciato a espandersi, entrambe le grandezze sono aumentate rispetto al PIL. Il settore privato attualmente registra una posizione creditoria netta, mentre il settore pubblico continua ad avere una posizione debitoria netta che si è tuttavia ridotta significativamente negli ultimi anni.

La Germania ha fornito il contributo maggiore all'avanzo del conto corrente nel 2016, sebbene anche altri paesi abbiano contribuito in modo significativo (cfr. grafico E). Nel 2016 il surplus della Germania era pari al 2,4 per cento del PIL dell'area dell'euro, seguito da quello dei Paesi Bassi (0,6 per cento), mentre contributi positivi, tra lo 0,1 e lo 0,4 per cento del PIL dell'area, sono stati forniti da Italia, Spagna e Irlanda. Per contro, la Francia ha registrato un disavanzo del conto corrente pari allo 0,2 per cento del PIL dell'area.

Grafico E

Saldo di conto corrente dell'area dell'euro e di alcuni paesi dell'area

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



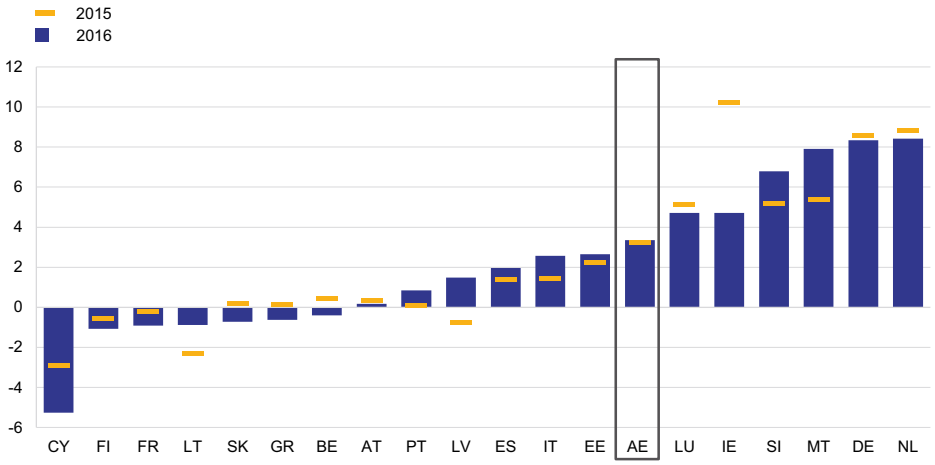
Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: la seconda colonna della legenda indica i paesi che sono o sono stati sottoposti a programmi di assistenza finanziaria. La voce "altro" comprende i paesi dell'area dell'euro non riportati nel grafico e una discrepanza statistica che tiene conto del fatto che la somma dei dati a livello di singolo paese non sempre corrisponde al dato complessivo per l'insieme dell'area. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2016.

Nel 2016 gli andamenti del conto corrente nei singoli paesi dell'area dell'euro sono stati relativamente eterogenei (cfr. grafico F). I paesi dell'area dell'euro che prima della crisi finanziaria internazionale mostravano ampi disavanzi di conto corrente hanno registrato una correzione significativa nel corso del processo di aggiustamento esterno degli ultimi anni e, in molti casi, hanno visto i loro deficit trasformarsi in surplus. Nel 2016 i miglioramenti di maggior rilievo rispetto all'anno precedente hanno riguardato Malta e la Lettonia; anche gli avanzi di Slovenia, Italia, Portogallo, Spagna ed Estonia sono ulteriormente aumentati. Il deterioramento più marcato, seppur partendo da un avanzo elevato, è stato registrato dall'Irlanda, seguita da Cipro che ha

Grafico F

Saldi di conto corrente dell'area dell'euro e dei paesi dell'area

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

fatto registrare un incremento del disavanzo. Nel 2016 i cospicui e persistenti avanzi del conto corrente di Germania, Paesi Bassi e Lussemburgo si sono lievemente ridotti.

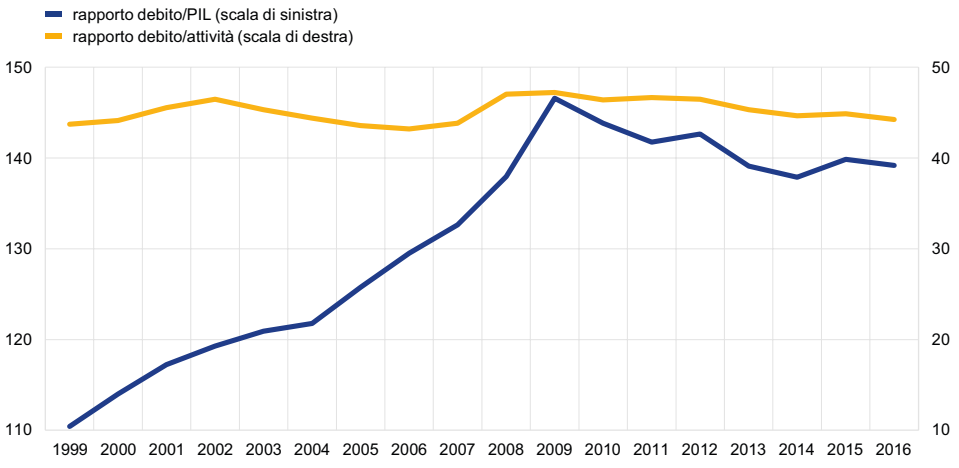
5 Indebitamento del settore privato e riduzione della leva finanziaria nei paesi dell'area dell'euro

Nel periodo antecedente la crisi in molti paesi dell'area dell'euro si è registrata una crescita del rapporto fra debito del settore privato e PIL. Nel periodo che ha preceduto la crisi finanziaria la crescita sostenuta della domanda e il connesso boom del credito hanno portato a livelli elevati di debito interno in vari paesi dell'area dell'euro. Nell'intera area dell'euro il debito del settore privato (il debito cioè delle famiglie e delle società non finanziarie)[1] è salito dal 110 per cento del PIL nel 1999 al 147 per cento del PIL nel 2009 (cfr. grafico A). Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la crescita dal 1999 fino al livello massimo registrato è stata significativamente più elevata rispetto a quella osservata per l'area dell'euro nel suo insieme (cfr. grafico B). La Germania è l'unico paese in cui il rapporto fra debito del settore privato e PIL ha registrato una dinamica discendente a partire dal 1999. Il rapporto fra debito del settore privato e PIL, che può essere considerato una misura della capacità di rimborsare il debito sul medio e lungo periodo, prima del 2009 mostrava chiaramente una tendenza al rialzo. Tale tendenza, tuttavia, è molto meno evidente se si guarda al debito come percentuale del totale attivo (l'indice di leva finanziaria), elemento che nella fase di crescita antecedente la crisi non ha segnalato la possibilità che si stesse creando un eccesso di indebitamento. L'indice di leva finanziaria si misura sulla base dei prezzi di mercato delle attività e l'evoluzione di tali prezzi ha in parte celato la vulnerabilità associata all'aumento dell'indebitamento. Il presente riquadro passa in rassegna i recenti andamenti dell'indebitamento e della riduzione della leva finanziaria nel settore privato, con particolare riferimento al rapporto fra debito e PIL inteso come strumento di misurazione.

Grafico A

Debito privato nell'area dell'euro

(valori percentuali)



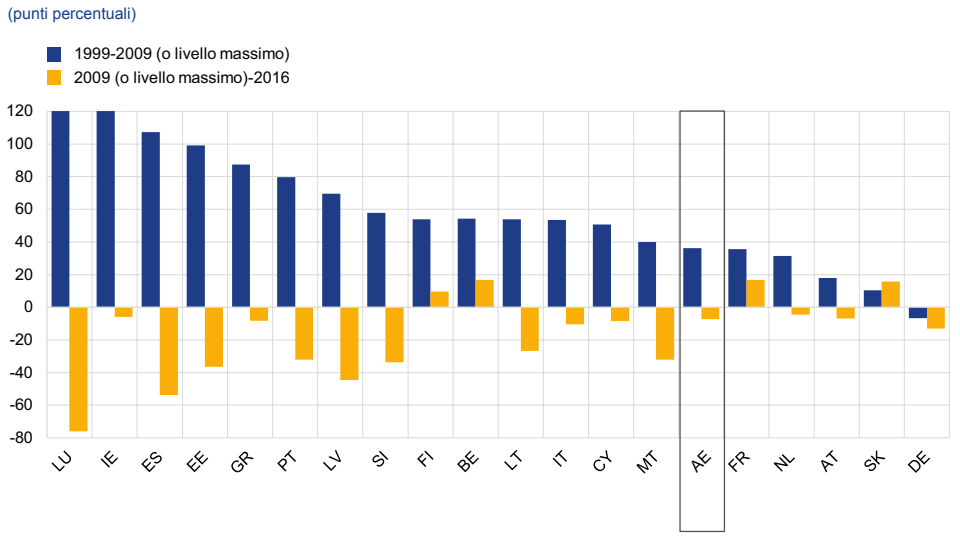
Fonte: Eurostat.
Nota: il totale attivo include attività finanziarie e attività non finanziarie (ricchezza residenziale e attività fisse di società non finanziarie).

[1] Nel presente riquadro, il debito del settore privato è definito come la somma dei prestiti complessivi concessi a famiglie e società non finanziarie al netto dei prestiti intrasettoriali e dei titoli di debito emessi da società non finanziarie. La definizione utilizzata corrisponde a quella adottata nel quadro di valutazione della Procedura per gli squilibri macroeconomici. Tale definizione non include i diritti pensionistici. Nel 2016 il debito del settore privato per l'intera area dell'euro inclusi i diritti pensionistici era pari al 143 per cento del PIL, mentre esclusi i diritti pensionistici era pari al 139 per cento del PIL.

Il debito del settore privato in percentuale del PIL ha manifestato, a partire dal livello massimo registrato nel 2009, una leggera tendenza decrescente nell'area dell'euro nel suo insieme. Il debito del settore privato è sceso dal 147 per cento del PIL nel 2009 al 139 per cento del PIL nel 2016. Dietro questo calo, relativamente modesto, si nascondono notevoli differenze fra i vari paesi. In alcuni paesi fortemente indebitati i rapporti fra debito del settore privato e PIL sono diminuiti sensibilmente rispetto al proprio livello massimo. Tale riduzione è stata molto evidente in Spagna (54 punti percentuali rispetto al livello massimo raggiunto nel 2009), pari a metà della crescita registrata nel corso dei dieci anni precedenti. È stata considerevole anche in Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Portogallo e Slovenia (cfr. grafico B). Per contro, tale rapporto non ha fatto registrare riduzioni rilevanti in altri paesi fortemente indebitati, il cui rapporto fra debito del settore privato e PIL è superiore al 200 per cento (Irlanda, Cipro e Paesi Bassi). Il rapporto fra debito del settore privato e PIL è cresciuto con continuità nell'arco degli ultimi 18 anni in Belgio, Francia, Slovacchia e Finlandia.

Grafico B

Variazione dei rapporti debito del settore privato/PIL



Fonte: Eurostat.
Note: la barra blu è troncata per LU (157 punti percentuali) e per IE (136 punti percentuali). In EE, ES, LT, MT, NL, AT e PT il livello massimo è stato raggiunto nel 2009; in LU nel 2007; in LV e SI nel 2010; in IE, GR e IT nel 2012; in CY nel 2014.

I rapporti fra debito del settore privato e PIL sono rimasti molto eterogenei fra i vari paesi dell'area dell'euro anche dopo le correzioni degli squilibri successive alla crisi. Il grafico C mostra che alla fine del 2016 i rapporti fra debito del settore privato e PIL oscillavano fra il 50 per cento e il 350 per cento. Nella maggior parte dei paesi il rapporto fra debito del settore privato e PIL supera il 100 per cento e dieci paesi dell'area dell'euro si collocano sopra la soglia del 133 per cento del PIL fissata nel quadro di valutazione della Procedura per gli squilibri macroeconomici (cfr. grafico C). Tale soglia, pur essendo un semplice indicatore statistico[2] che non tiene conto dei fondamentali economici, suggerisce che alcuni

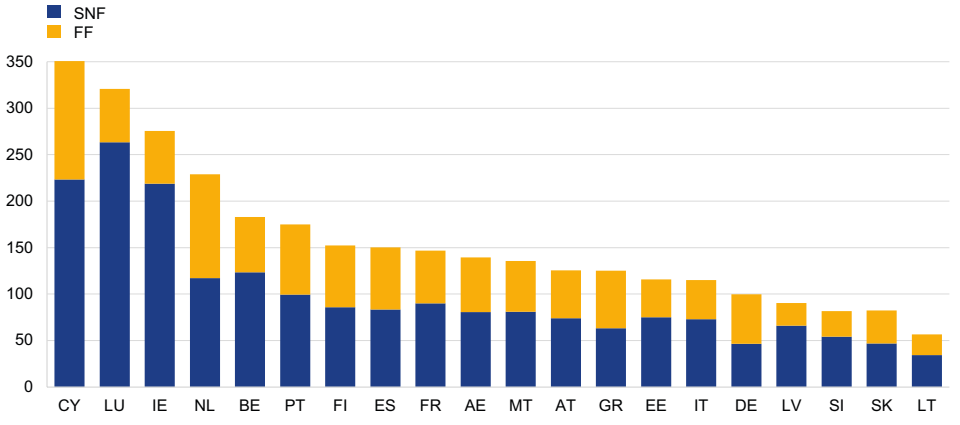
[2] La soglia è calcolata come valore limite del terzo quartile della distribuzione del debito privato per l'intera UE nel periodo 1995-2007.

paesi potrebbero avere ancora bisogno di ridurre la propria leva finanziaria. Va ricordato che per una valutazione definitiva sull'entità dell'esigenza di ridurre la leva finanziaria sarebbe necessario effettuare anche un'analisi aggiuntiva sulla distribuzione del debito nel settore delle famiglie e in quello delle società non finanziarie, corredata delle rispettive caratteristiche sottostanti.

Grafico C

Debito delle società non finanziarie (SNF) e delle famiglie (FF) (2016)

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.
Nota: per CY il debito complessivo (di società non finanziarie e famiglie) è pari al 350,6 per cento.

La scomposizione tra debito detenuto dalle famiglie (FF) e debito detenuto da società non finanziarie (SNF) indica che in media l'incidenza di quest'ultimo è più elevata. Vi sono tre eccezioni: la Germania, dove la quota del debito detenuto dalle FF è maggiore rispetto alla quota detenuta dalle SNF; la Grecia e i Paesi Bassi, in cui le quote del debito detenute da ciascun settore sono più o meno equivalenti. Il rapporto fra debito e PIL relativo alle SNF è molto elevato in Irlanda, a Cipro e in Lussemburgo. In tali paesi, tuttavia, sull'ammontare del debito detenuto dalle SNF incidono in particolar modo i cospicui prestiti infragruppo su base transfrontaliera.

Un numero crescente di ricerche empiriche mostra che livelli elevati di debito del settore privato possono avere effetti fortemente negativi sull'evoluzione futura dell'economia. A livelli moderati, l'indebitamento privato aiuta a modulare i consumi e favorisce la crescita economica. Per contro, un aumento eccessivo del debito del settore privato sul medio periodo può incidere negativamente sull'accumulazione di capitale e portare a una flessione della crescita economica[3]. Gli investimenti infatti si riducono poiché le società hanno bisogno di reddito per ripagare il proprio debito e anche il consumo privato si riduce in quanto le famiglie con un debito eccessivo devono risparmiare maggiormente per far fronte al servizio del debito. Ne risente anche l'attività di erogazione del credito da parte delle banche, poiché un elevato indebitamento nel settore privato si associa sovente a quote crescenti di crediti deteriorati, che tendono a erodere le riserve di capitale

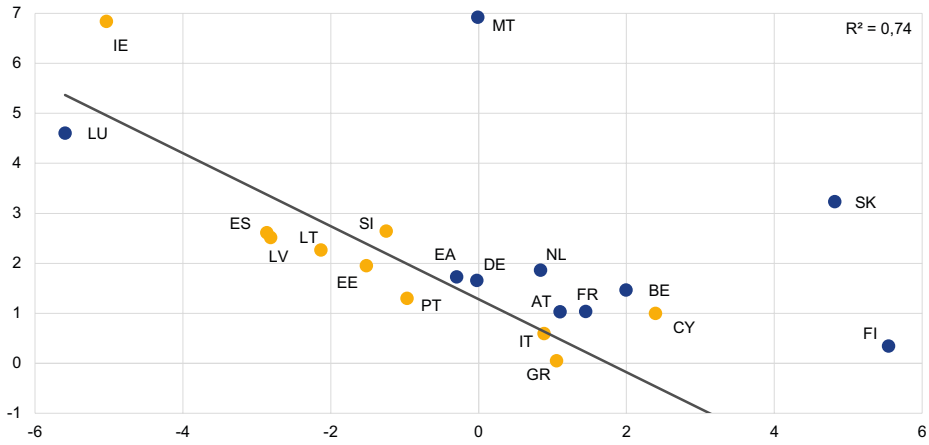
[3] Cfr. Myers, S.C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, n. 2, 1977, pagg. 145-175.

delle banche[4]. Analisi empiriche mostrano che tali effetti avversi si verificano solo superata una certa soglia[5]. Vi sono inoltre evidenze del fatto che ritardi nella gestione dell'eccesso di debito (debt overhang) possono portare a tassi di uscita più bassi per le imprese e possono incidere in maniera fortemente negativa sul livello di riallocazione di capitale e lavoro fra imprese e settori, implicando una riduzione della produttività aggregata dell'economia nel medio periodo[6]. È quindi importante monitorare gli andamenti dell'indebitamento del settore privato, il rischio di eccesso di debito e qualunque conseguenza associata a una forte esigenza di ridurre la leva finanziaria.

Grafico D

Variazioni nel credito (2008-2013) e successive variazioni del PIL pro capite in termini reali (2013-2016)

(asse delle ascisse: crescita media del credito al settore privato 2008-2013; asse delle ordinate: crescita media del PIL pro capite in termini reali 2013-2016)



Fonte: Eurostat.
Note: per IE, la crescita del PIL pro capite in termini reali è calcolata come media fra 2013-2014 e 2016, mentre il 2015 è stato escluso dal calcolo a causa di distorsioni di natura statistica. I punti gialli vengono utilizzati per indicare i paesi che sono stati interessati da correzioni particolarmente impegnative nel periodo tra il 2008 e il 2010. Comprendono i paesi dell'area dell'euro che nel periodo tra il 2008 e il 2010 avevano in media credit default swaps (CDS) oltre i 150 punti base.

Il processo di riduzione della leva finanziaria nei diversi paesi dell'area dell'euro si è delineato come il risultato congiunto della crescita del PIL in termini nominali e di una riduzione del debito privato. Le evidenze empiriche mostrano che un processo di riduzione della leva finanziaria rapido e realizzato in un arco temporale ridotto tende ad associarsi a effetti positivi sul prodotto nel medio periodo[7]. Quanto sopra sembra confermato dall'esperienza osservata nell'area dell'euro, in cui casi di riduzione tempestiva e celere della leva finanziaria

4 Cfr. Mian, A.R., Sufi, A. e Verner, E., "Household debt and business cycles worldwide", *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 21581, settembre 2015.

5 Cfr. Cecchetti S., Mohanty M. e Zampolli F., "The real effects of debt", *BIS Working Papers*, n. 352, settembre 2011.

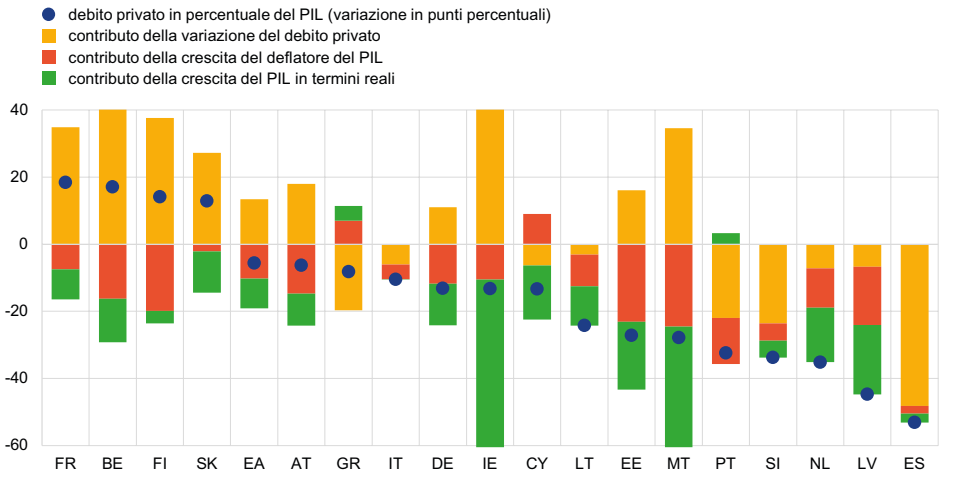
6 Cfr. Schivardi, F., Sette, E. e Tabellini, G., "Credit Misallocation During the European Financial Crisis", *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, n. DP11901, marzo 2017; McGowan, M.A., Andrews, D. e Millot, V., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", *OECD Working Papers*, n. 1372, gennaio 2017.

7 Cfr. Chen, S., Kim, M., Otte, M., Wiseman K. e Zdzienicka, A., "Private sector deleveraging and growth following busts", *IMF Working Papers*, n. 15/35, febbraio 2015.

(ad esempio in Estonia, Irlanda, Spagna, Lettonia, Lituania e Slovenia) si sono associati a un conseguente incremento della crescita del PIL pro capite in termini reali (cfr. grafico D). Il grafico E mostra che in quattro paesi (Grecia, Spagna, Portogallo e Slovenia) il processo di riduzione della leva finanziaria ha avuto luogo perlopiù tramite una riduzione del debito nominale, vale a dire tramite rimborso o cancellazione del debito. In cinque paesi (Italia, Cipro, Lettonia, Lituania e Paesi Bassi) si è delineato come il risultato congiunto di una riduzione del debito nominale e di un aumento del PIL in termini nominali. In cinque paesi (Germania, Estonia, Irlanda, Malta e Austria) il processo di riduzione della leva finanziaria è stato riconducibile esclusivamente alla crescita del PIL in termini nominali. Il grafico mostra altresì che andamenti sfavorevoli riguardanti il PIL in termini nominali hanno influenzato negativamente il processo di riduzione del debito in Grecia, Cipro e Portogallo.

Grafico E

Scomposizione delle variazioni del rapporto debito del settore privato/PIL dai livelli massimi fino al quarto trimestre del 2016.



Fonte: Eurostat.
Note: nell'area dell'euro, in EE, ES, LT, MT, NL, AT e PT il livello massimo è stato raggiunto nel 2009; in LV e SI nel 2010; in IE, GR e IT nel 2012; in CY nel 2014. La barra verde è troncata per IE (-86,4 punti percentuali) e MT (-37,8 punti percentuali); la barra gialla è troncata per BE (+46,3 punti percentuali) e IE (+83,7 punti percentuali).

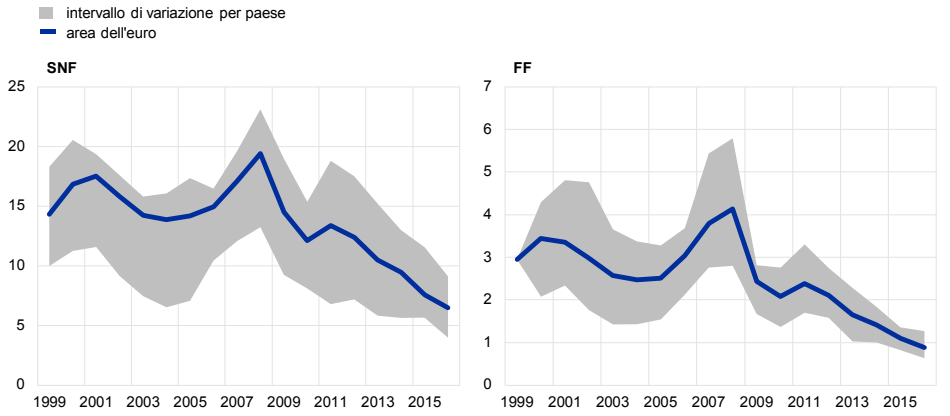
Il processo di riduzione della leva finanziaria attualmente in atto è stato sospinto da una considerevole riduzione della spesa per interessi. La struttura per scadenze e la spesa per interessi forniscono una misura dell'onere del debito sul breve periodo e possono quindi offrire indicazioni sui rischi a breve termine associati alla capacità di rispettare le scadenze per il rimborso del debito. In genere, non sono disponibili i dati aggregati sulla struttura media per scadenze di prestiti e titoli di famiglie e imprese; il rapporto tra spesa per interessi e reddito può però costituire un indicatore di breve periodo delle potenziali difficoltà dei debitori. Tale indicatore è riportato nel grafico F, nel quale la linea blu indica il rapporto medio tra spesa per interessi e reddito per l'area dell'euro, mentre le aree ombreggiate rappresentano lo scarto interquartile nei paesi dell'area dell'euro. I rapporti tra spesa per interessi e reddito di entrambi i settori (FF e SNF) condividono un andamento al ribasso, in particolare a partire dal 2009. Per l'area dell'euro nel suo insieme la media della

spesa per interessi delle famiglie è scesa dal 4,1 per cento (nel 2008) allo 0,9 per cento (nel 2016) del reddito disponibile lordo, mentre la media della spesa per interessi delle SNF è scesa dal 19,4 per cento (nel 2008) al 6,5 per cento (nel 2016) del margine operativo lordo. L'eterogeneità fra paesi, tuttavia, ha caratteristiche diverse nei due settori. Se da un lato le differenze tra paesi in relazione agli oneri per interessi a carico delle famiglie sembrano aver subito una contrazione dall'insorgere della crisi, per le SNF il rapporto tra spesa per interessi e reddito continua a mostrare un'eterogeneità relativamente marcata. Il grado di eterogeneità più alto riscontrato per le SNF mostra che, fra i vari paesi, il premio per il rischio associato al debito delle SNF è allo stato attuale più elevato rispetto al premio per il rischio associato al debito delle famiglie.

Grafico F

Rapporto tra spesa per interessi e reddito di società non finanziarie (SNF) e famiglie (FF).

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.
Note: per le famiglie il reddito è misurato in termini di reddito disponibile lordo, mentre per le società non finanziarie in termini di margine operativo lordo. L'intervallo di variazione per paese rappresenta lo scarto interquartile nei paesi dell'area dell'euro. I dati relativi alle famiglie non sono disponibili per Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Slovacchia. I dati relativi alle società non finanziarie non sono disponibili per Lussemburgo e Malta.

In prospettiva, tenuto conto degli alti livelli di indebitamento di alcuni paesi, l'esigenza di ridurre la leva finanziaria potrebbe perdurare. Il presente riquadro ha mostrato che la ripresa del PIL e il contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse hanno favorito il processo di riduzione della leva finanziaria. Un'ulteriore riduzione potrebbe verificarsi per effetto dell'espansione del PIL in termini nominali. Dal punto di vista delle politiche, meccanismi di ristrutturazione del debito più efficaci faciliterebbero gli aggiustamenti di bilancio. Nello specifico, politiche tese a migliorare ulteriormente i regimi normativi in materia di insolvenza (ad esempio incrementando l'efficienza dei procedimenti giudiziari e dei meccanismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie) potrebbero contribuire in modo significativo a una riduzione rapida e durevole del credito in sofferenza, condurre a salvataggi più efficienti delle imprese sane e incrementare il recupero del credito da parte dei prestatori.

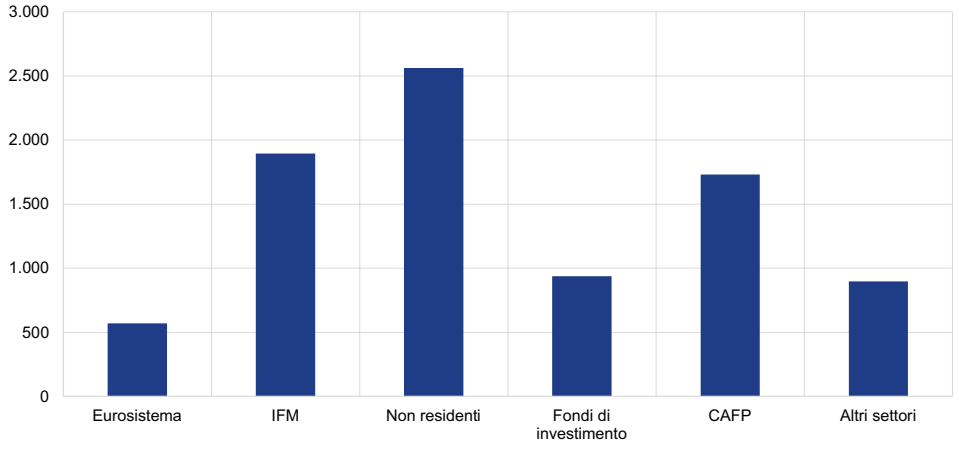
6 Quali settori hanno venduto i titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema?

Alla fine del 2014, immediatamente prima dell'inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), tre settori detenevano quasi tre quarti di tutti i titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area. La quota più ampia, corrispondente al 30 per cento delle consistenze totali in essere, era detenuta dai non residenti nell'area dell'euro, un settore eterogeneo composto principalmente da investitori istituzionali (sia privati sia pubblici), ma anche da operatori molto attivi sul mercato. Una quota pari al 22 per cento era detenuta dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) diverse dall'Eurosistema (d'ora in avanti definite semplicemente IFM). Una quota pari al 20 per cento faceva capo alle compagnie di assicurazione e ai fondi pensione (CAFP), che si caratterizzano come investitori a lungo termine con spiccate preferenze per specifiche fasce di scadenze. Tra i rimanenti settori, i fondi di investimento diversi da quelli comuni monetari detenevano la quota maggiore, pari all'11 per cento dei titoli di Stato in essere dell'area dell'euro. Le quote restanti erano distribuite tra l'Eurosistema (7 per cento) e tutti gli altri settori (famiglie, società non finanziarie e intermediari finanziari non classificati tra i settori sopra elencati), che nell'insieme rappresentavano il residuo 10 per cento del totale (cfr. grafico A).

Grafico A

Titoli di debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro detenuti da ciascun settore prima del PSPP (quarto trimestre del 2014)

(consistenze in essere in miliardi di euro)



Fonte: BCE, in base ai conti settoriali trimestrali.
Nota: alla fine del quarto trimestre del 2014, le consistenze in essere totali dei titoli di debito emessi dal settore della pubblica amministrazione dell'area dell'euro ammontavano a 8.600 miliardi di euro.

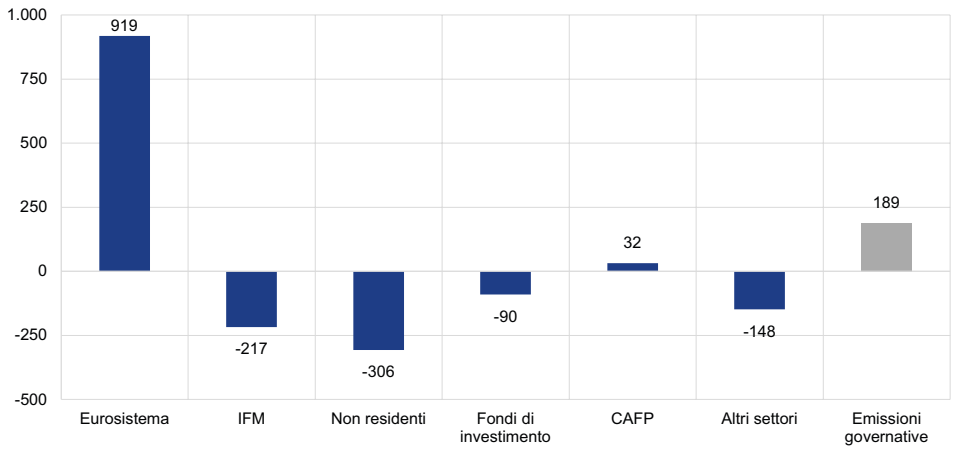
Al netto degli effetti di valutazione e riclassificazione, le contrazioni più pronunciate relative al portafoglio dei titoli di Stato dell'area dell'euro dall'inizio del PSPP hanno riguardato i settori dei non residenti e delle IFM. Tra il secondo trimestre del 2015 e il quarto trimestre del 2016, l'Eurosistema ha

acquistato un ammontare netto pari a 919 miliardi di euro[1]. Praticamente tutti gli altri settori hanno registrato flussi negativi, con punte di -306 miliardi di euro per i non residenti e -217 miliardi per le IFM (cfr. grafico B). Tuttavia l'analisi dei flussi effettivi non fornisce un quadro accurato di come gli acquisti dell'Eurosistema abbiano influito sul comportamento di ciascun settore rispetto ai titoli di Stato dell'area. Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione (CAFP), ad esempio, hanno acquisito un ammontare netto pari a 32 miliardi di euro nel periodo tra il secondo trimestre del 2015 e il quarto trimestre del 2016. Ciò non significa che il PSPP non abbia avuto impatto sugli acquisti di titoli di Stato da parte delle CAFP, poiché l'effetto può essere calcolato solo in relazione agli acquisti che ciascun settore avrebbe portato a termine e a come l'emissione di nuovi titoli di debito si sarebbe distribuita tra i settori in assenza del PSPP.

Grafico B

Flussi netti di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro suddivisi per settore tra il secondo trimestre del 2015 e il quarto trimestre del 2016

(miliardi di euro)



Fonte: BCE, in base ai conti settoriali trimestrali.

Si stima che, dall'avvio del PSPP, i non residenti e in misura minore le IFM, abbiano ridotto in termini assoluti, le quote di titoli di Stato detenuti più di ogni altro settore. Per analizzare la risposta di ciascun settore agli acquisti di obbligazioni governative da parte dell'Eurosistema occorre innanzitutto effettuare una stima dei flussi netti che si sarebbero verificati in assenza del PSPP (ovvero dei flussi controfattuali). Ciò è possibile utilizzando variabili che determinano tipicamente il comportamento di acquisto di ciascun settore ma che non sono

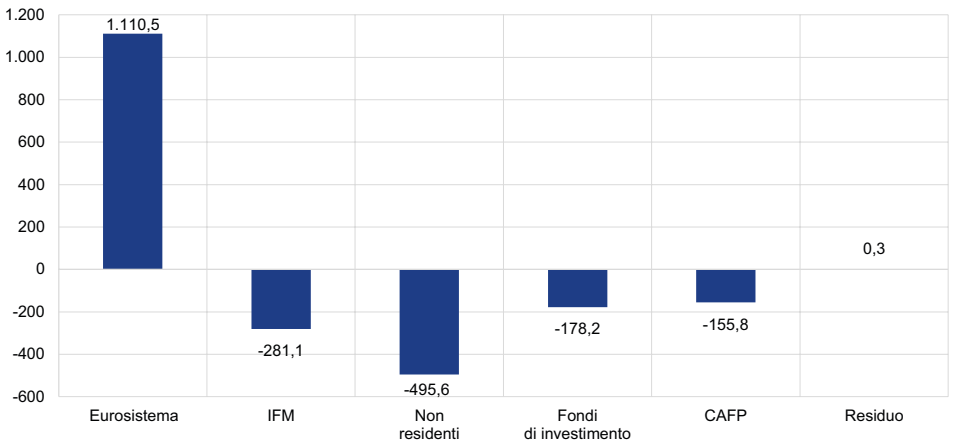
[1] Gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema includono anche i rimborsi nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e gli acquisti netti nell'ambito dell'ANFA (Agreement on Net Financial Assets). Gli acquisti effettuati nell'ambito del PSPP, inoltre, comprendono alcuni titoli non riportati nella classificazione statistica dei titoli di Stato. Tali fattori spiegano la discrepanza tra le cifre riportate in questo riquadro e i dati sugli acquisti nell'ambito del PSPP effettivi pubblicati sul sito Internet della BCE.

influenzate dal PSPP[2]. L'impatto del PSPP sulle quote di titoli di Stato di ciascun settore viene calcolato come la differenza tra i flussi effettivi e quelli controfattuali. Le stime indicano che tra marzo 2015 e marzo 2017 i non residenti avrebbero ridotto il proprio portafogli di titoli di Stato dell'area dell'euro di 496 miliardi di euro rispetto all'ipotesi che avrebbe prevalso nel caso di acquisti netti di obbligazioni governative da parte dell'Eurosistema pari a zero (cfr. grafico C). Tale importo è equivalente al 45 per cento degli acquisti netti di obbligazioni governative effettuati dall'Eurosistema nel periodo da marzo 2015 a marzo 2017. Un calcolo analogo indica che le IFM hanno ridotto le proprie quote dell'equivalente di circa il 25 per cento (281 miliardi di euro) degli acquisti netti dell'Eurosistema. Si stima inoltre che le quote dei fondi di investimento e delle CAFP si siano ridotte, rispettivamente, dell'equivalente del 16 e del 14 per cento degli acquisti netti dell'Eurosistema[3]. Tali risultati non sorprendono se si considera che i non residenti e le IFM detenevano le quote maggiori di obbligazioni governative prima dell'avvio del PSPP.

Grafico C

Impatto stimato del PSPP sulle quote di titoli di Stato dell'area dell'euro, suddiviso per settore in termini di flussi (da marzo 2015 a marzo 2017)

(flussi cumulati in miliardi di euro)



Fonti: statistiche di bilancio delle IFM per le IFM, bilancia dei pagamenti per i non residenti, statistiche dei fondi di investimento per i fondi di investimento, conti settoriali trimestrali per le CAFP, emissioni di titoli dell'area dell'euro per l'emissione di titoli di Stato e DataStream per l'indice di volatilità VIX (le ultime due fonti sono utilizzate solo per la stima degli acquisti netti controfattuali).

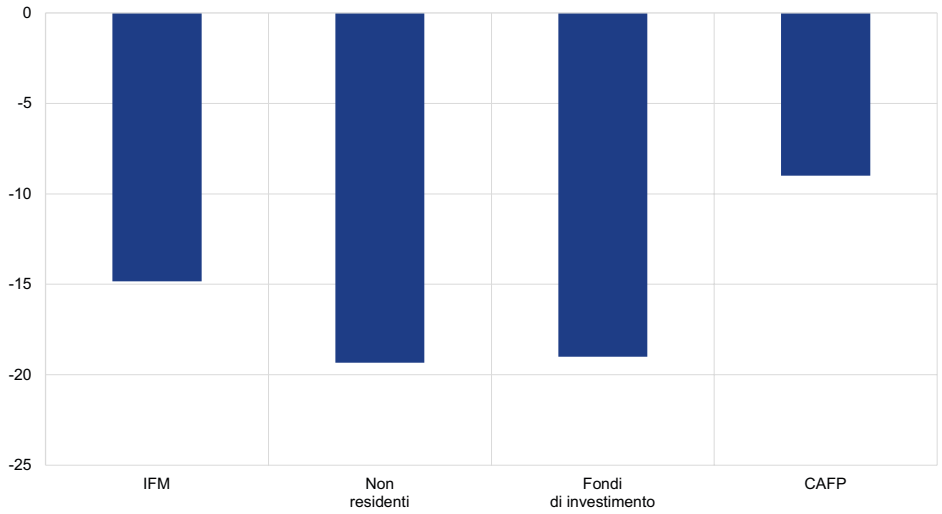
[2] Le stime seguono l'approccio di Joyce et al. (Joyce, M., Liu, Z. e Tonks, I., "Institutional investors and the QE portfolio balance channel", *Journal of Money, Credit & Banking*, di prossima pubblicazione). Per le IFM e i non residenti, i regressori sono rappresentati dall'emissione netta di titoli di Stato, dagli acquisti netti dell'Eurosistema prima del PSPP e dal VIX, un indice che cattura la volatilità del mercato internazionale. Per i fondi di investimento e le CAFP si utilizzano variabili che rappresentano il lato delle passività dei settori, per la precisione l'emissione netta di quote/partecipazioni per i fondi di investimento e le riserve tecniche di assicurazione per le CAFP, poiché le decisioni di investimento di tali settori sono generalmente influenzate in larga misura dai risarcimenti al cliente. Per ulteriori dettagli sull'implementazione di questo approccio per l'area dell'euro, cfr. Adalid, R. e Palligkinis, S., "*Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme*" SSRN, mimeo, dicembre 2016.

[3] I grafici B e C contengono differenze nei dati sottostanti dovute all'uso di diversi intervalli temporali e fonti di dati. Il grafico B riporta i flussi per tutti i settori in maniera coerente sulla base dei conti settoriali trimestrali, attualmente disponibili solo fino al quarto trimestre del 2016. Il grafico C utilizza statistiche settoriali individuali. Tali statistiche sono disponibili su base mensile per i non residenti e per le IFM, che rappresentano i due settori più rilevanti ai fini dell'analisi condotta in questo riquadro. Ciò consente di far partire l'analisi contemporaneamente all'avvio del PSPP, a marzo 2015, e di estenderla fino a marzo 2017.

Grafico D

Impatto stimato del PSPP sulle quote di titoli di Stato dell'area dell'euro, suddiviso per settore (da marzo 2015 a marzo 2017), in relazione alle quote precedenti al programma

(percentuali di consistenze in essere nel 4° trim. del 2014)



Fonti e note: cfr. grafici A e C.

In relazione alle quote inizialmente detenute, si stima che i non residenti e i fondi di investimento rappresentino i settori che hanno reagito con maggior vigore agli acquisti dell'Eurosistema. Per valutare la risposta relativa di ciascun settore agli acquisti dell'Eurosistema, l'impatto stimato è espresso in relazione alle quote detenute da un determinato settore prima del PSPP. Da tale confronto emerge che i non residenti e i fondi di investimento sono stati i settori più reattivi, con un impatto su entrambi pari a circa il 20 per cento delle relative quote di titoli di Stato dell'area dell'euro prima del PSPP. Per contro, la reazione delle CAFP, che rappresentano uno dei settori detentori della maggior parte delle quote di obbligazioni governative, corrisponde a meno del 10 per cento delle quote detenute dal settore prima del PSPP. Con il 15 per cento, infine, il settore delle IFM ha mostrato una reazione intermedia. La risposta relativamente esigua delle CAFP riflette probabilmente le strategie di investimento del settore, governate dall'esigenza di adempiere ai propri impegni sul lungo periodo e soggette a considerevoli vincoli regolamentari. Per contro, i settori dei non residenti e dei fondi di investimento comprendono con ogni probabilità una quota più ampia di operatori di mercato attivi, motivati in prevalenza da considerazioni relative ai rendimenti.

7 Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017

Il 22 maggio la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni specifiche per paese in materia di politica economica e di bilancio di tutti gli Stati membri dell'UE esclusa la Grecia, unitamente alle raccomandazioni per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita (PSC) dell'UE per i singoli paesi. Le raccomandazioni specifiche per paese sono state perfezionate e approvate dai ministri dell'Economia e delle Finanze degli Stati membri il 16 giugno. Saranno approvate dal Consiglio europeo il 22 e 23 giugno e pubblicate a metà luglio[1]. Le raccomandazioni del Consiglio in materia di politica di bilancio sono volte ad assicurare che i paesi dell'UE rispettino il PSC e, per questo, contengono valutazioni sugli aggiornamenti dei programmi di stabilità e convergenza del 2017 che i governi hanno sottoposto alla Commissione europea e al Consiglio nel corso di aprile. Le raccomandazioni specifiche relative alle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro, formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017, dovrebbero essere recepite nei documenti programmatici di bilancio per il 2018. Tali documenti dovranno essere sottoposti all'Eurogruppo e alla Commissione europea entro metà ottobre. In tale contesto, il presente riquadro esamina le raccomandazioni di politica di bilancio indirizzate ai 18 paesi dell'area dell'euro.

Secondo le previsioni economiche di primavera 2017 elaborate dalla Commissione europea, il miglioramento della posizione di bilancio dell'area dell'euro è accompagnato da un diverso posizionamento tra paesi in relazione ai progressi compiuti verso il raggiungimento di finanze pubbliche sostenibili. Da un lato, la Commissione ha valutato che otto paesi hanno conseguito l'obiettivo di bilancio di medio termine (OMT) nel 2016[2]. Questa evoluzione favorevole contribuirà a sostenere i bilanci di questi paesi e a ridurre il loro debito pubblico nel medio termine, aumentandone la capacità di tenuta agli andamenti economici avversi. Dall'altro lato, in diversi altri paesi, gli aggiustamenti strutturali sono insufficienti rispetto ai requisiti del PSC nonostante il miglioramento delle condizioni economiche. Ciò sta ritardando il conseguimento degli OMT e la costituzione di margini di bilancio, particolarmente problematica nel caso di paesi fortemente indebitati. Attualmente le posizioni di bilancio di questi paesi tendono a essere le più lontane dai rispettivi OMT (cfr. tavola). In prospettiva, tali paesi rischiano di avere ridotti spazi di manovra nell'utilizzo delle politiche di bilancio a fini di stabilizzazione nella prossima fase recessiva e potrebbero persino dover ricorrere a un loro irrigidimento prociclico. Il possibile innalzamento dei tassi di interesse potrebbe esercitare ulteriori pressioni sui bilanci.

1 L'adozione delle raccomandazioni specifiche per paese da parte del Consiglio Economia e Finanza (Consiglio Ecofin) nella riunione prevista per l'11 luglio segnerà formalmente la fine del Semestre europeo 2017.

2 Per una definizione degli OMT cfr. il riquadro intitolato *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

Le raccomandazioni specifiche per paese della Commissione evidenziano i rischi collegati al mancato rispetto dei requisiti di aggiustamento strutturale del PSC in diversi paesi dell'area dell'euro. Secondo le previsioni della Commissione europea, né la Francia né la Spagna, ossia i paesi con un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2016, conseguiranno un aggiustamento strutturale rilevante nel periodo 2017-2018, ovvero una riduzione del disavanzo di bilancio mediante fattori diversi dall'impatto del ciclo economico e da misure di bilancio temporanee. Sono inoltre attese carenze significative rispetto ai requisiti di aggiustamento strutturale nei paesi che si trovano attualmente interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo del PSC e non hanno ancora raggiunto i rispettivi OMT. Ciò avviene in un momento in cui, per alcuni di questi paesi, tali requisiti sono stati marcatamente rivisti al ribasso al fine di tenere conto di vari fattori, tra i quali le riforme strutturali, gli ulteriori investimenti pubblici realizzati e le riforme pensionistiche, nonché i costi sostenuti per l'accoglienza dei rifugiati e la spesa aggiuntiva per la sicurezza. Nel complesso, questa flessibilità può ridurre i requisiti previsti per i paesi che non hanno raggiunto i rispettivi OMT da, in media, un aggiustamento di mezzo punto percentuale del PIL a uno di circa un quarto di punto percentuale nel 2017[3]. Si prevede tuttavia che questi paesi adottino politiche di bilancio espansive pari, in media, allo 0,3 per cento del PIL, ossia tali da indurre un deterioramento ulteriore del saldo strutturale.

Le raccomandazioni della Commissione sulle politiche di bilancio si discostano in due ambiti da quelle del passato. In primo luogo, solo i considerando delle raccomandazioni, anziché il disposto, specificano l'entità dell'aggiustamento strutturale che il Consiglio richiede ai governi per assicurare il pieno rispetto dei requisiti del PSC. In genere è il disposto a dover fornire ex-ante linee di indirizzo chiare ai governi su come gestire le finanze pubbliche nei successivi 12-18 mesi. Esso costituisce altresì una guida per i parlamenti e il pubblico in generale, oltre che un riferimento per una valutazione trasparente del rispetto del PSC ex-post. È quindi importante che gli orientamenti in materia di bilancio siano pienamente recepiti, anche nei documenti programmatici per il 2018, al fine di garantire sufficienti progressi nella direzione di finanze pubbliche solide. In secondo luogo, per tutti i paesi con requisiti di aggiustamento strutturale pari o superiori allo 0,5 per cento del PIL nel 2018, a prescindere dal livello del loro debito pubblico, i considerando stabiliscono che "la valutazione del documento programmatico di bilancio 2018 e la successiva valutazione 2018 dei risultati di bilancio dovranno tenere debitamente conto dell'obiettivo di conseguire una situazione di bilancio che contribuisca sia a rafforzare la ripresa in corso sia ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche [del rispettivo Stato membro]". Ciò potrebbe comportare riduzioni aggiuntive nei requisiti di aggiustamento strutturale rispetto a quelle accordate dalle esistenti disposizioni sulla flessibilità del PSC (secondo quanto comunicato dalla Commissione a gennaio 2015)[4]. È importante che in futuro sia garantita l'attuazione coerente delle regole su cui si basa il PSC.

[3] Sono esclusi i paesi che hanno già conseguito i rispettivi OMT.

[4] Cfr. la Comunicazione della Commissione Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita.

Tavola

Requisiti di aggiustamento strutturale nell'ambito del PSC per il periodo 2017-2018

		2016	2017		2018	
	Obiettivo di bilancio a medio termine	Saldo strutturale di bilancio*	Variazione del saldo strutturale di bilancio*	Requisito di aggiustamento strutturale nella raccomandazione specifica per paese	Variazione del saldo strutturale di bilancio*	Requisito di aggiustamento strutturale nella raccomandazione specifica per paese
Meccanismo preventivo del PSC						
Belgio	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Germania	-0,5	0,8	-0,2	pari all'OMT	-0,3	pari all'OMT
Estonia	-0,5	0,2	-0,6	pari all'OMT	-0,4	pari all'OMT
Irlanda	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
Italia	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6
Cipro	0,0	0,9	-1,1	pari all'OMT	-0,2	0,2
Lettonia	-1,0	-0,8	-0,7	pari all'OMT	-0,9	-0,3
Lituania	-1,0	-0,2	-0,7	pari all'OMT	-0,2	pari all'OMT
Lussemburgo	-0,5	2,0	-1,6	pari all'OMT	-0,2	pari all'OMT
Malta	0,0	0,4	0,0	pari all'OMT	0,2	pari all'OMT
Paesi Bassi	-0,5	0,7	-0,4	pari all'OMT	0,2	pari all'OMT
Austria	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
Portogallo	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
Slovenia	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
Slovacchia	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
Finlandia	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
Meccanismo correttivo del PSC						
Spagna (scadenza PDE 2018)	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
Francia (scadenza PDE 2017)	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Fonte: previsioni economiche di primavera 2017 (*) e raccomandazioni specifiche per paese della Commissione europea.
Note: nella tavola, i requisiti di aggiustamento strutturale sono quelli contenuti nelle raccomandazioni specifiche per paese. Per alcuni paesi nell'ambito del meccanismo preventivo, questi sono stati ridotti a seguito della flessibilità accordata per l'attuazione di riforme strutturali, investimenti pubblici aggiuntivi, ecc. Per altri paesi, questi requisiti possono essere rivisti ulteriormente al ribasso se tale flessibilità è accordata ex-post. La dicitura "pari all'OMT" significa che, secondo le previsioni della Commissione europea, il paese si trova al livello dell'OMT all'inizio dell'anno in questione. I requisiti di aggiustamento strutturale possono essere più elevati per i paesi soggetti alla regola del debito. "PDE" sta per procedura per i disavanzi eccessivi.

Il 22 maggio la Commissione europea ha pubblicato anche le raccomandazioni relative all'attuazione del PSC. La Commissione ha proposto l'abrogazione della procedura per il disavanzo eccessivo (PDE) del Portogallo entro la scadenza del 2016 e il Consiglio ha adottato la corrispondente decisione il 16 giugno. Inoltre, nelle relazioni stilate ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la Commissione ha esaminato il mancato rispetto del criterio sul debito da parte di Belgio e Finlandia nel 2016 e ha deciso di non avviare una PDE. Nel caso della Finlandia, il superamento del valore di riferimento del debito pubblico per il 3,6 per cento del PIL è stato giustificato da fattori attenuanti, fra cui la fornitura di sostegno finanziario ad altri paesi dell'area dell'euro per la salvaguardia della stabilità finanziaria e l'impatto negativo del ciclo economico. Per quanto riguarda il Belgio, la Commissione ha concluso che per il biennio 2016-2017 il paese fosse a rischio di non conformità con i requisiti del meccanismo preventivo del PSC. L'analisi ha tuttavia indicato che il criterio del debito sia da considerarsi attualmente soddisfatto, dal momento che lo scostamento prospettato può essere ancora corretto nel 2017. Quanto all'Italia, è stata rinviata la decisione sull'avvio di una PDE per violazione del criterio del debito. La Commissione intende riesaminare il rispetto del

criterio del debito sulla base del documento programmatico di bilancio per il 2018 e delle previsioni economiche d'autunno 2017. In generale, i casi di applicazione della regola del PSC relativa al debito basati sul rispetto del meccanismo preventivo nel medio termine e su dati convalidati ex post rischiano di produrre un indebito ritardo nelle decisioni finali sull'avvio di PDE per violazione del criterio del debito. Nel frattempo, carenze negli aggiustamenti strutturali rispetto ai requisiti del PSC potrebbero ulteriormente incrementare i rischi per la sostenibilità del debito. In prospettiva, perché sia garantita un'efficace attuazione della regola del PSC relativa al debito, la valutazione dell'osservanza del criterio del debito dovrebbe essere ulteriormente precisata sulla base di fattori chiaramente quantificabili[5].

In conclusione, il PSC è stato oggetto nel tempo di frequenti modifiche e interpretazioni, divenendo così molto complesso. Ciò rende più difficile un'applicazione delle norme da esso previste coerente tra paesi e nel tempo. Inoltre, la qualità di un quadro di riferimento in materia di bilancio è importante quanto la sua attuazione. A tale riguardo, l'applicazione compiuta, giuridicamente corretta e coerente delle norme del Patto di crescita e stabilità è responsabilità comune della Commissione europea e del Consiglio. È di fondamentale importanza per la credibilità del Patto.

[5] Cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

8 Il patto di bilancio: l'esame svolto dalla Commissione e i prossimi passi da seguire

Il patto di bilancio ("fiscal compact") è stato introdotto in risposta alla crisi del debito sovrano al fine di rafforzare la disciplina di bilancio e accrescere il radicamento a livello nazionale del quadro di riferimento in materia di governance di bilancio. Per raggiungere tale obiettivo si è deciso di ancorare nella legislazione nazionale i principi di una politica di bilancio rigorosa, indicati nel Patto di stabilità e crescita, e di garantire che fossero create istituzioni in grado di promuovere un confronto politico qualificato a livello nazionale su questi temi.

A tal fine, il patto di bilancio[1] obbliga i paesi partecipanti a impegnarsi legalmente ad adottare una regola per il pareggio di bilancio e a creare istituzioni che ne verifichino il rispetto. Si ritiene che la regola del pareggio di bilancio, che dovrebbe preferibilmente essere sancita a livello costituzionale, sia rispettata nel caso in cui il saldo strutturale di un paese sia in linea con l'obiettivo di medio termine specifico per paese (OMT)[2]. I paesi che non hanno ancora raggiunto il loro obiettivo di medio termine devono garantire una rapida convergenza verso di esso. In caso di significative deviazioni dalla regola, dovrebbe attivarsi automaticamente un meccanismo di correzione a livello nazionale. In riferimento a quest'ultima eventualità, la Commissione ha proposto principi comuni che specificano, tra l'altro, la natura, l'entità e l'arco temporale dell'intervento correttivo[3]. Per quanto concerne il monitoraggio istituzionale, i governi vincolati dal patto di bilancio si sono impegnati a creare istituzioni nazionali indipendenti in materia, chiamate consigli di bilancio, aventi lo scopo di controllare l'osservanza di tali norme. Queste istituzioni dovrebbero anche intervenire nell'attivazione del meccanismo di correzione in caso di deviazioni dalla regola[4]. Inoltre, coerentemente con i principi comuni, le autorità nazionali devono adeguarsi al requisito di "adeguamento o spiegazione" ("comply or explain") nel rispondere alle valutazioni dei consigli di bilancio, ossia devono attenersi alle indicazioni fornite da questi ultimi, o spiegare pubblicamente le ragioni della deviazione dalle stesse. Il patto di bilancio integra altre recenti modifiche volte a rafforzare il quadro della governance di bilancio a livello nazionale, quali la direttiva sui quadri di bilancio nazionali e il cosiddetto two-pack[5].

---

1 Il patto di bilancio fa parte del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria, che è entrato in vigore il 1° gennaio 2013 con un termine di un anno per il recepimento negli ordinamenti nazionali. È un trattato intergovernativo firmato da 25 paesi (le "parti contraenti"), 22 dei quali, segnatamente i 19 paesi dell'area dell'euro oltre a Bulgaria, Danimarca e Romania, sono formalmente vincolati dal patto di bilancio.

2 Cfr. anche l'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 del Bollettino mensile della BCE e il riquadro *Principali elementi del fiscal compact* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE.

3 Cfr. la Comunicazione della Commissione sui principi comuni.

4 Il cosiddetto "two-pack" specifica ulteriormente i compiti delle istituzioni di bilancio indipendenti e prevede la presentazione, o quanto meno l'approvazione, delle proiezioni macroeconomiche utilizzate per elaborare i documenti programmatici di bilancio.

5 Cfr. la direttiva sui quadri di bilancio nazionali e il two-pack.

La Commissione europea ha pubblicato l'esame da essa svolto sullo stato di recepimento del patto di bilancio nella legislazione nazionale a febbraio di quest'anno, tre anni dopo il termine di recepimento previsto (1° gennaio 2014)[6]**.** Tale esame da parte della Commissione è indispensabile in quanto, se si riscontra che una parte contraente non si è adeguata ai requisiti previsti per il recepimento, il caso può essere sottoposto al giudizio della Corte di giustizia europea. Inoltre, un paese potrebbe essere soggetto al pagamento di una sanzione pari a un massimo dello 0,1% del PIL qualora non si adegui al giudizio della Corte entro un determinato periodo di tempo.

Secondo l'analisi svolta dalla Commissione, tutti i paesi hanno rispettato i requisiti. Tuttavia, in alcuni casi la valutazione positiva è subordinata alla futura adozione di disposizioni integrative o di modifiche alle disposizioni vigenti. Per ogni paese l'esame concerne: a) la natura giuridica delle disposizioni adottate; b) la formulazione della regola del pareggio di bilancio; c) il meccanismo di correzione; d) l'istituzione di consigli di bilancio indipendenti. Riguardo alla stato delle disposizioni giuridiche e alla formulazione della regola del pareggio di bilancio, la Commissione ritiene che, malgrado differenze esistenti a livello nazionale, tutte le parti contraenti abbiano adeguato in maniera significativa i loro quadri di bilancio nazionali ai requisiti previsti dal fiscal compact. In particolare essa ha potuto riscontrare che tutte le parti contraenti (benché soltanto alcune lo abbiano fatto a livello costituzionale) hanno introdotto norme vincolanti per il pareggio del bilancio e hanno fissato il limite inferiore del disavanzo al -0,5% del PIL. Sussistono tuttavia differenze tra paesi circa le modalità con cui si intende assicurare una rapida convergenza verso i rispettivi obiettivi di medio termine. In alcuni paesi la definizione delle circostanze eccezionali che consentono l'applicazione delle clausole di salvaguardia sembra essere più ampia rispetto a quanto previsto dal Patto di stabilità e di crescita. L'esame della Commissione rileva inoltre differenze riguardanti l'automaticità del meccanismo di correzione e la portata degli interventi correttivi richiesti. Quanto ai consigli di bilancio, la Commissione ha confermato che il carattere del loro mandato, volto al controllo dell'osservanza delle norme, e il loro assetto istituzionale sono stati sanciti dagli ordinamenti nazionali, per quanto con vari livelli dettaglio.

La valutazione globalmente positiva elaborata dalla Commissione contrasta con il fatto che molti paesi hanno recepito solo parzialmente il patto di bilancio. Per diversi paesi la valutazione di conformità è subordinata all'assunzione di impegni formali da parte delle autorità nazionali finalizzati ad attuare le parti restanti del patto di bilancio o ad assicurare il futuro rispetto di quest'ultimo. Tuttavia tali impegni non rappresentano un adeguato sostituto delle disposizioni di legge, in quanto non sono legalmente applicabili. Impegni formali in riferimento alla regola del pareggio di bilancio sono stati assunti dalle autorità di Danimarca, Francia, Cipro, Lituania, Paesi Bassi e Romania (cfr. tavola). Inoltre, molti paesi, segnatamente Belgio, Danimarca, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo e Slovacchia non hanno ancora integrato formalmente nei loro ordinamenti il principio inderogabile di "adeguamento o spiegazione", ma si sono soltanto impegnati a rispettarlo o a emendare le disposizioni giuridiche pertinenti. Quanto al meccanismo di correzione, le disposizioni adottate dalla Francia sul merito del meccanismo stesso nonché

[6] Cfr. l'esame dello stato di recepimento del patto di bilancio svolto dalla Commissione.

la definizione delle clausole di salvaguardia elaborata dalla Lettonia consentono un certo margine di flessibilità. Infine, la Commissione ha valutato positivamente l'istituzione e la definizione dell'assetto organizzativo delle istituzioni di controllo, benché sia stato riscontrato che in alcuni paesi, per la precisione Belgio, Danimarca, Spagna Francia, Lussemburgo e Paesi Bassi, la legislazione nazionale non garantisce l'indipendenza di tale istituzioni.

Tavola

Sintesi dei "fattori condizionanti" menzionati nell'esame di conformità al patto di bilancio svolto dalla Commissione

	regola del pareggio di bilancio	meccanismo di correzione	consiglio di bilancio	principio di "adeguamento o spiegazione"
impegni formali assunti	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
chiarimenti		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
modifiche agli ordinamenti nazionali			BE	BE, GR
misure da adottare			SI	

Fonte: Commissione europea.
Note: i "fattori condizionanti" (impegni formali assunti, chiarimenti da parte delle autorità nazionali circa l'interpretazione di alcune disposizioni giuridiche, modifiche promesse agli ordinamenti nazionali e misure da adottare) fanno riferimento a quelle parti del patto di bilancio che non sono state ancora recepite nella legislazione nazionale ma al cui pieno rispetto in futuro si sono impegnate le autorità nazionali. Dalla pubblicazione dell'analisi, la Slovenia ha provveduto a nominare i membri dell'istituzione di controllo recentemente creata.

Il lento e incompleto recepimento del patto di bilancio è nel complesso deludente. Esso segnala un evidente rischio che non si concretizzi il previsto ancoraggio a livello nazionale di norme rigorose in materia di politica di bilancio. Se associato a un'attuazione del quadro di riferimento per le politiche di bilancio che può essere percepita come non sufficiente o incompleta, ciò potrebbe contribuire a minare la credibilità di una rigorosa politica di bilancio.

A seguito dell'esame svolto dalla Commissione, sarà importante verificare con attenzione che le autorità rispettino gli impegni assunti. L'analisi condotta dalla Commissione aveva essenzialmente lo scopo di verificare che i principali elementi del patto di bilancio fossero stati sanciti con sufficiente chiarezza nelle disposizioni nazionali. L'attuazione pratica di queste ultime e la loro efficacia non erano oggetto di esame. In prospettiva, sarebbe utile valutare in maniera approfondita l'efficacia del patto di bilancio[7]. Tale efficacia, declinata sotto forma di una migliore disciplina di bilancio, potrà essere garantita soltanto se e quando i paesi onoreranno a pieno gli impegni concordati e previsti dal patto di bilancio.

[7] Ciò sarà importante anche per valutare se integrare i principali elementi del patto di bilancio nella legislazione dell'UE, un'opzione prevista dal Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance.

Articolo

1 L’inflazione nell’area dell’euro e le sue determinanti interne e globali

Il presente articolo esamina il ruolo delle determinanti interne e globali dell’inflazione nell’area dell’euro, nonché il modo in cui la loro importanza relativa è mutata nel tempo. Le pressioni inflazionistiche interne derivano principalmente dalle decisioni in materia di determinazione di salari e prezzi, strettamente connesse al ciclo economico interno. Sul fronte esterno i prezzi all’importazione, in particolare quelli delle materie prime, svolgono naturalmente un ruolo importante per l’andamento dell’inflazione complessiva interna, ad esempio attraverso le componenti dell’energia e dei beni alimentari. Tuttavia, più di recente si è sostenuto che l’integrazione mondiale ha accresciuto l’impatto del ciclo economico mondiale sull’inflazione interna, contribuendo così a una convergenza degli andamenti dei prezzi in tutto il mondo. Sebbene, di fatto, le dinamiche dell’inflazione mostrino un profilo comune dai primi anni ‘90, questo è riconducibile in ampia misura al mutato orientamento di politica monetaria e all’evoluzione dei prezzi delle materie prime su scala mondiale. Per quanto riguarda gli effetti della globalizzazione, è difficile verificare empiricamente l’idea, interessante sul piano teorico, che le pressioni interne su prezzi e salari risentano sempre più degli andamenti a livello mondiale per effetto della maggiore integrazione e contendibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. In proposito riscontriamo, ad esempio, un sostegno solo limitato all’utilizzo di misure della capacità produttiva inutilizzata a livello globale e dell’integrazione nelle catene del valore mondiali ai fini delle analisi dell’inflazione nell’area dell’euro basate sulla curva di Phillips.

1 Introduzione

Nel medio termine il tasso complessivo di inflazione di un’economia è determinato dalla politica monetaria della banca centrale. Nel breve periodo, tuttavia, l’inflazione risente degli shock su prezzi e costi a livello interno ed esterno. Dal lato interno, i tassi di inflazione sono tipicamente influenzati dall’equilibrio tra domanda e offerta interne aggregate; un ruolo preponderante spetta alle aspettative di inflazione. Dal lato esterno, l’evoluzione dei prezzi risente principalmente delle oscillazioni di domanda e offerta nell’economia mondiale, che incidono sui prezzi dei beni tradable, in particolare delle materie prime, ma anche sugli andamenti dei tassi di cambio.

Vi sono diverse ragioni per cui, in tempi recenti, i fattori globali potrebbero aver inciso in misura maggiore sulle dinamiche dell’inflazione interna. Un’argomentazione è data dalla globalizzazione, che ha reso l’inflazione nazionale meno reattiva ai vincoli di capacità a livello interno. Vi sono due possibili teorie a sostegno di questa conclusione: secondo la prima, un’improvvisa espansione della domanda di beni si tradurrebbe in un incremento delle importazioni anziché dei

prezzi; in base alla seconda, la concorrenza dall'esterno limiterebbe gli incrementi di salari e prezzi nei settori aperti alla concorrenza mondiale, riducendo la sensibilità dei salari alle pressioni della domanda interna. È in questo contesto che si iscrive il ruolo centrale svolto dall'integrazione della Cina nell'economia mondiale, come illustrato nel riquadro 1. Un'altra argomentazione sottolinea il ruolo di politiche monetarie credibili che hanno stabilizzato le aspettative di inflazione e la dinamica tendenziale dei prezzi nelle economie avanzate e in molti paesi emergenti, oltre ad aver ridotto la volatilità degli andamenti dell'inflazione e il suo livello[1]. Sulla base della minore volatilità e del livello più basso dell'inflazione, la variazione dei tassi di inflazione dipenderebbe in misura proporzionalmente superiore dagli andamenti riconducibili a shock esogeni dei prezzi a livello mondiale, ad esempio le variazioni dei prezzi delle materie prime.

In letteratura ha assunto un ruolo di primo piano il concetto di "inflazione globale", vale a dire l'idea che la convergenza dei tassi di inflazione interni sia dovuta al maggiore impatto degli andamenti globali sull'inflazione interna. Un filone della letteratura dedicata all'inflazione globale si è concentrato sulla componente comune, o globale, dell'inflazione interna e sul ruolo che tale componente svolge per l'evoluzione dei prezzi a livello interno[2]. Un secondo filone ha posto l'accento sull'importanza degli ouput gap globali e dell'integrazione nelle catene produttive internazionali quali determinante dei processi inflazionistici interni[3].

Su questo sfondo, il presente articolo illustra l'impatto esercitato sull'inflazione da fattori interni ed esterni ed esamina se il loro contributo relativo sia mutato nel tempo. La trattazione è strutturata nel seguente modo: la sezione successiva si sofferma sulle determinanti dell'inflazione a livello interno e globale. La sezione 3 descrive gli elementi comuni agli andamenti dell'inflazione su scala internazionale. La sezione 4 analizza l'importanza relativa dei fattori interni e globali per l'evoluzione dell'inflazione nell'area dell'euro dopo la crisi, mentre la 5 esamina l'ipotesi che la globalizzazione abbia determinato un cambiamento nell'importanza della capacità produttiva inutilizzata a livello globale per le modellizzazioni dell'inflazione interna basate sulla curva di Phillips. L'ultima sezione conclude.

---

1 Cfr. anche Beechey, M.J., Johannsen, B.K. e Levin, A.T., "Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, n. 2, 2011, pagg. 104-129.

2 Ciccarelli e Mojon notano un significativo comovimento dei tassi di inflazione tra paesi e riscontrano che i modelli nei quali è compresa una misura dell'inflazione globale migliorano sistematicamente le previsioni parametriche dell'inflazione nazionale. Lo studio conclude che l'inflazione dovrebbe essere modellata come fenomeno globale anziché interno (cfr. Ciccarelli, M. e Mojon, B., "Global Inflation", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n. 3, agosto 2010, pagg. 524-535).

3 Borio e Filardo, ad esempio, sostengono che le misure approssimative della capacità produttiva inutilizzata a livello globale accrescono in misura considerevole la capacità esplicativa delle tradizionali equazioni di base dell'inflazione e che il peso dei fattori mondiali è aumentato nel tempo. In lavori successivi, Auer, Borio e Filardo riconducono direttamente il fenomeno che definiscono "globalizzazione dell'inflazione" alla crescente integrazione della rete dell'offerta su scala mondiale. Cfr. Borio C. e Filardo, A., "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, 2007; Auer, R., Borio, C e Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, n. 602, 2017; infine Guerrieri, L., Gust, C. e López-Salido, J.D., "International Competition and Inflation: A New Keynesian Perspective", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n. 4, 2010, pagg. 247-280.

2 Determinanti dell'inflazione a livello interno ed esterno

Nel medio termine, le aspettative di inflazione svolgono un ruolo fondamentale per il conseguimento dell'obiettivo di inflazione della banca centrale. Se saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di inflazione, le aspettative di inflazione favoriscono il raggiungimento di tale obiettivo, poiché orientano le decisioni sulla determinazione di prezzi e salari nell'economia. Una deviazione di tali aspettative dall'obiettivo di inflazione potrebbero dar luogo a dinamiche che si autoalimentano[4]. L'ancoraggio delle aspettative di inflazione è dunque un compito centrale della politica monetaria.

Nel breve periodo, le oscillazioni dell'inflazione sono influenzate da andamenti sia interni sia esterni. Si esaminano di seguito le principali determinanti dell'inflazione sia dal lato interno sia da quello esterno. Il grafico 1 fornisce una panoramica stilizzata delle determinanti dell'inflazione sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Lo IAPC, indicatore di riferimento per l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE, si fonda su di un ampio paniere di beni e servizi. Le componenti principali del paniere dei consumi alla base dell'indice sono generalmente raggruppate in beni energetici, beni alimentari, servizi e beni industriali non energetici. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari, che comprende le componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici, è una delle misure dell'inflazione di fondo.

Sul lato interno, le pressioni sui prezzi sono in gran parte determinate dagli andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto e dei margini di profitto. I salari sono un importante fattore per i costi degli input per la produzione interna. All'interno dei servizi, che costituiscono due terzi dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari, i salari rappresentano la quota più consistente dei costi degli input, pari a circa il 50 per cento; sono inoltre un importante fattore di costo per i beni industriali non energetici, con un'incidenza di circa il 20 per cento. Se i salari aumentano in misura superiore alla produttività, essi sospingono il costo del lavoro per unità di prodotto e accrescono così le pressioni dal lato dei costi per le imprese, possono quindi trasmettersi ai prezzi alla produzione e, in ultima analisi, a quelli al consumo. Il grado di trasmissione dipende in maniera cruciale dagli andamenti dei margini di profitto, strettamente legati al potere di fissazione dei prezzi delle imprese. Quest'ultimo è determinato da fattori strutturali, tra cui il grado di concorrenza e le barriere all'ingresso, ma varia anche congiunturalmente in base al ciclo della domanda.

Le spinte interne sui prezzi sono trainate dal ciclo economico interno. La disoccupazione si muove con il ciclo e un basso grado di utilizzo della capacità produttiva nei mercati del lavoro tende a esercitare pressioni al rialzo sulla crescita salariale[5]. Analogamente, l'eccesso di domanda nelle fasi ascendenti del ciclo

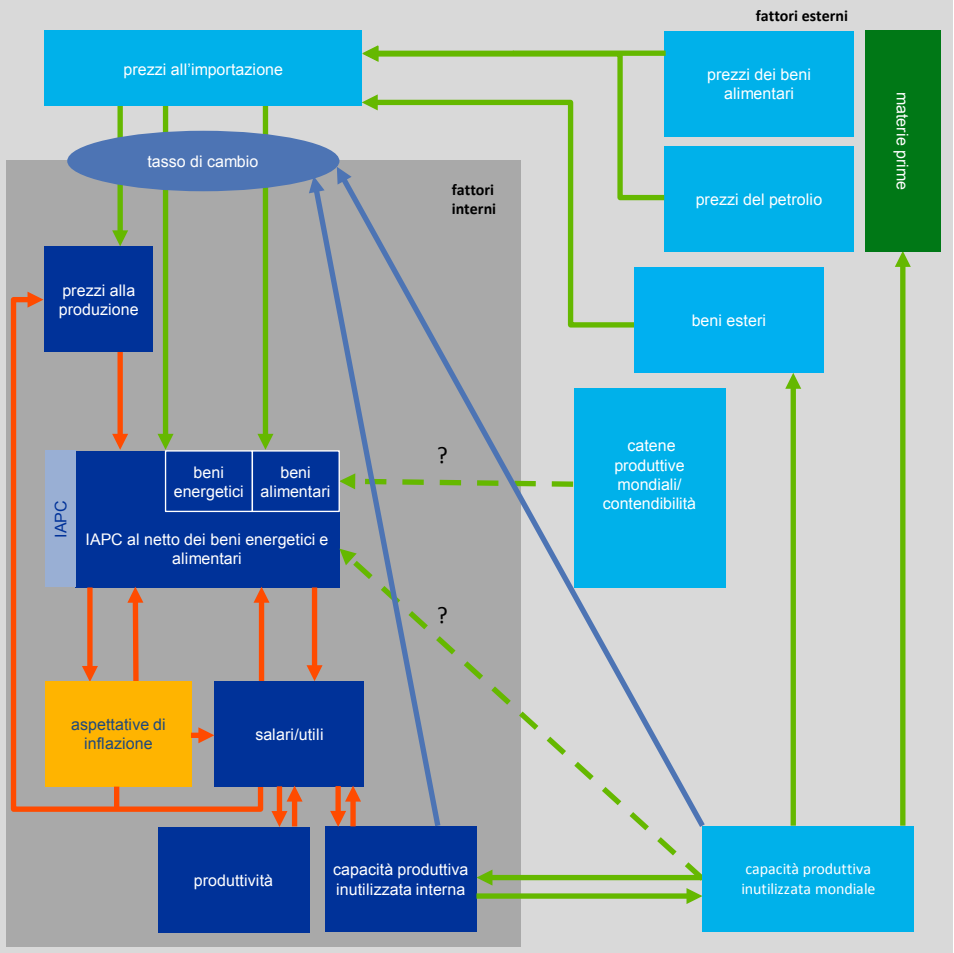
---

4 Per maggiori dettagli cfr., ad esempio, la trattazione in Ciccarelli, M. e Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, n. 181, BCE, 2017; e Busetti F., Delle Monache, D., Gerali, A. e Locarno, A., "Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity", *Working Paper Series*, n. 1994, BCE, 2017.

5 Cfr. ad esempio il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino, nonché l'articolo *La relazione della curva di Phillips nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

Grafico 1

Determinanti interne ed esterne dell'inflazione: panoramica stilizzata



Fonte: illustrazione della BCE. Le frecce rosse indicano le determinanti interne dell'inflazione, quelle verdi i fattori esterni. Le frecce blu riflettono l'importanza della capacità produttiva inutilizzata a livello interno ed esterno quale determinante degli andamenti del tasso di cambio. Le linee verdi tratteggiate rappresentano le ipotesi discusse in questo articolo, vale a dire l'idea che le catene produttive mondiali e la capacità produttiva inutilizzata internazionale esercitano un effetto diretto sull'inflazione nell'area dell'euro.

consente alle imprese di aumentare i margini, mentre la debolezza della domanda nelle fasi di contrazione è spesso accompagnata da una riduzione dei margini, poiché le imprese bloccano o riducono i prezzi (per mantenere le vendite) oppure non trasmettono gli incrementi dei costi degli input (per non perdere quote di mercato)[6]. L'andamento dei margini di profitto e dei salari ha inoltre importanti effetti di retroazione sulla domanda, attraverso gli investimenti delle imprese e i consumi delle famiglie, fattori che incidono a loro volta sulla probabilità di aumenti delle retribuzioni e dei margini di profitto. Le pressioni interne sui prezzi possono essere misurate, ad esempio, dalla somma del costo del lavoro per unità di prodotto e degli utili unitari,

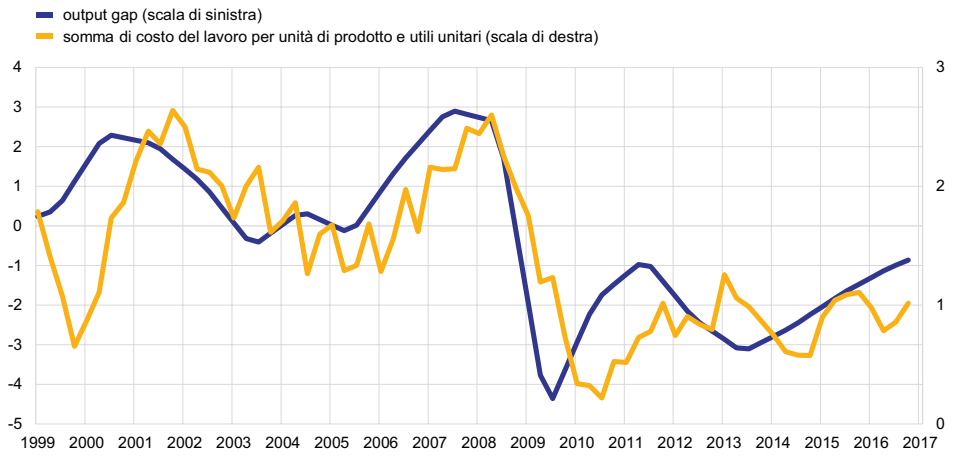
[6] Cfr. il riquadro *Andamento tendenziale dei margini di profitto delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

che costituiscono un indicatore dei costi interni di produzione[7]. Il grafico 2 illustra l'evoluzione ciclica delle pressioni interne sui prezzi, che hanno seguito da vicino il ciclo economico nell'area dell'euro.

Grafico 2

Andamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro nell'arco del ciclo economico

(punti percentuali, variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.
Note: la serie "somma di costo del lavoro per unità di prodotto e utili unitari" riflette l'andamento del deflatore del PIL, escludendo l'impatto delle imposte per unità di prodotto. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2016.

Per quanto concerne le determinanti esterne dell'inflazione, i prezzi all'importazione delle materie prime, nonché dei beni intermedi e dei beni di consumo finali, hanno un notevole impatto sull'inflazione interna per via diretta e indiretta[8]. Ad esempio, i prezzi del petrolio contribuiscono direttamente all'inflazione dei beni energetici e quelli dei beni finali importati all'inflazione dei beni industriali non energetici. Inoltre, i prezzi all'importazione delle materie prime e dei beni intermedi esercitano effetti indiretti sui prezzi alla produzione mediante il maggiore costo degli input, che si trasmette quindi lungo la catena di formazione dei prezzi.

I prezzi delle materie prime, analogamente a quelli del petrolio e degli alimentari, svolgono un ruolo particolarmente importante nel determinare l'andamento dell'inflazione complessiva. I fattori globali alla base delle dinamiche dell'inflazione interna si manifestano soprattutto attraverso l'impatto dei corsi petroliferi sull'inflazione dell'energia. Quest'ultima, che nell'area dell'euro rappresenta circa il 10 per cento del paniere dei beni di consumo sottostante lo IAPC, è connessa in maniera piuttosto stretta all'andamento dei prezzi del greggio, i quali si determinano sui mercati mondiali (cfr. grafico 3). Le quotazioni dei beni alimentari nell'area dell'euro sono

[7] Il costo del lavoro per unità di prodotto è misurato come costo medio del lavoro per unità di prodotto, mentre gli utili unitari sono definiti come avanzo operativo lordo per unità di PIL in termini reali. L'avanzo operativo lordo è calcolato sottraendo al PIL i redditi da lavoro dipendente e le imposte indirette. Cfr. il riquadro *Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro*, nel numero 6/2016 della BCE, per una trattazione dei fattori che incidono sul deflatore del PIL e sullo IAPC.

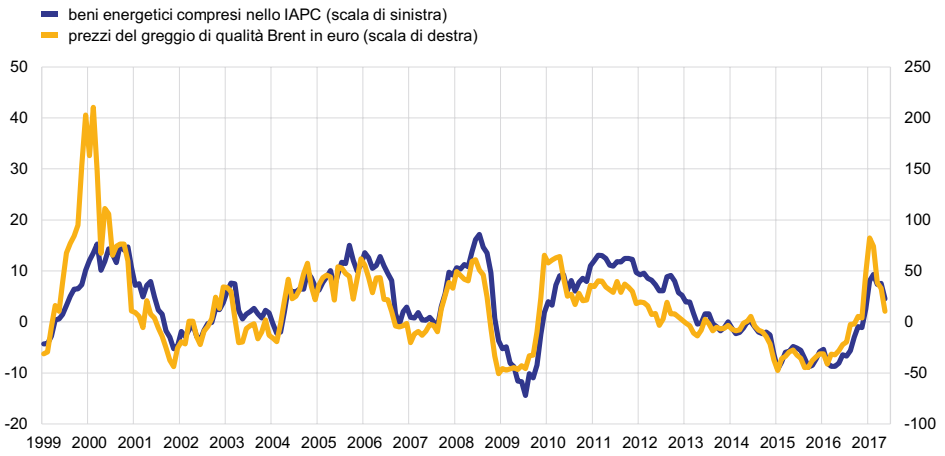
[8] Cfr. ad esempio il riquadro *Il ruolo dei fattori internazionali nella recente dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2014 del Bollettino mensile della BCE.

influenzate dalla politica agricola comune e, per alcuni mercati, da fattori regionali quali la regolamentazione o gli allarmi sanitari; anche in questo caso, tuttavia, le dinamiche della domanda e dell'offerta a livello mondiale svolgono un ruolo importante. L'inflazione dei beni alimentari, che rappresenta circa il 19 per cento del paniere dei beni compresi nello IAPC, mostra una certa volatilità perché risente direttamente dei fenomeni meteorologici osservati in tutto il mondo. Come evidenziato nel grafico 4, i prezzi dei beni alimentari registrati a livello interno tendono a correlarsi con un certo scarto temporale agli andamenti dell'inflazione di tale componente su scala mondiale.

Grafico 3

Prezzi del petrolio e inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

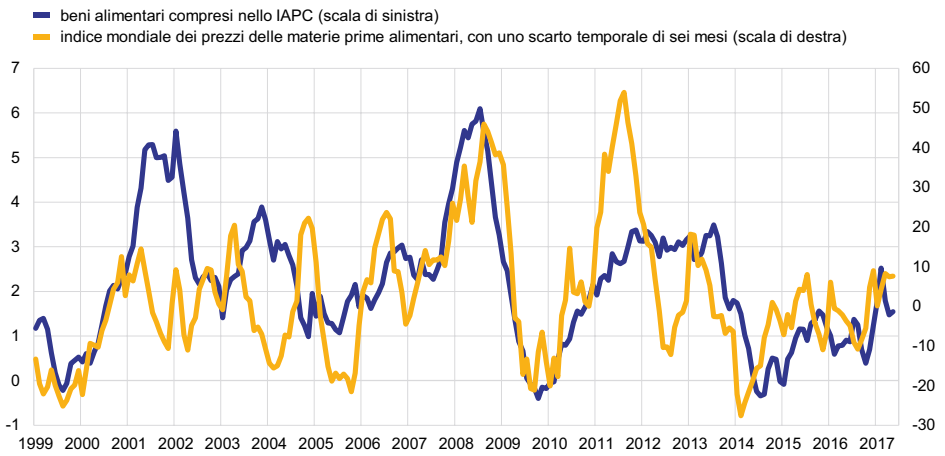


Fonti: Eurostat, BRI e Bloomberg.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2017.

Grafico 4

Inflazione dei beni alimentari misurata sullo IACP e indici mondiali dei prezzi dei beni alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Istituto di economia internazionale di Amburgo (HWWI) e Bloomberg.
Note: l'ultima osservazione si riferisce a maggio del 2017. Il netto scostamento tra l'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IACP e l'indice mondiale dei prezzi delle materie prime alimentari HWWI, osservato tra il 2001 e il 2003, è dovuto ai forti rincari della carne, causati dall'epidemia di encefalopatia spongiforme bovina (BSE), nota comunemente come malattia della mucca pazza. Nel 2011 il brusco incremento dei prezzi dei prodotti agricoli, che hanno un peso relativamente elevato nell'indice mondiale dei prezzi delle materie prime alimentari HWWI, si è trasmesso solo in parte ai prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro.

Anche i prezzi all'importazione svolgono un ruolo importante per l'inflazione di fondo. Uno dei canali, quello delle importazioni dirette, assume particolare rilievo per i beni industriali non energetici, che si stima essere costituiti per circa il 15 per cento da beni di consumo importati direttamente. Anche le variazioni dei prezzi delle materie prime si trasmettono, con un certo scarto temporale, all'inflazione di fondo; ciò avviene ad esempio mediante gli effetti esercitati sui costi di produzione da un incremento dei prezzi all'importazione del petrolio. Tali effetti indiretti[9] sono evidenti per alcune categorie di servizi compresi nello IACP, quali i servizi di trasporto (ad esempio l'aviazione), dove il carburante è un fattore di costo fondamentale. Essi interessano anche i prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi la cui produzione richiede consumi relativamente elevati di petrolio o di beni energetici, ad esempio alcuni prodotti farmaceutici e taluni materiali utilizzati per gli interventi domestici di manutenzione e riparazione. Infine, gli shock sui prezzi all'importazione possono causare effetti di secondo impatto se determinano spinte inflazionistiche tali da influire sul processo di determinazione di salari e prezzi e trasmettersi così all'inflazione.

Il tasso di cambio svolge un ruolo importante nel raccordo tra il contesto economico interno e quello esterno. Come emerge dal grafico 1, il tasso di cambio modera oppure amplifica la trasmissione dei costi e dei prezzi esterni a quelli interni. Occorre tuttavia rilevare che gli effetti delle oscillazioni del cambio sull'inflazione nell'area dell'euro dipendono da svariati fattori, tra cui le condizioni macroeconomiche, le determinanti che influiscono sulle decisioni di fissazione dei prezzi da parte delle singole imprese e shock che determinano i movimenti del cambio[10].

La capacità produttiva inutilizzata esterna svolge un ruolo diretto per l'inflazione interna? Secondo la tesi tradizionale, il grado di utilizzo della capacità produttiva presente a livello globale incide sull'inflazione interna, seppure indirettamente. In primo luogo, la capacità produttiva inutilizzata su scala globale esercita una notevole influenza sui prezzi delle materie prime, che incidono a loro volta sull'inflazione interna tramite i prezzi all'importazione delle materie prime. In secondo luogo, gli output gap esterni sono rilevanti per le dinamiche dell'inflazione nel breve periodo, poiché si ripercuotono sui prezzi all'importazione di tali beni. In terzo luogo, le condizioni cicliche globali influiscono indirettamente sull'output gap interno, dal momento che una più forte domanda mondiale di beni e servizi sostiene il reddito interno attraverso il canale delle esportazioni nette. Nondimeno, la capacità produttiva inutilizzata presente su scala internazionale può esercitare un impatto più diretto sull'inflazione interna, come suggerito dalla tesi della "capacità produttiva inutilizzata globale"[11]. Tale tesi sottolinea che la gamma di prodotti scambiabili si è ampliata e che i beni prodotti in diversi paesi sono spesso prossimi sostituti. Tale fenomeno riguarda sempre più i servizi che, in molti casi, sono diventati più scambiabili. Inoltre, i mercati degli input sono strettamente

9 Per una trattazione dell'argomento cfr. il riquadro *Effetti indiretti degli andamenti del prezzo del petrolio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

10 Per semplicità, ai fini di questo articolo gli effetti dei prezzi delle materie prime e dei beni esteri sono analizzati sulla base dei prezzi all'importazione in euro e il ruolo degli andamenti dei cambi nel processo di trasmissione non è esaminato espressamente. Per maggiori dettagli sull'argomento, cfr. l'articolo *L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

11 Come proposto da Borio, Filardo e Milani; cfr. Milani, F., "Global Slack and Domestic Inflation Rates: A Structural Investigation for G-7 Countries", Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, n. 33, 2009.

integrati a livello mondiale a causa della mobilità dei capitali e delle crescenti analogie tra l'offerta di lavoro in tutto il mondo. In aggiunta, la delocalizzazione geografica della produzione e la frammentazione dei processi produttivi nelle loro componenti fondamentali sono state facilitate dai progressi delle tecnologie delle comunicazioni, nonché dalla graduale riduzione delle barriere commerciali e della regolamentazione finanziaria[12]. Un altro aspetto essenziale è rappresentato dal forte incremento del potenziale produttivo dell'economia mondiale nel più lungo periodo, riconducibile ad esempio all'integrazione della Cina che, per vie dirette e indirette, ha accresciuto enormemente la forza lavoro disponibile nel sistema economico mondiale[13]. Sulla base di tutti questi fattori, la tesi della capacità produttiva inutilizzata a livello globale afferma che, nel caso dei beni e servizi tradable, non è più determinante soltanto il grado di utilizzo della capacità produttiva nella singola economia, ma anche quello riscontrabile su scala globale, poiché le condizioni locali di domanda e offerta per un particolare bene o servizio tradable possono essere compensate, in misura variabile, in un'altra parte del mondo. In effetti, ciò potrebbe accrescere sempre più la sensibilità dell'inflazione interna alla capacità produttiva inutilizzata presente a livello globale.

L'integrazione nelle catene produttive mondiali influisce sul ruolo svolto dalla capacità produttiva inutilizzata per l'inflazione interna? Recenti ricerche indicano che l'impatto diretto della capacità produttiva inutilizzata esterna sull'inflazione interna dipende dall'integrazione nelle catene produttive mondiali. I crescenti effetti delle catene produttive mondiali sono stati rafforzati dagli avanzamenti delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, che permettono di coordinare e monitorare in tempo reale i diversi stadi del processo produttivo di diverse imprese a livello mondiale, nonché di spostare tra paesi il know-how delle singole imprese. Tali catene produttive mondiali comprendono sempre più i servizi alle imprese. Auer, Borio e Filardo[14] sostengono che l'integrazione nelle catene produttive mondiali aumenta ulteriormente la capacità delle imprese di sostituire i vari stadi produttivi a livello transfrontaliero attraverso iniziative di offshoring e di esternalizzazione. Ciò a sua volta aumenta il grado di contendibilità dei mercati del lavoro interni, poiché ad esempio i sindacati sono consapevoli del rischio tangibile che alcuni stadi produttivi siano esternalizzati in altri paesi. Tale scenario, inoltre, spinge sindacati e datori di lavoro a tener conto della capacità produttiva disponibile esternamente nelle trattative salariali. In aggiunta, l'integrazione nelle catene produttive accresce anche l'importanza degli input prodotti all'estero, i cui prezzi dipendono fortemente dalla capacità produttiva inutilizzata esterna. Si sostiene che, in effetti, quanto più i vari stadi produttivi si svolgono in reti intricate che abbracciano diversi paesi, tanto più i fattori esterni e le condizioni di offerta presenti in altre economie tendono ad avere un impatto sulle decisioni di determinazione di prezzi e salari delle imprese e, di conseguenza, sull'andamento dell'inflazione interna[15].

---

12 Scheve, K. e Slaughter, M., "Economic insecurity and the globalization of production", NBER Working Paper, n. 9339, 2002.

13 Freeman, R., "Labor Goes Global: The Effects of Globalization on Workers Around the World", trascrizione del 2004 Eighth Annual Rocco C. and Marion S. Siciliano Forum: Considerations on the Status of the American Society, 2005. Cfr. anche l'analisi svolta nel riquadro 1.

14 Auer, R., Borio, C e Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, n. 602, 2017.

15 Cfr. anche l'articolo *L'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente: una prospettiva globale* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

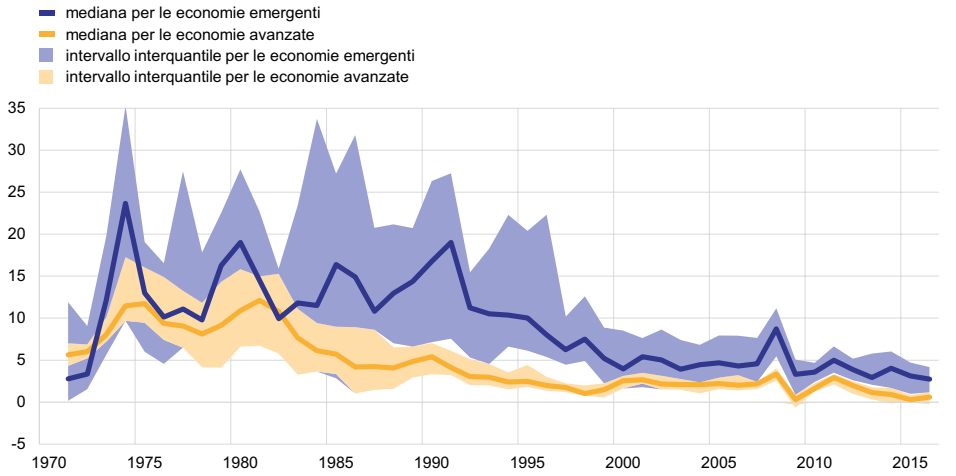
3 Elementi comuni nell'andamento dell'inflazione su scala mondiale

Dalla fine degli anni '90 gli andamenti dell'inflazione hanno mostrato sempre più un profilo comune a livello mondiale. Negli ultimi due decenni è possibile ravvisare una sincronizzazione degli andamenti dell'inflazione in un grande gruppo di economie avanzate ed emergenti. Anche l'inflazione nell'area dell'euro ha evidenziato una forte correlazione con quella dei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), con due eccezioni: dal 1999 al 2002, quando si è osservato un periodo di bassa inflazione a seguito dell'introduzione dell'euro[16], e, in misura inferiore, tra il 2014 e il 2015 (cfr. i grafici 5 e 6).

Grafico 5

Intervallo dei tassi di inflazione nelle economie avanzate ed emergenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Haver.
Note: l'intervallo interquartile copre il 50 per cento dei campioni di economie emergenti e avanzate. Il campione comprende 17 economie avanzate (Australia, Austria, Belgio, Canada, Francia, Germania, Grecia, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Stati Uniti) e 24 economie emergenti (Bolivia, Cile, Colombia, Costa d'Avorio, Ecuador, Egitto, El Salvador, Guatemala, Honduras, Indonesia, Israele, Giamaica, Corea del Sud, Malesia, Mauritius, Messico, Nigeria, Paraguay, Filippine, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Tunisia, Turchia). Sono stati inclusi solo i paesi per i quali sono disponibili dati a partire dal 1970. L'ultima rilevazione si riferisce al 2016.

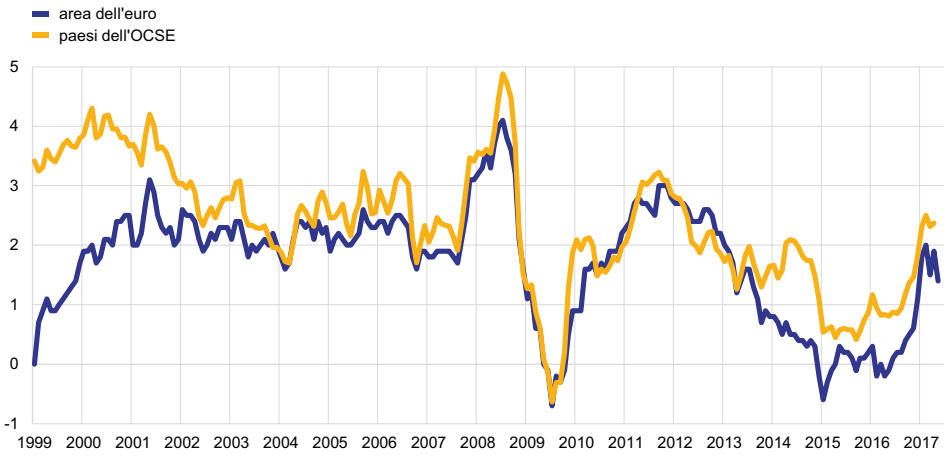
Dal 2007 l'inflazione è stata molto volatile nell'area dell'euro, ma anche nella media dei paesi dell'OCSE. Si sono osservati due periodi di calo dell'inflazione (il biennio 2008-2009 e il periodo dal 2012 fino all'inizio del 2015) nonché un prolungato periodo di bassa inflazione dal 2014 al 2016 (cfr. grafico 6). L'andamento dell'inflazione complessiva è stato determinato in gran parte dai prezzi delle materie prime mondiali; in particolare le quotazioni petrolifere hanno segnato un tracollo nel biennio 2008-2009, seguito da una forte ripresa su livelli molto elevati e da un periodo di nuove flessioni tra il 2014 e il 2016.

[16] Cfr. l'articolo "*Differenziali di inflazione nell'area dell'euro nell'ultimo decennio*", nel numero di novembre 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Grafico 6

Andamento dell'inflazione nell'area dell'euro e nei paesi dell'OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE, Haver ed Eurostat.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2017 per i paesi dell'OCSE e a maggio 2017 per l'area dell'euro.

Il forte comovimento dell'inflazione nei paesi sviluppati ha alimentato un dibattito sulla possibilità che l'inflazione sia o stia sempre più divenendo un fenomeno globale, influenzato in misura crescente da fattori internazionali. Ciccarelli e Mojon, ad esempio, hanno condotto un'analisi delle componenti principali, rilevando che in 22 paesi dell'OCSE l'inflazione presenta un fattore comune a cui può essere ricondotto in media circa il 70 per cento delle oscillazioni dell'inflazione complessiva in tali economie su un orizzonte lungo che va dal 1960 al 2008. In un contributo più recente, Ferroni e Mojon[17] applicano un metodo simile agli stessi paesi, riscontrando (per il periodo più breve e più recente tra il 1993 e il 2014) che i fattori mondiali svolgono un ruolo più modesto, dal momento che solo la metà circa della variabilità dell'inflazione interna risulta imputabile all'inflazione comune (a livello globale)[18] . Estendono inoltre il metodo utilizzato all'inflazione di fondo, misurata in termini di inflazione complessiva al netto dei beni alimentari ed energetici. I loro risultati mostrano che il 40 per cento della variazione dell'inflazione di fondo nei 22 paesi dell'OCSE esaminati può essere ricondotta all'inflazione a livello mondiale.

L'importanza dell'inflazione a livello mondiale rispetto all'inflazione interna sembra dipendere in gran parte dal periodo preso in esame. Se si applica una metodologia analoga a quella di Ciccarelli e Mojon a un campione di 40 paesi (sviluppati e in via di sviluppo) per l'inflazione complessiva e a un campione di 34 paesi per l'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici nel periodo 1999-2016, emerge che i fattori globali rappresentano circa la metà delle oscillazioni dell'inflazione

[17] Ferroni, F. e Mojon, B., *Domestic and Global Inflation*, 2016, mimeo. In un esercizio di previsione, Kearns, J., "Global inflation forecasts", (*BIS Working Papers*, n. 582, 2016) rileva che per la maggior parte dei paesi l'inflazione a livello mondiale non migliora le previsioni dell'inflazione interna desunte dalle indagini congiunturali. Tuttavia, questo può anche significare che gli autori di tali previsioni tengono conto di informazioni relative all'inflazione su scala mondiale.

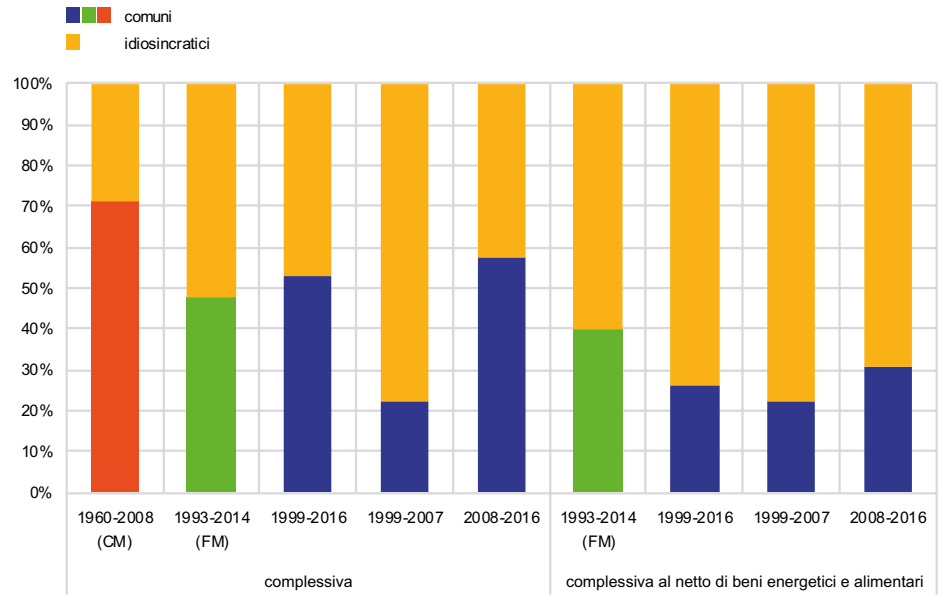
[18] Parker rileva inoltre che i fattori globali spiegano gran parte della variazione dei tassi di inflazione nazionali in un campione molto più ampio, formato da 223 paesi e territori, tra il 1980 e il 2012: cfr. Parker, M., "Global inflation: the role of food, housing and energy prices", *Working Paper Series*, n. 2024, BCE, 2017.

interna (cfr. grafico 7). Questa percentuale, tuttavia, ha mostrato variazioni nel tempo, per effetto dell'impatto ben più consistente esercitato dai fattori mondiali sull'inflazione complessiva nel periodo 2008-2016 rispetto agli anni dal 1999 al 2007. Anche se il ruolo dei fattori internazionali per l'inflazione complessiva al netto dei beni alimentari ed energetici risulta più contenuto, pari in media a circa un quarto, i fattori mondiali sembrano aver esercitato un'influenza maggiore in tempi più recenti.

Grafico 7

Impatto dei fattori globali sull'inflazione interna secondo analisi dei fattori comuni

(quota di variazione riconducibile a fattori comuni e idiosincratici)



Note: "CM" (barra rossa) indica la quota di fattori comuni calcolata da Ciccarelli e Mojon. "FM" (barre verdi) si riferisce alla quota di fattori comuni calcolata da Ferroni e Mojon. Gli altri risultati (barre blu) si basano su stime formulate dagli esperti della BCE per 40 paesi sviluppati e in via di sviluppo con riguardo all'inflazione complessiva e per 34 paesi nel caso dell'inflazione complessiva al netto dei beni alimentari ed energetici.

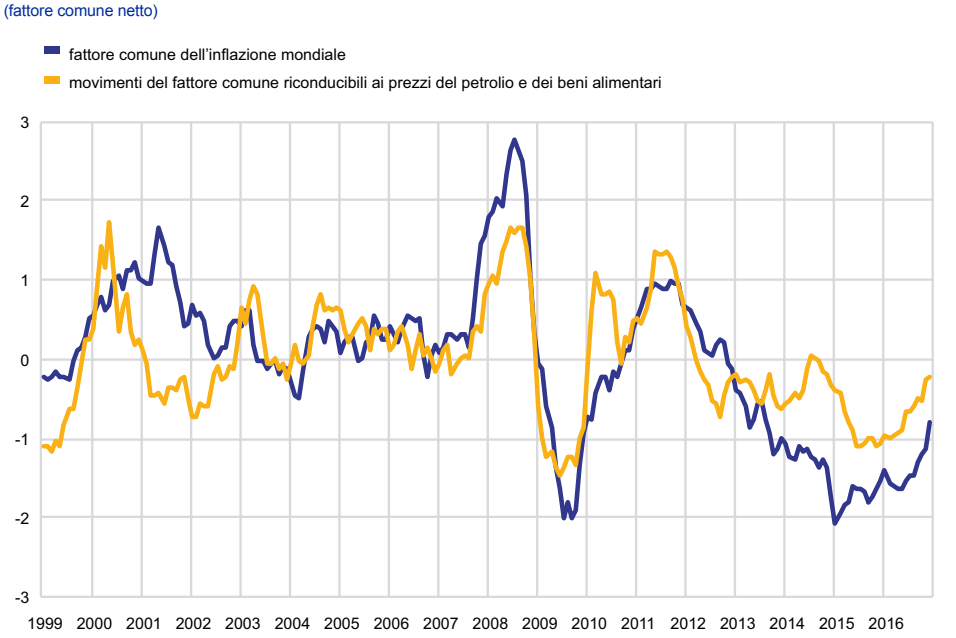
La politica monetaria svolge un ruolo con riguardo agli elementi comuni nelle oscillazioni dell'inflazione dei vari paesi. L'elevato grado di sincronizzazione dell'inflazione tra paesi (cfr. grafico 5) riflette un cambiamento comune nell'orientamento della politica monetaria. Negli anni '90 è stata osservata una generale tendenza al ribasso dell'inflazione, in particolare nelle economie avanzate e, successivamente, anche in alcune economie emergenti. Tale tendenza potrebbe essere attribuita alla crescente concentrazione delle autorità di politica monetaria sull'obiettivo della stabilità dei prezzi[19]. L'efficacia della politica monetaria nell'ancorare le aspettative sui prezzi interni e nel ridurre la volatilità degli andamenti dell'inflazione, nonché il suo livello, implicherebbe che una quota proporzionalmente superiore della variazione dei tassi di inflazione nazionali derivi da shock esogeni dei prezzi a livello mondiale, ad esempio variazioni dei prezzi delle materie prime.

[19] Ciò è avvenuto mediante la diffusione del concetto di "buona" politica monetaria tra le banche centrali; cfr. Ciccarelli, M. e Mojon, B., op. cit.

I movimenti dei prezzi delle materie prime mondiali costituiscono probabilmente il principale fattore alla base degli andamenti comuni dell'inflazione a livello mondiale. Al riguardo, il principale effetto deriva dall'evoluzione delle quotazioni petrolifere su scala mondiale, che incidono fortemente sulle dinamiche dell'inflazione interna dei beni energetici[20]. Il comune impatto degli andamenti dei prezzi del petrolio sull'inflazione può essere rafforzato dalla trasmissione dei corsi energetici all'inflazione di fondo, se essa si manifesta in maniera analoga in diversi paesi. Lo stesso vale per l'inflazione dei beni alimentari e di altre materie prime, fortemente dipendenti dall'andamento dei corsi mondiali delle materie prime. Il grafico 8 illustra l'importanza dei prezzi delle materie prime per gli elementi comuni dell'inflazione complessiva livello globale, poiché circa metà della variazione del fattore comune può essere spiegata da movimenti dei prezzi delle materie prime alimentari e del petrolio. Ciò corrobora anche la tesi secondo cui l'impatto dei fattori mondiali starebbe mutando e dipenderebbe dalla frequenza e dall'entità degli shock sui beni alimentari e sul petrolio.

Grafico 8

Relazione tra fattore comune dell'inflazione a livello globale e andamenti dei prezzi delle materie prime



Note: la linea blu riflette il fattore comune a media zero nell'inflazione globale, derivato replicando il metodo delle componenti principali utilizzato da Ciccarelli e Mojon su un campione di 40 economie avanzate ed emergenti. La linea gialla indica i movimenti dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari ponderati per i coefficienti desunti da una regressione lineare del fattore comune delle quotazioni del petrolio e dei beni alimentari (con uno scarto temporale di tre mesi).

I cicli dei prezzi delle materie prime contribuiscono a comprendere perché l'importanza dei fattori globali per l'inflazione interna vari in misura così ampia nel tempo. I risultati di Ciccarelli e Mojon sulla fortissima influenza potenzialmente esercitata dai fattori globali sembrano essere in parte determinati dall'inclusione di

[20] Cfr. per esempio il riquadro *Il ruolo dei fattori internazionali nella recente dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2014 del Bollettino mensile della BCE, e il riquadro *Corsi petroliferi e prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro*, nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

dati a partire dagli anni ’70, quando le banche centrali non riuscirono a impedire l’incremento dell’inflazione registrato a livello mondiale per effetto dei prezzi dell’energia. Ciò spiega perché le analisi che applicano una metodologia molto simile su un periodo più breve, durante il quale le politiche monetarie mondiali sono state ben più efficaci nel frenare le oscillazioni dell’inflazione di fronte ai forti movimenti dei prezzi delle materie prime, riscontrino un impatto considerevolmente più ridotto dei fattori globali. Il ruolo svolto dalle brusche oscillazioni dei corsi dell’energia nel determinare gli andamenti dell’inflazione dopo il 2008, che si sono trasmessi anche all’inflazione di fondo tramite effetti indiretti, possono in parte spiegare le notevoli differenze nell’impatto dei fattori mondiali riscontrate per i sottocampioni relativi al periodo 1999-2007 e al periodo 2008-2016 in termini di inflazione complessiva e di fondo (cfr. grafico 7).

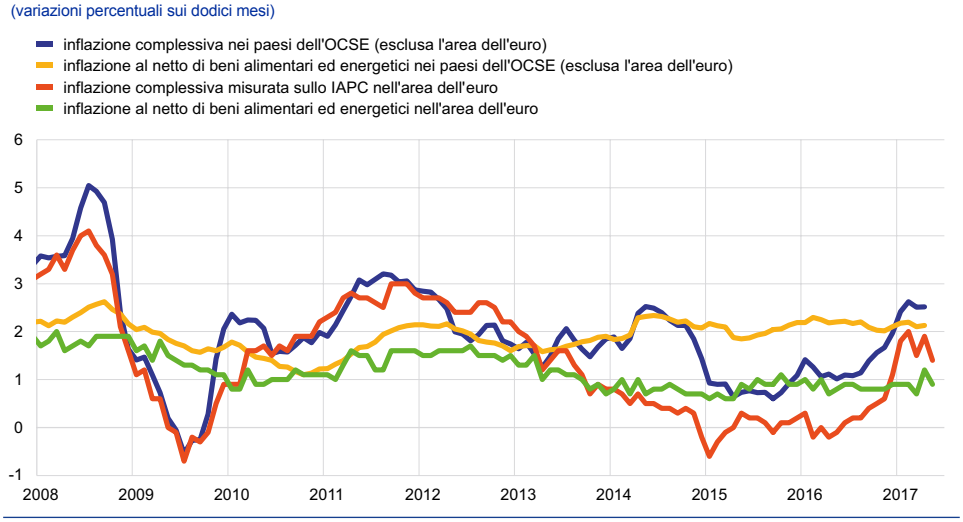
4 Scomposizione degli effetti dei fattori globali e interni sull’inflazione nell’area dell’euro dopo la crisi

Per comprendere meglio il ruolo dei fattori globali e interni per l’inflazione nell’area dell’euro, questa sezione analizza il periodo successivo alla crisi, esaminando l’impatto dei fattori interni e di quelli globali nonché la loro importanza relativa nel tempo.

Tra il 2008 e la metà del 2013, l’inflazione complessiva nell’area dell’euro ha mostrato forti comovimenti con l’inflazione complessiva in altre economie avanzate (cfr. grafico 9). Sebbene l’inflazione complessiva abbia toccato un punto di massimo sia nei paesi dell’OCSE non appartenenti all’area dell’euro sia nell’area nell’autunno 2011, per poi registrare una rapida diminuzione, dopo il 2013 il calo è stato più pronunciato nell’area dell’euro. In particolare, mentre nell’area l’inflazione si è portata diverse volte in territorio negativo nel 2015 e nel 2016, essa è rimasta positiva per

Grafico 9

Tassi di inflazione nell’area dell’euro e nei paesi dell’OCSE



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2017 per l’area dell’euro e ad aprile 2017 per i paesi dell’OCSE non appartenenti all’area dell’euro.

l'aggregato dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro). Inoltre, l'inflazione complessiva nell'area ha continuato a oscillare intorno allo zero tra la fine del 2014 e l'autunno del 2016.

Valutare l'importanza dei fattori globali rispetto a quelli interni ai fini degli andamenti dell'inflazione al consumo nell'area dell'euro presenta alcune difficoltà. In primo luogo, i vari fattori sono interconnessi e incidono sulle variabili interne attraverso molteplici canali. In secondo luogo, l'impatto dei fattori internazionali sui prezzi al consumo nell'area dell'euro dipende da come i produttori e/o i venditori al dettaglio adattano i loro margini in funzione delle variazioni dei costi. Ciò è legato alle condizioni di mercato su scala locale e internazionale.

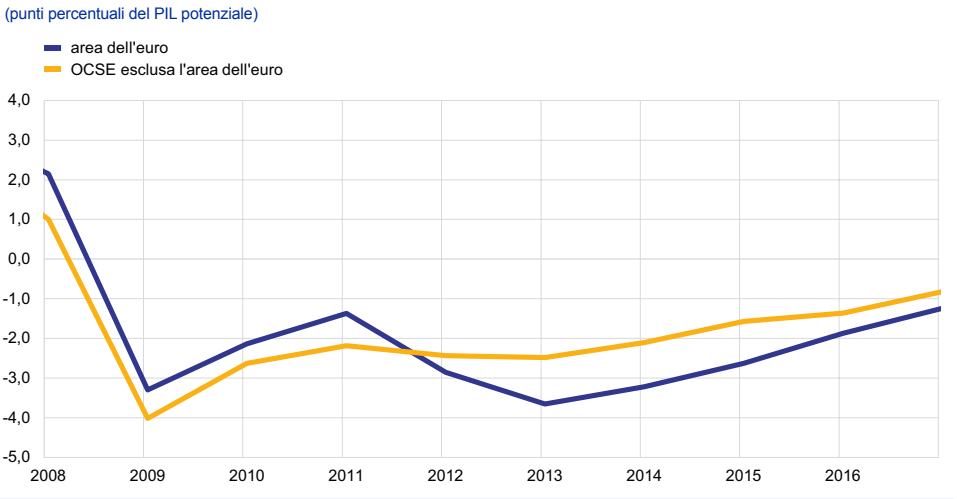
Per tentare di valutare la rilevanza dei fattori globali per l'andamento dell'inflazione complessiva si potrebbe partire dalle singole componenti dello IAPC. Alcune di esse, in particolare l'energia, sono più sensibili ai fattori mondiali di altre, ad esempio i servizi, più reattive ai fattori interni.

Gran parte del calo dell'inflazione complessiva registrato nell'area dell'euro e nei paesi dell'OCSE tra la fine del 2011 e gli inizi del 2016 è dovuto a una flessione dei prezzi dell'energia. Anche l'ultimo recupero osservato va ricondotto soprattutto a oscillazioni dei corsi energetici.

Una notevole differenza tra l'area dell'euro e gli altri paesi dell'OCSE in generale riguarda il fatto che, a partire dal 2013, la minore inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari può spiegare una parte molto più importante, e più stabile, della disinflazione e dell'inflazione persistentemente bassa registrate nell'area. Ciò denota il ruolo più preponderante svolto dai fattori interni nell'area, nonché il contributo che questi forniscono al divergere dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dagli andamenti in altre economie avanzate. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro è oscillata sistematicamente tra lo 0,6 per cento e l'1,1 per cento a partire dalla metà del 2013. Come mostra il grafico 10, secondo le stime dell'OCSE gli output

Grafico 10

Output gap nell'area dell'euro e nei paesi dell'OCSE



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2016.

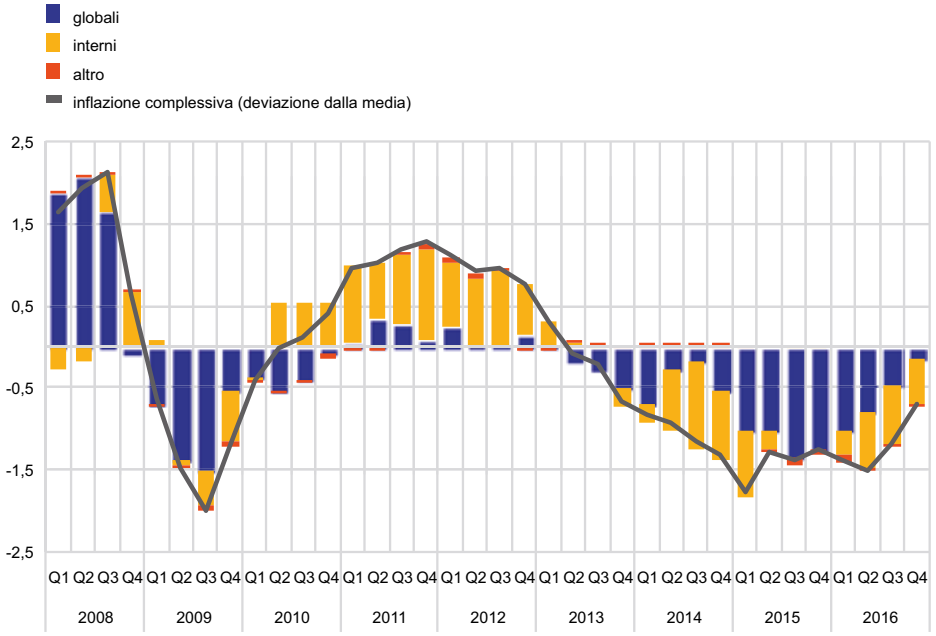
gap osservati nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) e nell'area sono stati molto ravvicinati fino al 2012; successivamente il divario si è ampliato, poiché l'area dell'euro ha evidenziato un output gap più negativo rispetto al resto dell'OCSE. In altre parole, lo scostamento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro rispetto ad altre economie avanzate è per lo più il risultato della debolezza dell'economia interna dopo il 2012.

Un possibile metodo per discernere le determinanti interne da quelle globali consiste nell'individuare gli shock strutturali e quantificare i contributi di ciascuno di essi alle dinamiche dell'inflazione. Ciò richiede un'analisi basata su modelli analoga a quella svolta da Bobeica e Jarociński[21], il cui approccio è qui replicato e aggiornato. Sulla scorta di tale analisi, il grafico 11 mostra i contributi degli shock interni e mondiali allo scostamento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro da una media ricavata da modelli. Gli shock globali esercitano effetti importanti per la maggior parte del periodo considerato, ma l'impatto degli shock interni risulta superiore, in particolare nel biennio

Grafico 11

Scomposizione storica dell'inflazione complessiva: shock interni e globali

(variazioni percentuali sui dodici mesi; scostamento dalla media; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su Bobeica e Jarociński.
Note: il grafico mostra il contributo in punti percentuali di diversi tipi di shock per spiegare l'andamento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro. Gli shock globali corrispondono a uno shock dell'offerta di petrolio e uno shock della domanda mondiale; gli shock interni riflettono shock sulla domanda interna, sull'offerta interna, sul tasso di interesse a breve termine e sui differenziali di rendimento. Un contributo negativo implica che il singolo shock ha contribuito a un calo dell'inflazione, mentre un contributo positivo indica pressioni al rialzo sui prezzi. I contributi sono stimati secondo un modello autoregressivo vettoriale bayesiano che comprende sette variabili e sette shock (due globali e quattro interni). Per maggiori dettagli, cfr. Bobeica e Jarociński.

[21] Bobeica, E. e Jarociński, M., "Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't", *Working Paper Series*, n. 2000, BCE, 2017. Da questo studio deriva, in gran parte, l'analisi svolta nella presente sezione. Il modello empirico di Bobeica e Jarociński contiene sette variabili; sette shock sono individuati e definiti sulla base di una combinazione di restrizioni a zero e di segno. Le variabili incluse sono le seguenti: prezzo del petrolio, PIL in termini reali nel resto del mondo (o quota del PIL in termini reali dell'economia interna su quello mondiale), PIL in termini reali, prezzi al consumo, tassi di interesse a breve termine, differenziale sulle obbligazioni decennali e tasso di cambio effettivo nominale. I primi due sono classificati come shock mondiali (shock dell'offerta di petrolio e della domanda mondiale), mentre quelli successivi rappresentano shock interni. L'identificazione si basa su una restrizione temporale: gli shock mondiali si ripercuotono subito su tutte le variabili, mentre si registra uno scarto temporale tra il verificarsi degli shock interni e i loro effetti sulle variabili globali.

2012-2014, quando l'inflazione era in calo, e sui più recenti andamenti dell'inflazione. Gli shock globali hanno costituito la principale determinante in due periodi, tra l'inizio del 2008 e la metà del 2009 (soprattutto attraverso uno shock mondiale dal lato della domanda) e tra il 2015 e gli inizi del 2016 (per lo più mediante uno shock dell'offerta di petrolio), contribuendo alla deviazione rispettivamente per circa il 60 e il 75 per cento. Di conseguenza, i fattori globali prevalgono soprattutto in coincidenza con grandi shock che si ripercuotono sull'intera economia mondiale.

Una scomposizione dei fattori trainanti dell'inflazione nell'area dell'euro dimostra quindi che sia gli shock globali sia quelli interni hanno svolto un ruolo chiave nel determinare l'inflazione interna. L'importanza relativa di questi shock può anche variare notevolmente nel tempo. Risultati empirici indicano che sia i fattori mondiali sia quelli interni hanno contribuito a determinare gli andamenti dell'inflazione nell'area dall'inizio della crisi. Tuttavia, l'importanza relativa di queste due categorie di fattori non dipende tanto da determinanti strutturali, come la globalizzazione, quanto dal periodico scoppio di shock globali, che spesso si traduce in ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime. La sezione successiva analizza la capacità esplicativa della "tradizionale" curva di Phillips riguardo all'andamento dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, ed esamina se possa essere migliorata tenendo conto anche di misure della capacità produttiva inutilizzata esterna.

Riquadro 1
L'impatto della Cina sulle dinamiche dell'inflazione nelle economie avanzate

Il rallentamento dell'attività, l'eccesso di capacità produttiva e il ridursi delle pressioni sui produttori osservati in Cina negli ultimi anni hanno concentrato l'attenzione sul ruolo della Cina nel definire gli andamenti dell'inflazione a livello mondiale. Questo riquadro impiega una valutazione basata su modelli per comprendere l'impatto degli andamenti in Cina sulle dinamiche dell'inflazione nelle economie avanzate.

L'integrazione della Cina nell'economia mondiale ha probabilmente influito sull'evoluzione dell'inflazione in altre economie attraverso diversi canali. I canali dell'offerta e della domanda hanno agito per lo più in modi diversi: da una parte, l'effetto dal lato dell'offerta riconducibile all'ingresso nei mercati di produttori a basso costo, che utilizzano una manodopera numerosa e relativamente economica, ha contribuito direttamente a ridurre i prezzi degli input e i prezzi all'importazione su scala mondiale[22]. Le maggiori pressioni competitive provenienti dalla Cina possono aver pesato sull'inflazione in altri paesi anche indebolendo sia il potere di mercato delle imprese sia la forza contrattuale dei lavoratori[23]. D'altra parte, l'evoluzione più vigorosa della domanda in Cina potrebbe anche aver accresciuto le pressioni al rialzo sui prezzi in altri paesi, a causa del rafforzamento della domanda esterna. L'incremento dell'attività economica nel paese ha inoltre ha comportato un aumento dei consumi di materie prime, sospingendone le quotazioni. L'impatto netto di questi diversi canali sull'inflazione nelle altre economie è ambiguo e potrebbe aver subito variazioni nel tempo.

[22] Cfr. il riquadro *Effetti della crescente integrazione commerciale dei paesi con ridotti costi di produzione sui prezzi all'importazione dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2006 del Bollettino mensile della BCE.

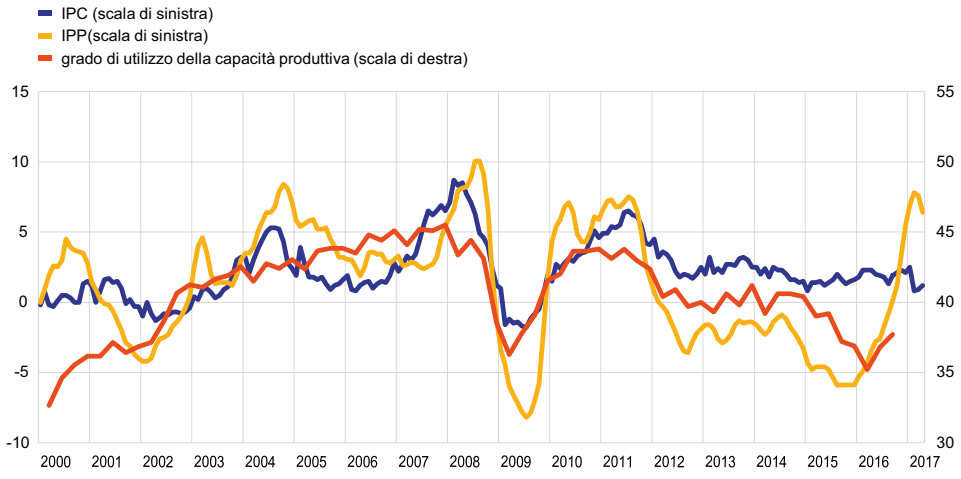
[23] Per l'area dell'euro, cfr. Pula, G. e Skudelny, F., "Globalisation and euro area prices and labour markets: some evidence on the impact of low-cost countries", in Anderton, R. e Kenny, G. (a cura di), *Macroeconomic Performance in a Globalising Economy*, Cambridge University Press, 2011.

Tre decenni di rapida espansione hanno accresciuto notevolmente il peso della Cina nell'economia internazionale, anche se il tasso di crescita del paese è diminuito negli ultimi anni. Il prodotto cinese è aumentato con grande forza nel primo decennio di questo secolo, con un incremento del PIL sul periodo corrispondente in media superiore al 10 per cento annuo. Il paese ha anche trainato in misura fondamentale i consumi di materie prime a livello mondiale; nel 2015 ha rappresentato circa il 50 per cento del consumo mondiale di rame e alluminio e il 60 per cento del consumo di ferro, mentre il 12 per cento della domanda mondiale di petrolio proviene dalla Cina. Dal 2011 il ritmo di espansione del paese ha rallentato, con una diminuzione della crescita del PIL da oltre il 10 per cento nel 2011 a meno del 7 per cento nel 2016, sebbene la quota della Cina sul PIL mondiale continui ad aumentare. Durante gran parte di questo periodo, sono diminuiti marcatamente anche i prezzi alla produzione: tra il settembre 2011 e il febbraio 2016 i prezzi alla produzione sono scesi cumulativamente del 22 per cento in Cina (cfr. grafico A), anche perché l'eccesso di capacità presente nell'economia, specie in settori tradable come la lavorazione dell'acciaio e dell'alluminio, la produzione di cemento e la cantieristica navale, ha contribuito a ridurre le pressioni inflazionistiche. Nell'ultimo anno, tuttavia, si è osservato un recupero dei prezzi alla produzione grazie alla ritrovata vivacità del mercato immobiliare, che ha rafforzato la domanda di materie prime, nonché al lavoro svolto dalle autorità per intervenire sull'eccesso di capacità in alcuni settori.

Grafico A

Inflazione al consumo e alla produzione e grado di utilizzo della capacità produttiva in Cina

(scala di sinistra: variazioni percentuali sull'anno precedente; scala di destra: percentuale di capacità produttiva)



Fonti: ufficio nazionale di statistica cinese e Banca centrale della Repubblica popolare cinese.
Note: il grado di utilizzo della capacità produttiva è un indice di diffusione derivato dall'indagine 5000 Industrial Enterprises Survey. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2017 per l'inflazione calcolata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) e per il dato calcolato sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP), mentre sono riferiti al terzo trimestre del 2016 per il grado di utilizzo della capacità produttiva.

I modelli strutturali autoregressivi vettoriali bayesiani (BVAR) su piccola scala forniscono uno strumento per analizzare l'impatto degli andamenti dell'economia cinese sull'inflazione in altri paesi. La stima si articola in due fasi. In una prima fase viene applicato un modello BVAR con restrizioni di segno al fine di distinguere gli shock della domanda e dell'offerta originati in Cina dagli shock sull'offerta di materie prime e da altri shock riguardanti la domanda a livello globale (quelli, cioè, non associati a fluttuazioni cicliche

in Cina)[24]. In una seconda fase viene ricostruito l'impatto di tali shock sull'inflazione nelle economie avanzate, utilizzando anche in questo caso modelli BVAR su piccola scala.[25]

Le evidenze del modello suggeriscono che gli shock economici osservati in Cina possano influire sull'inflazione misurata sull'IPC nelle economie avanzate. Le risposte a impulso del modello indicano che l'evoluzione più vigorosa della domanda cinese tende ad aumentare la pressione sui prezzi nelle economie avanzate **(cfr. grafico B)**. Uno shock sulla domanda che determini un incremento della crescita del PIL cinese pari a 1 punto percentuale si tradurrebbe, in media, in un rialzo di circa 0,1 punti percentuali dell'inflazione delle economie avanzate a distanza di un anno. Si è inoltre riscontrato che gli stimoli alla capacità di offerta cinese inducono un incremento dell'inflazione di entità analoga in altre economie. Sebbene un aumento del potenziale di offerta della Cina tenda a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi nel paese, che si trasmetterebbero ad altre economie attraverso prezzi all'importazione più bassi, lo stimolo all'attività favorisce anche rincari delle materie prime combustibili. Questi risultati del modello suggeriscono che gli effetti diretti della produzione a basso costo sui prezzi all'importazione sono compensati dall'impatto proveniente da dinamiche più vigorose dei prezzi delle materie prime[26].

Con il moderarsi del ritmo di crescita dell'attività economica in Cina, l'impatto del paese sull'inflazione di altre economie ha mostrato un'evoluzione (cfr. grafico C). Le stime del modello indicano che nel suo periodo di estrema crescita la Cina tendeva a fornire un modesto impulso ai tassi di inflazione nelle economie avanzate. Tra il 2004 e la metà del 2011 gli shock originati in Cina hanno fornito un contributo medio di circa 0,1 punti percentuali all'inflazione annua nelle economie avanzate. Da allora, con il rallentamento della crescita dell'attività, la Cina ha esercitato una modesta azione di freno sull'inflazione delle economie avanzate e gli shock originati nel paese hanno fornito in media un apporto di -0,2 punti percentuali negli ultimi quattro anni.

---

[24] Il BVAR della prima fase include il PIL della Cina, l'inflazione alla produzione della Cina, l'indice dei prezzi delle materie prime dell'FMI e due variabili relative che misurano la quota della Cina sul PIL mondiale e il suo tasso di inflazione rispetto all'inflazione aggregata nei paesi dell'OCSE. Secondo Eickmeier e Kühnlenz, le restrizioni di segno utilizzano la quota della Cina sul PIL mondiale per distinguere gli shock dal lato della domanda mondiale da quelli riguardanti nello specifico la Cina, ipotizzando che i fenomeni originati in Cina esercitino un impatto maggiore sul PIL cinese che su tutti gli altri paesi. Si assume quindi che uno shock positivo dal lato della domanda cinese rafforzi il PIL e l'inflazione nell'economia nazionale e aumenti la quota cinese sul PIL mondiale (rispetto alla tendenza di fondo). Si ipotizza inoltre che un shock positivo sulla domanda a livello mondiale induca un incremento dei prezzi delle materie prime, del PIL e dell'inflazione della Cina, riducendo però l'incidenza dell'economia cinese sul PIL mondiale rispetto alla tendenza di fondo. Per distinguere tra shock dell'offerta di materie prime e shock dell'offerta specifici della Cina, si assume che in Cina l'inflazione mostri una reazione più debole a uno shock dell'offerta di materie prime rispetto ai paesi OCSE; ciò riflette la regolamentazione dei prezzi di molte materie prime nei mercati interni cinesi. Si ipotizza, pertanto, che lo shock dell'offerta di materie prime aumenti le quotazioni di tali beni e l'inflazione in Cina (benché in misura inferiore rispetto all'inflazione nei paesi dell'OCSE). Secondo le ipotesi, uno shock dal lato dell'offerta in Cina incrementerebbe il PIL del paese e la sua quota sul prodotto mondiale, oltre a ridurre l'inflazione cinese. Cfr. Eickmeier, S. e Kühnlenz, M., "China's role in global inflation dynamics", *Discussion Paper*, n. 7, Deutsche Bundesbank, 2013.

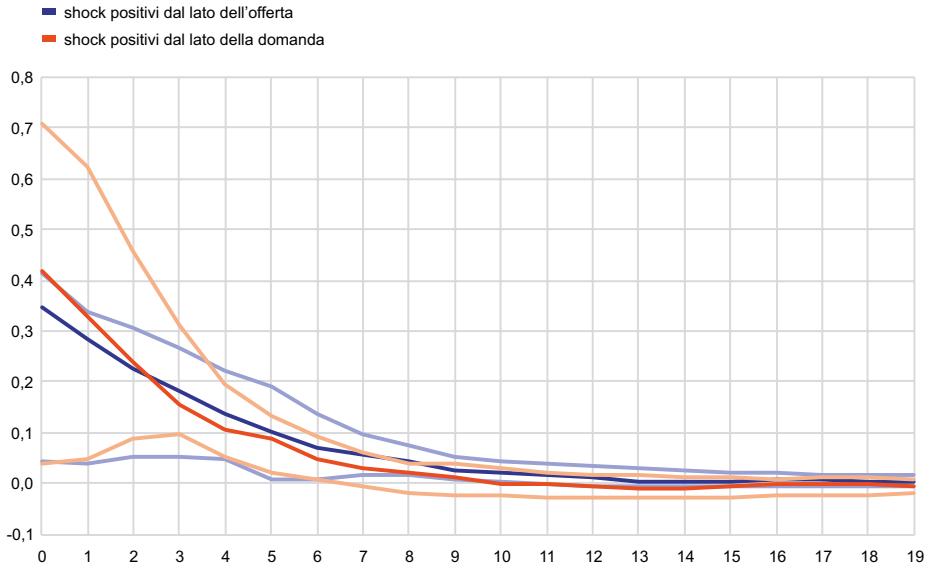
[25] Sono stimati BVAR separati per Australia, Canada, Danimarca, Germania, Francia, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti; si utilizzano dati trimestrali risalenti fino al 1999. I modelli includono il PIL, l'inflazione misurata sull'IPC, il tasso di cambio effettivo nominale e il tasso di interesse a breve termine, nonché gli shock strutturali comuni ricavati dal BVAR della prima fase, che si ipotizzano essere esogeni. Mentre per i paesi di piccole dimensioni l'esogeneità è probabilmente un'ipotesi ragionevole, nel caso dei paesi più grandi va considerata con una certa cautela.

[26] Eickmeier e Kühnlenz presentano risultati opposti, rilevando che uno shock all'offerta cinese ha tendenzialmente ridotto l'inflazione misurata sull'IPC in altri paesi (cfr. Eickmeier, S. e Kühnlenz, M., op. cit.). Le differenze possono dipendere in parte dalle stime dell'impatto di variazioni dell'attività economica cinese sui prezzi delle materie prime a livello mondiale. Per un approfondimento degli effetti della Cina sui corsi delle materie prime, cfr. *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2016, capitolo 4.

Grafico B

Risposte dell'inflazione misurata sull'IPC nelle economie avanzate a shock originati in Cina

(deviazione dei tassi di crescita sull'anno precedente in seguito a shock originati in Cina di entità pari all'1 per cento della crescita del PIL)

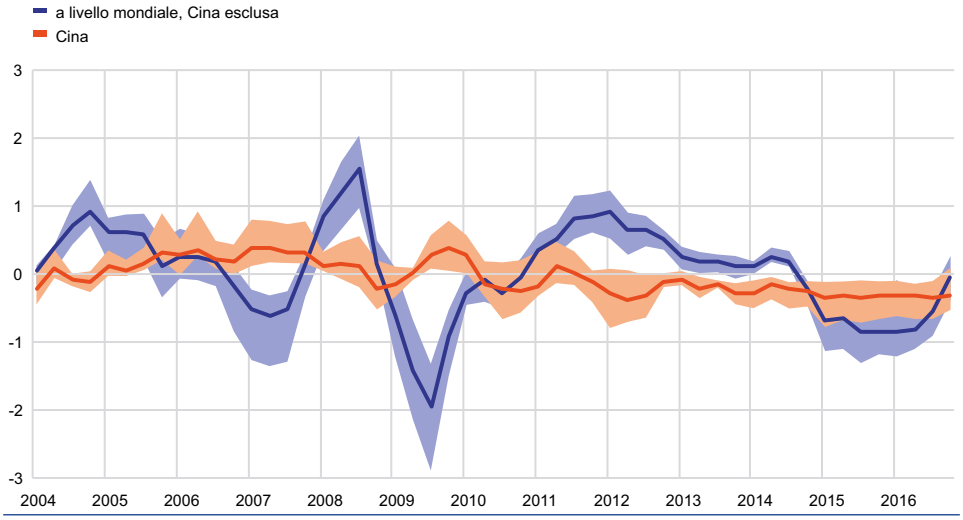


Fonte: elaborazioni della BCE.
Note: le linee in grassetto mostrano la risposta mediana dell'inflazione misurata sull'IPC a shock strutturali originati in Cina in un campione di economie avanzate. Le linee più sottili indicano l'intervallo interquartile delle risposte dell'inflazione misurata sull'IPC nel campione considerato.

Grafico C

Contributi stimati degli shock globali e nell'economia cinese all'inflazione misurata sull'IPC in un campione di economie avanzate

(contributi in punti percentuali alle deviazioni dallo stato stazionario)



Fonte: elaborazioni della BCE.
Note: gli intervalli mostrano l'intervallo interquartile delle stime dei contributi degli shock strutturali globali e specifici della Cina all'inflazione misurata sull'IPC in un campione di economie avanzate, tra cui Australia, Canada, Danimarca, Germania, Francia, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. Gli shock originati in Cina comprendono quelli relativi all'offerta e alla domanda. Gli shock globali includono uno shock dell'offerta di materie prime e uno shock della domanda mondiale. Le modalità di identificazione degli shock sono descritte nella nota 24.

5 I fattori globali e il loro ruolo nella curva di Phillips per l'area dell'euro

La curva di Phillips, descritta sostanzialmente come la relazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata nell'economia, è uno schema standard utilizzato per spiegare e prevedere l'andamento dell'inflazione. Si tratta di uno strumento importante, che viene incorporato, in modo esplicito o implicito, in numerosi modelli macroeconomici. Tuttavia, soprattutto nelle sue versioni fortemente semplificate, la curva di Phillips rimane uno strumento grezzo rispetto alla complessità del processo inflazionistico. L'incertezza che circonda l'adeguata modellizzazione della curva di Phillips aggiunge ulteriori complicazioni; la curva andrebbe quindi considerata soltanto uno degli elementi di una più ampia analisi dell'inflazione. Offre in ogni caso un quadro utile per comprendere l'inflazione.

Le analisi della curva di Phillips si sono tradizionalmente concentrate sul ruolo della capacità produttiva inutilizzata interna in relazione all'andamento dell'inflazione di fondo. L'attenzione per l'inflazione di fondo, misurata ad esempio dall'evoluzione dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, consente di trascurare gli andamenti di energia e beni alimentari, che risentono in ampia parte di dinamiche globali, e di focalizzarsi sui servizi e sui beni industriali non energetici, rispetto ai quali gli andamenti interni svolgono un ruolo più importante. In una specificazione di riferimento della curva Phillips per l'area dell'euro, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dipende dall'output gap come misura della capacità produttiva inutilizzata nell'economia interna. L'output gap dovrebbe cogliere gli effetti della capacità produttiva inutilizzata sui salari e sulle decisioni in materia di determinazione dei prezzi; a parità di condizioni, quanto minore è il grado di utilizzo della capacità produttiva in un'economia, tanto maggiori saranno le pressioni su salari e prezzi.

Nelle specificazioni della curva di Phillips, i fattori esterni sono di solito considerati attraverso i prezzi all'importazione. Questi ultimi possono influire in due modi sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari: per via diretta, tramite il prezzo dei beni di consumo finali importati, e per via indiretta, attraverso il prezzo dei beni intermedi importati utilizzati nella produzione interna nell'area dell'euro[27]. I prezzi all'importazione colgono anche l'impatto degli andamenti nei mercati mondiali delle materie prime, ad esempio con riferimento alle quotazioni petrolifere, che incidono sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari mediante gli effetti indiretti esercitati sui costi di produzione dall'incremento dei prezzi all'importazione del petrolio[28]. I movimenti dei tassi di cambio possono amplificare o moderare gli effetti dell'evoluzione dei prezzi esterni sull'inflazione dell'area dell'euro. I prezzi all'importazione, ivi comprese le importazioni di beni energetici misurate in euro, rappresentano quindi un importante indicatore per cogliere gli effetti degli andamenti dei corsi petroliferi e dei tassi di cambio sull'inflazione

[27] Cfr. l'articolo *L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

[28] Per una trattazione dell'argomento cfr. il riquadro *Effetti indiretti degli andamenti del prezzo del petrolio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2014 del Bollettino mensile della BCE, e l'articolo *I corsi delle materie prime e il loro ruolo nella valutazione della crescita e dell'inflazione nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 del Bollettino mensile della BCE.

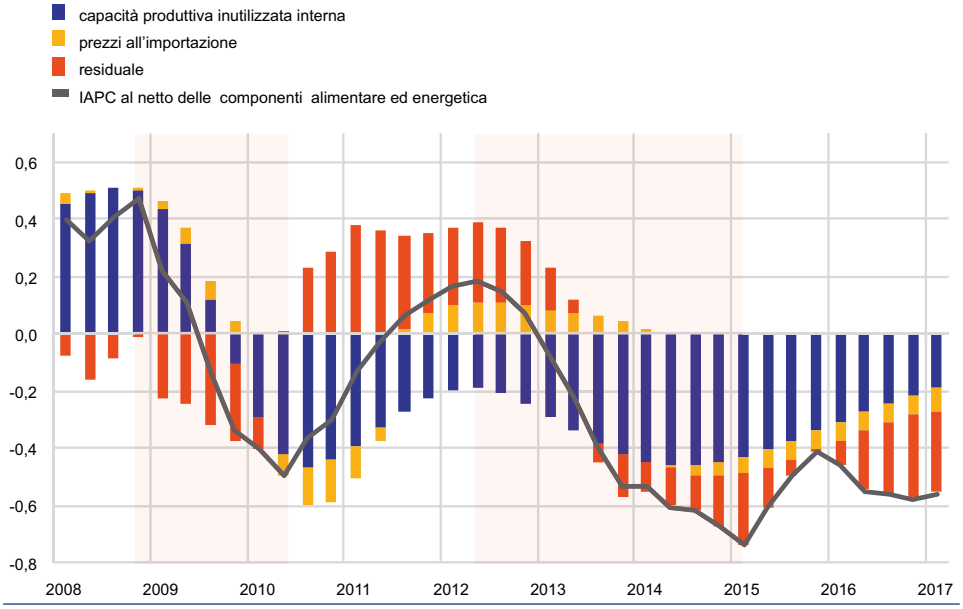
misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro in un quadro basato sulla curva di Phillips.

Una scomposizione delle variazioni dell'inflazioni di fondo successive alla crisi sulla base della tradizionale curva di Phillips illustra con ragionevole chiarezza l'andamento dell'inflazione dal 2010, individuando nella capacità produttiva inutilizzata interna il principale fattore di impatto. Ai fini di questo articolo, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è modellata utilizzando una semplice specificazione della "tradizionale" curva di Phillips in forma ridotta, che comprende i seguenti fattori esplicativi: (a) output gap come misura della capacità produttiva inutilizzata nell'economia; (b) i termini passati dell'inflazione per cogliere l'inerzia; (c) l'inflazione all'importazione espressa in euro al fine di cogliere l'effetto dell'inflazione globale e del tasso di cambio. Il grafico 12 scompone l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari in questi fattori, evidenziando il contributo di ciascuno allo scostamento dell'inflazione dalla sua media di lungo termine. In entrambi i periodi di disinflazione (dal 2009 agli inizi del 2010 e dal 2012 all'inizio del 2015) la capacità produttiva inutilizzata interna ha rappresentato un importante motore del calo dell'inflazione. Anche i minori prezzi all'importazione hanno esercitato un modesto impatto al ribasso negli stessi periodi. Il rimanente residuo di questa scomposizione basata sulla curva di Phillips potrebbe riflettere un certo numero di fattori, tra cui il potenziale impatto di un errore nella misurazione della capacità produttiva inutilizzata interna sotto forma di output gap, ma anche la potenziale incidenza di fattori globali (al di là di quanto riconducibile ai prezzi all'importazione) oppure l'impatto strutturale delle riforme sull'inclinazione della curva di Phillips.

Grafico 12

Scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari in un modello basato sulla curva di Phillips

(variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali; valori espressi in termini di deviazione dalla rispettiva media implicita nel modello)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea nera mostra le deviazioni dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dalla sua media implicita nel modello. Anche i contributi (compreso il residuo) sono indicati come deviazioni dalla rispettiva media implicita nel modello. I contributi sono calcolati sulla base di un'equazione in cui l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (il tasso di crescita trimestrale annualizzato della serie corretta per gli effetti stagionali) è regredita su se stessa ritardata di un periodo, sull'output gap della Commissione europea ritardato di un periodo, sul terzo ritardo dell'inflazione all'importazione e su una costante. Le aree ombreggiate indicano due periodi di disinflazione.

Vi sono indicazioni che la globalizzazione abbia cambiato l'impatto delle condizioni cicliche globali sull'inflazione interna in modi che non possono essere rilevati includendo i prezzi all'importazione nelle analisi basate sulla curva di Phillips? Alcuni dei canali attraverso i quali la capacità produttiva inutilizzata globale può influire sull'inflazione interna possono già essere colti (almeno implicitamente) nelle tradizionali curve di Phillips. Come discusso nella sezione 2, la capacità produttiva inutilizzata globale incide sui prezzi all'importazione, solitamente compresi nelle stime utilizzate nelle curve di Phillips. Anche le misure della capacità produttiva inutilizzata interna includono alcune informazioni sul contesto mondiale, poiché la domanda mondiale di beni e servizi si riflette nell'interscambio netto e le aspettative sulla domanda esterna incidono con una certa forza sulle decisioni di investimento. Allo stesso tempo, altri canali della globalizzazione non sono esplicitamente rilevati nel consueto modello basato sulla curva di Phillips. In particolare, potrebbero esercitare un impatto significativo sulle dinamiche dell'inflazione interna la maggiore importanza della capacità produttiva inutilizzata esterna per i beni tradable e sostituibili a livello internazionale oppure l'aumento della concorrenza proveniente dalle imprese di paesi a più basso costo, anche a causa dell'ulteriore integrazione nelle catene produttive mondiali.

Uno dei modi per valutare il ruolo dei fattori mondiali consiste nell'integrare nella tradizionale curva di Phillips una misura della capacità produttiva inutilizzata esterna. L'indicatore più semplice delle pressioni inflazionistiche globali è fornito dall'output gap mondiale, che misura la differenza tra il PIL mondiale e il prodotto potenziale stimato per l'economia internazionale. Come ogni misura dell'output gap, è caratterizzato da notevole incertezza, poiché il prodotto potenziale non è oggetto di rilevazione e deve essere stimato. La valutazione degli output gap di un'economia è particolarmente difficoltosa in tempo reale, dal momento che le stime subiscono spesso revisioni sostanziali. Lo stesso vale per gli output gap mondiali, con l'ulteriore problema di dover individuare la ponderazione appropriata per gli output gap dei singoli paesi; i pesi del PIL sono comunemente utilizzati a questo scopo[29].

Più di recente, studi empirici si sono concentrati su un importante canale di trasmissione degli effetti della capacità produttiva inutilizzata globale sull'inflazione interna, vale a dire la crescente integrazione delle catene produttive mondiali. Auer, Borio e Filardo sostengono che la differenza nella sensibilità dell'inflazione interna al grado di utilizzo della capacità produttiva a

[29] Per una trattazione delle problematiche concettuali e di misurazione dell'output gap mondiale, cfr. Tanaka, M. e Young, C., "The economics of global output gap measures", *Bank of England Quarterly Bulletin*, terzo trimestre del 2008. Mentre le misure dell'output gap mondiale possono fornire un'ampia panoramica delle pressioni inflazionistiche su scala mondiale, nel caso del singolo paese un migliore indicatore delle pressioni esterne sui prezzi potrebbe essere ottenuto ponderando gli output gap in altre economie. La capacità produttiva inutilizzata presente in altre economie può influire sull'inflazione interna sia attraverso il canale delle importazioni sia tramite gli effetti della concorrenza nei mercati delle esportazioni. Ponderando gli output gap delle altre economie in base alla quota dei rapporti commerciali intrattenuti bilateralmente con ciascuna di esse sull'interscambio complessivo, è quindi possibile cogliere meglio le pressioni esterne sui prezzi più rilevanti per un determinato paese. È inoltre possibile costruire pesi che rilevino sia gli scambi bilaterali diretti sia la concorrenza dei mercati terzi utilizzando i metodi della "doppia ponderazione" applicati per definire le misure del tasso di cambio effettivo. Cfr. Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. e Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Occasional Paper Series*, n. 134, BCE, giugno 2012. Un'alternativa, suggerita da Borio e Filardo, sta nell'utilizzare gli output gap mondiali ponderati per i tassi di cambio, che possono sottolineare il ruolo del regime di cambio nell'esportare l'inflazione.

livello interno e internazionale può essere ricondotta all'integrazione nelle catene produttive mondiali[30].

Nondimeno, la letteratura fornisce un sostegno solo limitato all'idea di includere una misura della capacità produttiva inutilizzata esterna nelle analisi tradizionali della curva di Phillips. Da un lato, Borio e Filardo hanno riscontrato che misure approssimate (proxy) della capacità produttiva inutilizzata mondiale accrescevano considerevolmente la capacità esplicativa della formulazione di base della curva di Phillips nelle economie avanzate e che il ruolo dei fattori globali era cresciuto nel tempo. La rilevanza dell'output gap mondiale è stata corroborata anche da Milani nel caso degli Stati Uniti per il periodo successivo al 1985. D'altra parte, altri studi (Calza[31], Gerlach et al.[32], Ihrig et al.[33], Martínez-García e Wynne[34] nonché Eickmeier e Pijnenburg[35]) ottengono evidenze contrastanti, che suggeriscono che i risultati di Borio e Filardo riguardano probabilmente lo specifico campione di stima o la particolare misura del prodotto mondiale. Più di recente, Mikolajun e Lodge[36] non colgono alcun effetto diretto apprezzabile della capacità produttiva inutilizzata presente nell'economia mondiale sull'inflazione interna nella maggior parte delle economie avanzate. I loro riscontri offrono scarse evidenze di un forte impatto diretto della capacità produttiva inutilizzata mondiale sull'inflazione interna e, nel complesso, fanno ritenere che vi siano pochi motivi per includere i fattori globali nelle tradizionali curve di Phillips in forma ridotta. L'analisi si limita tuttavia a curve di Phillips in forma ridotta e a modelli univariati di previsione dell'inflazione. È possibile che la capacità produttiva inutilizzata mondiale influisca sull'inflazione attraverso canali meno diretti che non possono essere colti da questo strumento. Bianchi e Civelli esplorano relazioni meno dirette nell'ambito di un modello autoregressivo vettoriale. Con riferimento a un insieme di 18 paesi, stimano la relazione, variabile nel tempo, dell'inflazione con gli output gap interni ed esterni, concludendo che la capacità produttiva inutilizzata mondiale svolge un ruolo significativo. Tuttavia, in contraddizione con i risultati ottenuti da Borio e Filardo, loro punto di partenza, Bianchi e Civelli non trovano che l'influenza relativa degli output gap mondiali si sia rafforzata nel tempo.

Le analisi basate su modelli densi offrono solo elementi contrastanti a favore dell'integrazione nella tradizionale curva di Phillips per l'area dell'euro di una misura della capacità produttiva inutilizzata esterna e dell'integrazione nelle catene produttive mondiali. Un metodo di modellizzazione densa, che copre un

---

30 Per i dettagli si rimanda alla discussione nella sezione 2. Cfr. anche l'articolo *L'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente: una prospettiva globale* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

31 Calza, A., "Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence from the Euro Area", Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, n. 13, 2008.

32 Gerlach, S., Giovannini, A., Tille, C. e Viñals, J., "Low Inflation: Testing Times for Central Banks", *10th Geneva Report on the World Economy*, 2008.

33 Ihrig, J., Kamin, S., Lindner, D. and Marquez, J., "Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis", *International Finance*, vol. 13, numero 3, 2010, pagg. 343-375.

34 Martínez-García, E. and Wynne, M., "The Global Slack Hypothesis", Federal Reserve Bank of Dallas, *Staff Papers*, n. 10, 2010.

35 Eickmeier, S. e Pijnenburg, K., "The Global Dimension of Inflation – Evidence from Factor-Augmented Phillips Curves", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 75, numero 1, 2013, pagg. 103-122.

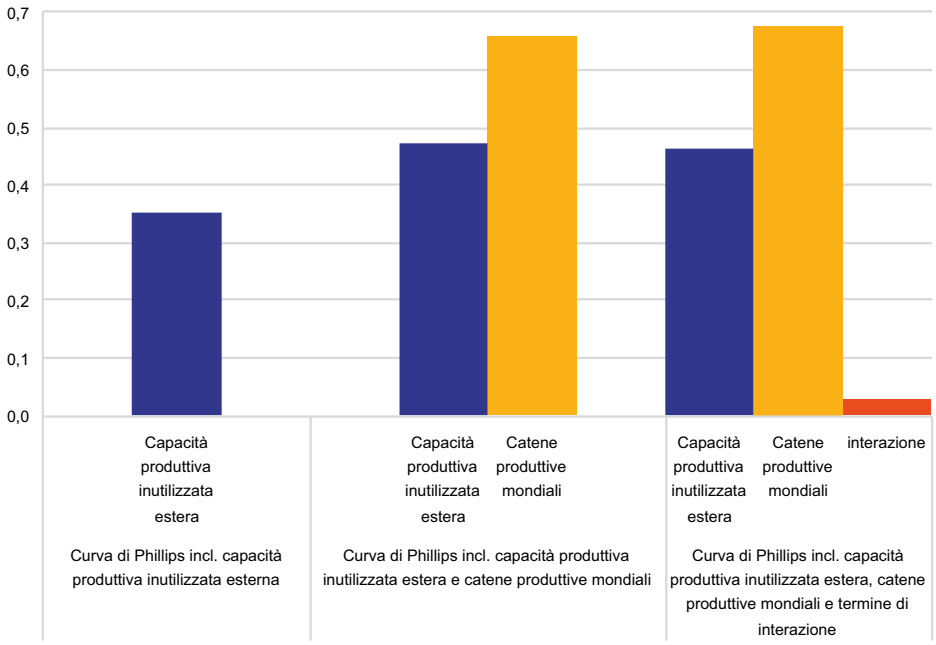
36 Mikolajun, I. and Lodge, D., "Advanced economy inflation: the role of global factors", *Working Paper Series*, numero 1948, BCE, 2016.

ampio insieme (fino a 108) di specificazioni della curva di Phillips, comprendenti tre diverse misure della capacità produttiva inutilizzata esterna, unitamente a sei diversi schemi di ponderazione, e due diverse misure dell'integrazione nelle catene produttive mondiali, con e senza termini di interazione, permette di affrontare le incertezze riguardanti la corretta specificazione della curva di Phillips e le variabili in essa utilizzati (per maggiori informazioni sul metodo applicato, cfr. il riquadro 2). Questo insieme di specificazioni alternative è stato stimato su di un campione che copre gli anni dal 2000 al 2016[37] [38]. Come illustrato nel grafico 13, l'inclusione di una qualche misura della capacità produttiva inutilizzata mondiale nella curva di Phillips può contribuire a stabilire la significatività di tale grandezza in circa un terzo delle specificazioni. Se le catene produttive mondiali e la capacità produttiva inutilizzata esterna vengono incluse contemporaneamente, esse risultano significative in una percentuale di specificazioni compresa tra circa il 50 e il 60 per cento. La misura relativa alle catene produttive mondiali coglie una tendenziale inclinazione verso il basso, che in alcune specificazioni risulta significativa se inclusa in combinazione con la misura della capacità produttiva inutilizzata ponderata. Nondimeno, la misura delle catene produttive mondiali non è

Grafico 13

Significatività del grado di capacità produttiva inutilizzata esterna e misure di integrazione nelle catene produttive mondiali nelle specificazioni delle curve di Phillips nell'area dell'euro

(quota delle specificazioni in cui le variabili considerate risultano significative sul totale delle specificazioni analizzate)



Note: elaborazioni della BCE. Per i dettagli tecnici, cfr. il riquadro 2. Le analisi includono un massimo di 108 diverse specificazioni della curva di Phillips. La sigla "CP" indica la curva di Phillips. I risultati si basano su test di significatività standard (che applicano un livello di significatività del 10 per cento), nei quali non è compresa una correzione della variazione per tener conto dell'utilizzo di regressioni ausiliarie (per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 2). I risultati dovrebbero quindi essere interpretati come indicativi di un limite superiore alla quota di specificazioni in cui le variabili della capacità produttiva inutilizzata esterna e delle catene produttive mondiali risultano significative.

[37] Le misure relative alle catene produttive mondiali ricavate dal World Input-Output Database sono disponibili solo a partire dal 2000.

[38] Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G.J., "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production", *Review of International Economics*, vol. 23, 2015, pagg. 575-605.

quasi mai significativa se interagita con la capacità produttiva inutilizzata mondiale, a indicare che l'integrazione nelle catene del lavoro non sembra amplificare il ruolo della capacità produttiva inutilizzata esterna.

Riquadro 2
Integrazione della curva di Phillips tradizionale con misure della capacità produttiva inutilizzata mondiale

Il ruolo svolto dalla capacità produttiva inutilizzata esterna per l'inflazione interna misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari può essere valutato integrando in una tradizionale curva di Phillips una misura della capacità produttiva inutilizzata esterna.

In termini formali, questa curva di Phillips sarebbe rappresentata nel seguente modo:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (1)$$

dove π_t rappresenta il tasso annualizzato sul trimestre precedente dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari e π^e la corrispondente misura delle aspettative, $gapd_{t-1}$ è una misura della capacità produttiva inutilizzata interna (con un ritardo), imp_{t-2} rappresenta i prezzi all'importazione (con due ritardi), $gapf_{t-1}$ è una misura della capacità produttiva inutilizzata esterna (esclusa l'area dell'euro e con un ritardo) e *c* è una costante. Per affrontare il nodo dell'incertezza che circonda la specificazione della curva di Phillips, e in particolare la misura della capacità produttiva inutilizzata, applichiamo un metodo di "modellizzazione densa" con un gran numero di specificazioni. Tre diverse misure della capacità produttiva inutilizzata interna (output gap, crescita del PIL in termini reali e tasso di disoccupazione) sono combinate con tre diverse misure della capacità produttiva inutilizzata esterna per ciascun paese (output gap secondo l'FMI e l'OCSE e una misura dell'output gap con filtro di Hodrick-Prescott), unitamente a sei diversi schemi di ponderazione[39]. Inoltre, utilizziamo due misure diverse dell'integrazione nelle catene produttive mondiali[40]. Nel complesso, analizziamo 108 diverse specificazioni della curva di Phillips.

La misura della capacità produttiva inutilizzata esterna $gapf_t^j$ è costruita per ogni paese *j* come media ponderata di *k* output gap, ossia:

$$gapf_t^j = \Sigma^k w_t^{j,k} * gapd_t^k \quad (2)$$

dove $w_t^{j,k}$ è la quota dei flussi commerciali bilaterali del paese *j* con il paese *k* sui flussi commerciali complessivi del paese *j* oppure la quota del paese *k* sul prodotto complessivo mondiale.

Utilizziamo regressioni ausiliarie per fronteggiare le distorsioni derivanti dalla correlazione delle aspettative di inflazione con l'inflazione passata e tra capacità produttiva inutilizzata interna ed esterna.

[39] Per dettagli sull'applicazione di questo metodo alla curva di Phillips, adattato al presente esercizio per tener conto della disponibilità di dati, cfr. Ciccarelli e Osbat, "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, n 181, gennaio 2017.

[40] Beni intermedi importati, valore aggiunto esterno (VE), valore aggiunto indiretto (VI) e misura della partecipazione alle catene produttive mondiali sono calcolati come VE + VI.

Nondimeno, il ruolo della capacità produttiva inutilizzata esterna può dipendere dal grado di integrazione del paese nelle catene produttive mondiali. Questo è essenzialmente quanto proposto da Auer, Borio e Filardo nel dimostrare che l'importanza relativa della capacità produttiva inutilizzata esterna dipende in larga misura dall'integrazione nelle catene produttive mondiali. Pertanto, sembra ragionevole aggiungere alla nostra equazione 1 un indicatore dell'integrazione nelle catene produttive mondiali. Per cogliere appieno l'impatto potenziale dell'integrazione nelle catene produttive mondiali, analizziamo anche la sua interazione con la capacità produttiva inutilizzata esterna[41]. In effetti, l'effetto della capacità produttiva inutilizzata esterna potrebbe variare in funzione del livello di integrazione nelle catene produttive mondiali; in altre parole, con l'integrazione di un paese nelle catene produttive mondiali aumenta anche l'effetto potenziale della capacità produttiva inutilizzata esterna. Di conseguenza, stimiamo le seguenti due equazioni, con l'inclusione di un indicatore per l'integrazione nelle catene produttive mondiali nell'equazione 3 nonché di un termine di interazione con la capacità produttiva inutilizzata esterna nell'equazione 4:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (3)$$

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + \beta_7 gapf_{t-1} * GVC_{t-1} + c + e_t \quad (4)$$

6 Conclusioni

Sulla base delle evidenze emerse dai dati disponibili, dai modelli e dalla letteratura esistente, questo articolo contribuisce a far luce sull'importanza relativa dei fattori interni e globali nel determinare l'inflazione nell'area dell'euro. È possibile trarre una serie di conclusioni.

1. Fin dagli inizi degli anni '90 è stato individuato un profilo comune negli andamenti dell'inflazione a livello mondiale. Nondimeno, tale profilo comune può essere ricondotto in ampia misura al mutato orientamento di politica monetaria e all'evoluzione dei prezzi mondiali delle materie prime.

2. Il ruolo dei fattori globali per l'inflazione interna varia fortemente nel tempo, in particolare per effetto degli andamenti dei prezzi delle materie prime. Nel caso dell'area dell'euro, ad esempio, il calo dell'inflazione nel 2008-2009 è stato determinato prevalentemente da fattori globali, mentre quelli interni hanno avuto un impatto più decisivo nel periodo di disinflazione tra il 2012 e il 2015. Ciò mette in evidenza l'importanza di analisi esaustive delle determinanti dell'inflazione nel formulare adeguate risposte di politica monetaria.

3. Si ritiene che le dinamiche a livello globale influiscano sempre più sulle pressioni di salario e di prezzo attraverso l'integrazione e la contendibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Per quanto interessante, è difficile confermare questa

[41] Si noti inoltre che dai regressori utilizzati per i termini di interazione sono sottratte le medie, quindi ad esempio i coefficienti possono essere interpretati come effetto delle catene produttive mondiali quando la capacità produttiva inutilizzata esterna è pari alla sua media campionaria.

teoria sul piano empirico. A questo proposito, ad esempio, riscontriamo elementi solo limitati a sostegno dell'inclusione di misure della capacità inutilizzata e dell'integrazione nelle catene produttive mondiali nelle analisi basate sulla curva di Phillips in sede di esame dell'inflazione nell'area dell'euro.

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 IPC

	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	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 2° trim.	0,8	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
3° trim.	0,8	0,9	0,5	0,2	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
4° trim.	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 1° trim.	.	0,3	0,2	0,5	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2016 dic.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
feb.	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
apr.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
mag. [4]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCSE (col. 1,5,7,8).
1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.
2) I dati relativi all'Argentina non sono attualmente disponibili per lo stato di emergenza decretato dal governo argentino il 7 gennaio 2016 in relazione al sistema statistico nazionale. L'Argentina non è quindi inclusa nel calcolo dei dati aggregati del G-20 e il suo inserimento sarà valutato nuovamente in futuro in funzione di ulteriori sviluppi.
3) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
4) La cifra per l'area dell'euro è una stima basata sui dati nazionali provvisori, nonché su informazioni anticipate sui prezzi dei beni energetici.

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 [2]	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero	Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,1	1,2	0,9
2016 2° trim.	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	0,2	0,3	0,1
3° trim.	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,0	0,9	1,1
4° trim.	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,7	-1,1	3,6
2017 1° trim.	53,2	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,5	1,3	3,4
2016 dic.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,7	-1,1	3,6
2017 gen.	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	2,9	0,5	4,5
feb.	52,7	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,0	1,2	4,1
mar.	53,1	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,0	51,5	2,5	1,3	3,4
apr.	52,9	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	52,9	51,5	.	.	.
mag.	53,0	53,6	54,4	53,4	51,5	56,8	52,5	53,2	51,2	.	.	.

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 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
2017 gen.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
mar.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
apr.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
mag.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01

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

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; 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 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
2017 gen.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
mar.	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
apr.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
mag.	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomu, nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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
2017 gen.	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7
mar.	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8	19.340,2
apr.	373,9	3.491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2.359,3	18.736,4
mag.	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3	19.726,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) [1), 2)]

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

		Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG [3)]		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG [3)]	Indicatore composito del costo del finanziamento
				fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2016	mag.	0,10	0,56	0,53	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,84	2,02	2,05	2,11	2,36	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	1,96	2,01	2,32	1,96
	lug.	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92
	ago.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90
	set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
	ott.	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
	nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
	dic.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017	gen.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,35	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81
	feb.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
	mar.	0,06	0,48	0,40	0,73	6,35	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
	apr. [p]	0,06	0,47	0,40	0,72	6,31	16,67	4,81	5,58	5,97	2,36	1,72	1,90	1,91	1,85	2,26	1,87

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

		Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanziamento
		A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	mag.	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
	giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
	lug.	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87
	ago.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
	set.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	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	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
	nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
	dic.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017	gen.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79
	feb.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
	mar.	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
	apr. [p]	0,06	0,10	0,42	2,55	2,55	2,70	2,36	1,80	1,80	1,71	1,34	1,51	1,63	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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
		A breve termine													
2014		1.321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015		1.274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016		1.247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016	ott.	1.296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
	nov.	1.310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
	dic.	1.247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017	gen.	1.278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41
	feb.	1.310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29
	mar.	1.331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33
		A lungo termine													
2014		15.135	4.054	3.163	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015		15.239	3.784	3.281	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016		15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016	ott.	15.213	3.674	3.165	.	1.105	6.628	641	239	56	61	.	22	92	8
	nov.	15.275	3.668	3.172	.	1.130	6.664	641	216	43	64	.	26	76	7
	dic.	15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017	gen.	15.313	3.651	3.200	.	1.136	6.687	638	312	101	80	.	15	107	9
	feb.	15.337	3.673	3.200	.	1.139	6.685	640	236	77	47	.	12	89	12
	mar.	15.364	3.654	3.186	.	1.147	6.735	643	251	63	61	.	21	97	9

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			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
				Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini-strazione centrale	Altre ammini-strazioni pubbliche				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		Consistenze										
2014		16.456,0	4.597,8	3.293,5	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	782,2	4.584,6
2015		16.512,8	4.301,1	3.432,9	.	1.116,6	6.960,1	702,1	6.744,7	586,1	907,6	5.251,0
2016		16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4
2016	ott.	16.508,9	4.203,6	3.309,9	.	1.176,2	7.111,9	707,3	6.665,7	479,2	909,6	5.277,0
	nov.	16.584,4	4.203,5	3.324,1	.	1.200,1	7.150,4	706,1	6.651,0	482,3	954,6	5.214,1
	dic.	16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4
2017	gen.	16.590,4	4.187,0	3.336,8	.	1.210,1	7.155,9	700,5	7.015,2	542,3	1.018,4	5.454,5
	feb.	16.646,8	4.222,1	3.348,1	.	1.219,5	7.150,9	706,3	7.199,0	539,0	1.026,6	5.633,4
	mar.	16.695,6	4.200,1	3.333,2	.	1.230,2	7.215,0	716,9	7.506,9	609,8	1.056,6	5.840,4
		Tasso di crescita										
2014		-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015		0,2	-7,1	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016		0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016	ott.	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,4	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7
	nov.	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5
	dic.	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017	gen.	0,8	-2,0	-1,0	.	9,0	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
	feb.	1,3	-1,6	1,4	.	9,9	1,6	0,8	0,7	4,1	1,1	0,3
	mar.	1,4	-1,3	2,1	.	9,4	1,6	0,8	0,9	5,8	0,7	0,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi [1)]

(medie nel periodo; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale [2)]	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 2° trim.	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
3° trim.	95,2	90,5	91,8	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
4° trim.	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 1° trim.	94,2	89,7	90,3	.	.	.	109,2	88,7
2016 dic.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 gen.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
feb.	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
mar.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
apr.	94,1	89,6	90,1	-	-	-	108,8	88,3
mag.	96,0	91,2	91,9	-	-	-	111,1	89,9
Variazione percentuale sul mese precedente								
2017 mag.	2,0	1,8	2,0	-	-	-	2,1	1,9
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2017 mag.	1,0	0,8	0,1	-	-	-	0,0	-0,9

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 CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-18.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2017 1° trim.	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 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
2017 gen.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
mar.	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
apr.	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
mag.	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Variazione percentuale sul mese precedente												
2017 mag.	3,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,6	4,9	-0,9	0,9	0,5	1,2	1,7	3,1
Variazione percentuale sull'anno precedente												
2017 mag.	3,1	-0,9	-1,7	0,0	-1,5	0,7	-4,6	10,0	1,2	4,5	-1,4	-2,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze 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)											
2016	1° trim.	22.214,0	23.223,8	-1.009,7	9.717,4	8.038,3	7.112,1	9.946,3	-29,2	4.738,4	5.239,2	675,3	13.420,1
	2° trim.	22.791,7	23.620,8	-829,1	9.872,6	8.256,7	7.429,5	9.945,9	-62,1	4.829,9	5.418,2	721,8	13.576,8
	3° trim.	23.035,1	23.792,8	-757,6	9.842,9	8.116,4	7.691,7	10.130,7	-62,5	4.836,0	5.545,7	727,0	13.576,9
	4° trim.	23.577,7	24.207,2	-629,5	10.237,5	8.397,5	7.885,1	10.285,6	-55,1	4.802,6	5.524,1	707,7	13.558,8
		Consistenze (in percentuale del PIL)											
2016	4° trim.	219,4	225,3	-5,9	95,3	78,1	73,4	95,7	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
		Transazioni											
2016	2° trim.	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
	3° trim.	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
	4° trim.	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2017	1° trim.	570,8	528,5	42,3	225,3	203,6	150,4	33,4	7,6	189,9	291,4	-2,5	-
2016	ott.	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
	nov.	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
	dic.	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017	gen.	375,8	374,4	1,4	107,4	98,1	43,7	31,1	2,3	227,5	245,2	-5,1	-
	feb.	191,8	193,8	-2,0	95,1	94,9	54,3	-19,2	4,9	35,4	118,2	2,0	-
	mar.	3,1	-39,7	42,9	22,8	10,6	52,4	21,6	0,4	-73,0	-72,0	0,6	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi											
2017	mar.	1.127,4	781,8	345,5	427,3	290,5	413,3	-93,7	1,0	273,8	585,0	12,0	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL											
2017	mar.	10,4	7,2	3,2	3,9	2,7	3,8	-0,9	0,0	2,5	5,4	0,1	-

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero[1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Varazione delle scorte[2]	Totale	Esportazioni[1]	Importazioni[1]
						Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intelletuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2014	10.143,5	9.783,8	5.633,2	2.125,7	1.991,5	1.000,4	600,0	383,1	33,5	359,7	4.534,3	4.174,6
2015	10.473,8	10.002,8	5.748,2	2.163,7	2.070,0	1.019,2	633,3	408,4	20,9	471,0	4.827,9	4.356,9
2016	10.745,4	10.272,3	5.887,3	2.218,1	2.163,5	1.055,4	660,9	439,7	3,4	473,1	4.902,6	4.429,5
2016 2° trim.	2.672,6	2.551,6	1.465,1	553,0	534,7	260,3	163,6	109,2	-1,2	121,0	1.213,5	1.092,5
3° trim.	2.689,3	2.568,0	1.473,2	555,5	536,3	264,6	165,4	104,1	3,1	121,2	1.223,9	1.102,6
4° trim.	2.715,2	2.614,1	1.488,3	558,4	559,2	267,4	166,9	122,2	8,2	101,1	1.258,8	1.157,6
2017 1° trim.	2.729,6	2.639,3	1.501,8	562,6	567,3	.	.	.	7,6	90,3	1.288,7	1.198,4
	in percentuale del PIL											
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre corrispondente											
2016 2° trim.	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,2	1,6
3° trim.	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,3
4° trim.	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,7	3,8
2017 1° trim.	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	.	.	.	-	-	1,2	1,3
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 2° trim.	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	1,9	5,2	6,2	-	-	2,7	4,2
3° trim.	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,8	3,2
4° trim.	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,7
2017 1° trim.	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	.	.	.	-	-	4,6	7,1
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali											
2016 2° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
4° trim.	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 1° trim.	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	.	.	.	0,1	0,0	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 2° trim.	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
3° trim.	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
4° trim.	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 1° trim.	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	.	.	.	0,4	-0,8	-	-

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) Incluse 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 al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	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	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)											
2014	9.109,0	150,3	1.780,3	460,9	1.713,7	417,9	460,9	1.045,5	980,7	1.777,5	321,3	1.034,5
2015	9.402,4	151,4	1.890,8	468,0	1.765,6	430,6	460,4	1.067,0	1.025,1	1.816,2	327,3	1.071,5
2016	9.637,4	149,2	1.928,2	486,6	1.817,1	445,2	449,4	1.093,6	1.068,5	1.863,5	336,1	1.108,0
2016 2° trim.	2.396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7	275,7
3° trim.	2.411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1	277,5
4° trim.	2.434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6	281,0
2017 1° trim.	2.446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9	283,3
	in percentuale del valore aggiunto											
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre corrispondente											
2016 2° trim.	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0	0,4
3° trim.	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
4° trim.	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,2	0,9
2017 1° trim.	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3	0,8
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1	3,2
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1	2,7
2016 2° trim.	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1	2,5
3° trim.	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2	2,8
4° trim.	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3	2,1
2017 1° trim.	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1	2,6
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali											
2016 2° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 1° trim.	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
4° trim.	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 1° trim.	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione [1)]

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati 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	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	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
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
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
2° trim.	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
3° trim.	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
4° trim.	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
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	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 1° trim.	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
2° trim.	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
3° trim.	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
4° trim.	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 1° trim.	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
2° trim.	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
3° trim.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

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)

	Forze di 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	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,217	10,4	3,420	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,150	22,3	9,252	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,974	4,3	16,224	10,0	5,0	13,273	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,754	10,4	1,7
2016 2° trim.	161,849	4,5	16,461	10,2	5,1	13,449	9,1	3,012	21,2	8,552	9,8	7,909	10,6	1,7
3° trim.	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,162	8,9	2,920	20,6	8,382	9,6	7,700	10,3	1,6
4° trim.	162,570	4,2	15,746	9,7	4,9	12,880	8,7	2,866	20,3	8,244	9,4	7,502	10,0	1,7
2017 1° trim.	.	.	15,373	9,5	.	12,656	8,5	2,717	19,3	7,962	9,1	7,411	9,9	1,9
2016 nov.	-	-	15,795	9,7	-	12,895	8,7	2,899	20,5	8,291	9,5	7,503	10,0	-
dic.	-	-	15,607	9,6	-	12,769	8,6	2,838	20,1	8,130	9,3	7,477	10,0	-
2017 gen.	-	-	15,514	9,5	-	12,738	8,6	2,776	19,7	8,047	9,2	7,467	9,9	-
feb.	-	-	15,331	9,4	-	12,626	8,5	2,705	19,3	7,942	9,1	7,389	9,8	-
mar.	-	-	15,273	9,4	-	12,604	8,5	2,669	19,0	7,897	9,0	7,376	9,8	-
apr.	-	-	15,040	9,3	-	12,423	8,4	2,617	18,7	7,729	8,9	7,311	9,7	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.
1) Non destagionalizzati.
2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vancanti 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	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,6	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	3,0	1,8	7,2
2016 2° trim.	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,8	0,3	-2,4	2,0	0,6	3,0	2,2	8,6
3° trim.	0,9	1,2	1,6	0,8	1,2	-0,5	3,4	-0,2	1,4	1,3	1,5	2,4	6,4
4° trim.	2,3	1,8	2,4	1,7	1,3	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,6	1,3	4,1
2017 1° trim.	1,2	1,1	2,0	1,0	-0,7	1,9	1,7	5,5	2,0	1,0	2,8	0,7	4,8
2016 nov.	3,4	3,0	3,0	3,4	2,7	6,5	0,8	2,5	3,0	1,7	4,2	2,1	4,5
dic.	2,7	2,0	3,8	0,5	1,8	7,4	3,5	4,9	1,7	0,8	2,6	0,4	3,4
2017 gen.	0,4	-0,6	0,7	-1,5	-2,5	7,7	-5,5	3,0	1,6	1,1	1,8	1,4	3,7
feb.	1,4	1,0	2,0	1,5	-1,8	2,5	5,5	6,4	1,9	1,0	2,7	0,8	4,8
mar.	1,9	2,6	3,2	2,7	1,9	-4,8	3,6	7,1	2,5	1,1	4,0	-0,1	5,5
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5	2,1	3,4	-1,6	4,3
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 nov.	1,7	1,7	1,9	0,4	2,1	1,5	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	2,4
dic.	-1,0	-0,9	0,1	-2,2	-0,2	-1,5	0,2	3,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	2,2
2017 gen.	0,2	-0,2	-1,0	1,0	-1,3	2,8	-2,7	-2,9	0,1	0,0	-0,3	0,5	0,8
feb.	-0,1	0,4	1,2	1,0	-1,2	-4,9	5,5	2,1	0,6	0,3	0,8	-0,4	0,8
mar.	-0,1	0,4	0,3	0,2	2,0	-3,2	-1,1	0,9	0,2	-0,1	0,8	0,0	-0,5
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,6	-0,4	-0,8	0,1

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	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 2° trim.	104,2	-3,4	81,6	-7,9	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
3° trim.	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
4° trim.	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 1° trim.	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 dic.	107,8	0,0	-	-5,2	-12,1	3,5	13,0	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 gen.	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
feb.	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
mar.	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
apr.	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
mag.	109,2	2,8	-	-3,3	-5,7	2,0	13,0	-	57,0	58,3	56,3	56,8

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	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	129,6	2,1	-0,4	0,7
2014	12,6	94,7	0,7	1,8	1,0	2,6	1,0	33,0	4,9	131,0	2,6	6,8	1,4
2015	12,4	94,0	1,8	2,1	2,5	3,3	2,3	34,5	6,6	133,1	3,9	2,8	2,1
2016 1° trim.	12,4	93,5	2,4	1,9	3,9	1,9	3,1	34,1	6,8	132,1	3,9	4,3	2,1
2° trim.	12,5	93,5	2,4	2,2	6,6	3,1	3,6	33,9	7,0	133,3	3,7	3,8	2,0
3° trim.	12,5	93,5	1,6	2,2	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,1	3,4	3,8	1,8
4° trim.	12,3	93,5	1,2	2,0	5,6	4,4	4,4	33,9	7,4	133,4	3,4	8,1	1,8

Fonti: BCE ed Eurostat.
1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per la variazione della posizione netta delle famiglie in riserve di fondi pensione).
2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.
3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.
4) Basato sugli importi in essere relativi a prestiti, titoli di debito, debiti commerciali e passività dei fondi pensione.

3 Attività economica

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

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

		Conto corrente											Conto Capitale [1]	
		Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari			
		Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	2° trim.	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
	3° trim.	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
	4° trim.	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2017	1° trim.	940,6	842,4	98,2	555,8	471,9	204,5	179,0	153,0	134,9	27,3	56,6	6,7	6,3
2016	ott.	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
	nov.	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
	dic.	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017	gen.	313,2	286,9	26,3	182,8	157,3	67,4	63,6	53,9	43,0	9,1	23,1	2,0	2,2
	feb.	313,8	276,0	37,8	186,3	156,9	69,1	59,0	49,7	45,9	8,7	14,2	2,8	1,6
	mar.	313,6	279,5	34,1	186,7	157,7	68,0	56,5	49,4	46,0	9,5	19,4	1,9	2,5
		transazioni cumulate su 12 mesi												
2017	mar.	3.673,3	3.309,8	363,6	2.142,4	1.777,7	794,3	739,5	628,4	549,0	108,3	243,6	29,9	29,2
		transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL												
2017	mar.	34,0	30,6	3,4	19,8	16,4	7,3	6,8	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	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
		Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2016	2° trim.	0,0	-3,4	504,6	231,6	106,1	153,4	425,1	433,5	237,3	72,6	115,9	322,4	41,9
	3° trim.	-0,1	-1,7	508,9	237,2	103,3	154,2	426,3	443,2	244,1	72,3	117,4	327,8	43,8
	4° trim.	2,2	2,3	525,3	244,5	108,4	157,4	439,4	460,0	256,4	74,0	119,1	334,1	50,3
2017	1° trim.	10,2	12,4	537,1	.	.	.	447,2	479,8	.	.	.	338,6	
2016	ott.	-4,5	-2,8	170,3	79,0	34,7	51,5	141,7	150,6	83,0	24,9	39,4	110,5	16,1
	nov.	5,5	5,3	175,8	82,3	35,1	53,2	147,0	153,5	86,1	24,1	39,8	111,8	16,5
	dic.	6,1	4,7	179,2	83,1	38,6	52,7	150,7	155,9	87,3	25,0	39,9	111,8	17,7
2017	gen.	12,6	17,3	177,3	84,5	34,8	53,2	145,9	161,9	93,0	25,9	39,6	113,8	21,0
	feb.	4,9	6,4	178,7	85,1	35,7	52,6	149,6	159,9	92,3	25,2	39,0	113,1	20,7
	mar.	13,1	13,7	181,1	.	.	.	151,6	158,0	.	.	.	111,7	
		Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2016	2° trim.	2,4	5,1	118,0	114,3	117,7	123,9	117,7	108,2	107,0	107,0	111,4	111,3	99,8
	3° trim.	0,7	1,8	118,2	116,1	113,5	124,0	117,3	109,2	108,1	106,3	111,8	112,2	100,8
	4° trim.	1,4	0,7	120,4	118,1	118,0	124,8	119,8	109,6	108,7	105,9	111,5	112,0	105,2
2017	1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2016	set.	2,7	1,2	118,6	117,4	113,7	124,3	118,0	108,7	107,9	104,6	111,5	111,5	97,7
	ott.	-4,8	-2,1	118,1	115,2	113,9	124,3	116,8	109,5	108,0	108,3	111,9	112,5	104,0
	nov.	4,7	4,6	121,0	119,8	115,4	126,0	120,2	110,7	110,8	104,7	111,9	113,0	108,2
	dic.	4,7	-0,3	122,0	119,2	124,9	124,2	122,4	108,6	107,4	104,8	110,8	110,6	103,3
2017	gen.	8,8	6,4	119,6	119,4	113,3	124,1	117,7	109,9	111,1	107,8	107,3	111,1	113,6
	feb.	0,7	-3,7	120,4	120,6	115,5	122,3	120,7	109,0	110,3	104,8	107,6	111,0	112,9

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: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
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	0,2
2016 2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	1,0	0,0	2,0	0,2	-0,1	0,0
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	0,3	0,8	0,3
2017 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 dic.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,3	1,3	0,3
2017 gen.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
feb.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
mar.	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7
apr.	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,0	1,3
mag. [3)]	101,9	1,4	0,9	.	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
in perc. del totale nel 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
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 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
2017 1° trim.	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
2016 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
2017 gen.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
feb.	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8
mar.	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8
apr.	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8
mag. [3)]	1,5	1,5	1,6	.	0,3	4,6	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima basata sui dati nazionali provvisori, nonché su informazioni anticipate sui prezzi dei beni energetici.

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni [1]										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali [2]	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali [2]
	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			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,1	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4
2016 2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,2	-5,9	0,4	3,4	8,8
4° trim.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3
2017 1° trim.	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	10,0	.	.	.
2016 nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,3	0,2	-0,8	-	-	-
dic.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	0,0	3,8	-	-	-
2017 gen.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,2	0,2	10,4	-	-	-
feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,2	11,4	-	-	-
mar.	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,3	8,3	-	-	-
apr.	104,5	4,3	3,9	2,5	4,0	0,9	2,3	3,4	0,3	9,1	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).
1) Solo vendite interne.
2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; 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	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 2° trim.	106,5	0,8	0,2	0,0	0,6	0,6	-2,5	-4,2	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
3° trim.	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
4° trim.	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 1° trim.	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	6,8	-2,5	17,8	7,0	-1,7	19,7

Fonti: Eurostat, eleborazioni 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	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 2° trim.	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-1,4	47,5	54,4	48,5	49,0
3° trim.	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8
4° trim.	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 1° trim.	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 dic.	5,4	4,0	4,9	-5,1	3,7	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 gen.	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9
feb.	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1
mar.	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
apr.	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
may.	8,2	3,7	5,4	-0,6	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7

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	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 2° trim.	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
3° trim.	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
4° trim.	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4
2017 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html/html).

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			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	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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2014	104,5	0,7	-1,3	-0,9	1,2	0,5	-0,9	2,2	1,7	1,0	1,6	1,5
2015	104,8	0,3	-0,1	-2,2	0,8	0,8	0,6	0,2	3,6	1,9	1,2	1,8
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,2	0,7	0,4	1,6	4,1	1,1	1,4	1,8
2016 1° trim.	105,5	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,9	1,1	1,4	4,5	2,1	1,6	2,7
2° trim.	105,6	0,9	1,5	0,0	-0,6	1,2	0,7	1,8	3,8	0,6	1,6	1,8
3° trim.	105,8	0,8	2,0	0,3	-0,6	0,7	-0,3	1,8	3,8	0,6	1,4	1,5
4° trim.	106,1	0,8	3,8	-0,4	0,5	0,6	0,2	1,4	4,3	1,1	1,2	1,5
Redditi per occupato												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 1° trim.	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
2° trim.	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
3° trim.	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
4° trim.	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Produttività del lavoro per occupato												
2014	102,0	0,7	1,5	2,9	0,5	0,6	3,1	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	1,5	4,0	0,0	0,7	1,8	0,4	-1,0	-0,3	-0,1	-0,8
2016	103,4	0,5	-1,1	1,0	1,6	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 1° trim.	103,3	0,3	0,4	1,1	1,4	0,4	0,1	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6
2° trim.	103,2	0,2	-0,5	0,7	1,9	0,1	0,5	-0,8	-0,3	0,7	-0,3	0,0
3° trim.	103,5	0,5	-1,8	0,8	2,2	0,5	1,4	-0,1	-0,9	0,4	0,2	0,7
4° trim.	103,8	0,7	-2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	-0,2	-0,7	0,4	0,5	1,0
Redditi per ora lavorata												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 1° trim.	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
2° trim.	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
3° trim.	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
4° trim.	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Produttività per ora lavorata												
2014	104,2	0,7	2,1	2,5	0,2	0,9	3,1	-0,4	0,0	0,4	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,8	0,5	3,5	-0,6	0,9	0,7	0,3	-1,5	-0,3	-0,2	-0,8
2016	105,7	0,6	-1,4	1,0	1,8	0,7	1,0	-0,4	-0,5	0,3	0,4	0,5
2016 1° trim.	105,3	0,2	-1,0	0,8	1,1	0,4	-0,2	0,1	-0,8	-1,0	0,0	-0,3
2° trim.	105,1	0,2	-1,4	0,4	1,6	0,1	0,3	-1,5	-1,0	0,2	0,2	0,2
3° trim.	105,6	0,8	-1,6	0,9	2,4	0,5	1,8	-0,2	-0,4	0,9	0,7	1,4
4° trim.	106,0	1,0	-2,2	1,5	2,0	1,3	1,7	-0,1	-0,1	0,9	0,5	1,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari [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)

		M3											
		M2							M3-M2				
		M1			M2-M1								
		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	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							Consistenze						
2014		969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	422,2	107,3	651,0	10.320,3
2015		1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.829,1
2016		1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2016	2° trim.	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.170,0	3.581,0	10.456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11.117,5
	3° trim.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.172,6	3.565,8	10.579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11.247,8
	4° trim.	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2017	1° trim.	1.088,6	6.303,2	7.391,8	1.306,1	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,2
2016	nov.	1.075,2	6.069,6	7.144,7	1.350,7	2.171,9	3.522,6	10.667,4	72,5	504,0	99,0	675,6	11.342,9
	dic.	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2017	gen.	1.081,8	6.154,8	7.236,6	1.329,8	2.178,1	3.507,8	10.744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11.431,3
	feb.	1.086,1	6.208,4	7.294,5	1.325,2	2.178,0	3.503,2	10.797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11.470,1
	mar.	1.088,6	6.303,2	7.391,8	1.306,1	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,2
	apr.[p)]	1.092,3	6.344,4	7.436,7	1.279,6	2.183,0	3.462,6	10.899,3	73,2	511,5	82,7	667,4	11.566,8
							Transazioni						
2014		59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	12,9	26,8	372,7
2015		65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	51,4	-26,6	-23,1	482,3
2016		36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,4
2016	2° trim.	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
	3° trim.	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
	4° trim.	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017	1° trim.	15,5	188,7	204,2	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016	nov.	2,8	80,9	83,7	-11,9	-1,3	-13,2	70,5	-2,1	2,0	8,2	8,1	78,6
	dic.	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017	gen.	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,5	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,1
	feb.	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
	mar.	2,4	97,1	99,5	-18,4	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,5
	apr.[p)]	3,7	45,8	49,5	-24,9	3,2	-21,7	27,8	-0,2	-18,8	-22,0	-41,0	-13,2
							Variazioni percentuali						
2014		6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,3	4,3	3,8
2015		6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,5	-3,5	4,7
2016		3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016	2° trim.	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
	3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
	4° trim.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017	1° trim.	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016	nov.	3,8	9,4	8,5	-5,4	0,6	-1,8	4,9	-15,8	4,5	12,5	2,9	4,7
	dic.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017	gen.	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
	feb.	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
	mar.	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
	apr.[p)]	4,2	10,1	9,2	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,7	8,5	-15,4	1,5	4,9

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3 [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)

		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							
2014		1.863,4	1.366,3	365,1	112,6	19,4	5.555,6	2.749,5	812,1	1.991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015		1.950,8	1.503,1	321,8	117,5	8,4	5.748,9	3.059,7	695,1	1.991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016		2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2016	2° trim.	2.034,8	1.594,2	314,0	118,2	8,4	5.904,1	3.214,2	688,8	1.998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
	3° trim.	2.069,0	1.622,9	317,7	119,3	9,1	5.977,7	3.301,8	672,0	2.001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
	4° trim.	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017	1° trim.	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016	nov.	2.086,3	1.654,7	304,8	118,4	8,5	6.029,6	3.371,5	652,6	2.002,9	2,5	959,4	206,3	383,1
	dic.	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017	gen.	2.121,3	1.697,8	299,2	117,3	7,0	6.087,8	3.438,6	636,0	2.010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
	feb.	2.142,8	1.717,2	301,5	117,3	6,8	6.111,8	3.469,5	627,5	2.012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
	mar.	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
	apr.[p]	2.164,5	1.745,6	294,9	117,2	6,8	6.156,7	3.524,1	611,6	2.017,6	3,4	962,7	199,7	396,7
							Transazioni							
2014		68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015		83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016		129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1
2016	2° trim.	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
	3° trim.	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
	4° trim.	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017	1° trim.	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016	nov.	24,0	26,8	-3,3	-1,0	1,5	28,6	36,2	-7,4	0,1	-0,3	23,5	-0,4	-10,1
	dic.	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017	gen.	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
	feb.	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
	mar.	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,4	-4,3	-2,5
	apr.[p]	-2,7	4,1	-7,0	-0,2	0,5	18,2	21,8	-8,2	4,0	0,7	-8,0	9,0	7,3
							Variazioni percentuali							
2014		4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015		4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016		6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016	2° trim.	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
	3° trim.	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
	4° trim.	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017	1° trim.	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016	nov.	7,1	10,1	-3,8	0,1	-5,3	5,4	11,1	-5,8	0,7	-32,6	0,3	-8,0	3,1
	dic.	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017	gen.	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
	feb.	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
	mar.	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
	apr.[p]	7,1	10,6	-6,7	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-5,0	1,4	-7,1	5,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro [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		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		
						Prestiti corretti [2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.316,6	5.200,7	808,1	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	4.290,7	5.307,6	790,1	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2016 2° trim.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.312,7	5.348,3	801,2	103,9	1.342,5	755,4
3° trim.	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.927,4	4.302,5	5.379,3	832,6	109,1	1.364,5	780,5
4° trim.	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2017 1° trim.	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
2016 nov.	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.848,3	10.699,2	10.981,6	4.336,1	5.407,4	839,8	115,9	1.378,2	770,8
dic.	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2017 gen.	4.383,3	1.087,3	3.282,3	12.882,2	10.696,5	10.995,8	4.329,3	5.422,9	829,8	114,6	1.399,5	786,2
feb.	4.399,6	1.073,3	3.312,5	12.913,4	10.720,0	11.012,1	4.334,6	5.443,9	829,9	111,6	1.400,4	793,0
mar.	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
apr.[p]	4.466,6	1.074,1	3.378,2	12.958,4	10.743,0	11.043,1	4.337,0	5.467,8	824,0	114,3	1.426,7	788,6
Transazioni												
2014	73,8	16,4	57,4	-101,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	316,8	233,4	253,2	78,4	119,8	46,3	-11,1	80,0	3,4
2016 2° trim.	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6
3° trim.	69,3	-7,3	76,3	112,7	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,3	22,1
4° trim.	153,2	-20,3	173,6	80,0	61,7	65,3	19,8	35,3	3,4	3,3	17,6	0,7
2017 1° trim.	74,3	-11,0	84,7	148,8	98,9	92,6	29,1	51,6	17,8	0,5	40,9	8,9
2016 nov.	45,3	-7,0	52,2	36,0	37,5	20,7	16,0	18,9	1,3	1,3	5,4	-6,9
dic.	69,1	-7,8	77,1	1,9	-9,5	15,2	-14,9	9,2	-0,3	-3,5	4,5	7,0
2017 gen.	20,0	5,2	14,2	52,1	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6
feb.	7,6	-13,0	20,5	23,9	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,5	4,4
mar.	46,8	-3,2	50,0	72,8	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,5	-1,1
apr.[p]	28,1	3,6	24,3	-7,8	-4,7	-3,2	8,2	11,2	-25,6	1,4	-0,4	-2,7
Variazioni percentuali												
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	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2016 2° trim.	11,7	-2,8	18,1	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9
3° trim.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8
4° trim.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2017 1° trim.	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
2016 nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,4	-6,7	7,3	-1,0
dic.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2017 gen.	10,6	-2,9	15,9	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6
feb.	9,9	-3,9	15,2	2,6	2,0	2,3	1,4	2,4	4,4	-11,4	6,4	3,6
mar.	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
apr.[p]	9,7	-4,2	15,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,4	7,7	4,3

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
		Prestiti corretti [4)]					Prestiti corretti [4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2014	4.316,6	4.269,9	1.112,3	724,3	2.480,0	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.290,7	4.272,9	1.041,1	761,5	2.488,2	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2016 2° trim.	4.312,7	4.293,2	1.043,0	777,5	2.492,1	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
3° trim.	4.302,5	4.291,6	1.011,5	787,9	2.503,1	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
4° trim.	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 1° trim.	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
2016 nov.	4.336,1	4.312,1	1.031,9	798,7	2.505,4	5.407,4	5.723,4	614,9	4.038,5	754,0
dic.	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 gen.	4.329,3	4.322,3	1.013,9	799,6	2.515,7	5.422,9	5.743,6	620,8	4.052,2	749,9
feb.	4.334,6	4.325,3	1.011,3	798,3	2.525,0	5.443,9	5.757,2	623,8	4.072,3	747,8
mar.	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
apr.[p]	4.337,0	4.343,2	997,8	804,2	2.535,0	5.467,8	5.778,0	629,5	4.096,4	741,9
Transazioni										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,4	93,5	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 2° trim.	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
3° trim.	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
4° trim.	19,8	31,2	-9,8	8,4	21,2	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 1° trim.	29,1	33,9	8,6	7,0	13,5	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 nov.	16,0	8,4	5,9	7,6	2,5	18,9	10,8	2,6	15,6	0,7
dic.	-14,9	9,4	-29,3	-1,8	16,1	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 gen.	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
feb.	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
mar.	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
apr.[p]	8,2	11,9	-4,1	3,0	9,3	11,2	10,3	2,1	11,6	-2,6
Variazioni percentuali										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 2° trim.	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
3° trim.	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
4° trim.	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 1° trim.	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 nov.	1,8	2,1	-1,9	6,6	1,9	2,1	1,9	3,7	2,5	-1,2
dic.	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 gen.	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
feb.	1,4	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
mar.	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
apr.[p]	1,6	2,4	-3,1	4,8	2,6	2,6	2,4	4,6	3,0	-1,2

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, 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 IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali [2)]	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali [3)]	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consistenze					
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.380,4	220,3	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.343,8	263,4	205,9	135,6
2016	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2016 2° trim.	319,3	7.006,8	2.094,1	74,6	2.175,8	2.662,3	1.292,4	295,3	238,0	144,0
3° trim.	310,1	6.961,3	2.068,5	72,4	2.125,4	2.695,0	1.196,7	281,7	209,2	129,1
4° trim.	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2017 1° trim.	303,5	6.881,0	2.033,5	69,2	2.100,3	2.678,0	1.105,1	250,4	182,2	111,8
2016 nov.	296,6	6.932,4	2.061,7	71,9	2.134,5	2.664,3	1.109,3	293,4	194,7	121,3
dic.	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2017 gen.	302,8	6.865,5	2.037,8	69,8	2.117,1	2.640,9	1.113,6	220,5	176,5	106,3
feb.	295,2	6.919,8	2.027,9	69,6	2.125,3	2.697,0	1.120,0	252,0	171,3	104,4
mar.	303,5	6.881,0	2.033,5	69,2	2.100,3	2.678,0	1.105,1	250,4	182,2	111,8
apr.[(p)]	335,2	6.848,6	2.022,0	69,3	2.083,5	2.673,8	1.063,2	262,4	173,8	103,7
					Transazioni					
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8
2015	9,2	-224,8	-106,2	-13,5	-212,8	107,6	-86,6	-18,4	21,4	-4,0
2016	31,0	-150,8	-73,1	-9,1	-121,2	52,7	-279,6	-72,4	12,8	-12,0
2016 2° trim.	4,2	-12,9	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-63,6	0,3	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,2	-54,1	-25,8	-2,0	-41,2	14,9	-97,5	-14,3	-19,2	-13,7
4° trim.	6,6	-27,1	-21,5	-2,6	-18,1	15,1	-43,8	-92,3	-0,2	-7,5
2017 1° trim.	-16,1	-19,4	-14,7	-1,4	-31,2	28,0	-31,7	-9,1	-22,6	-9,1
2016 nov.	-27,6	-11,5	-12,3	-0,5	-5,5	6,8	-13,2	-28,6	1,7	-12,4
dic.	21,1	-15,9	-7,9	-1,3	-3,4	-3,3	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017 gen.	-16,4	-24,2	-10,3	-0,8	-4,9	-8,2	6,6	-55,2	-28,3	-14,6
feb.	-8,2	12,4	-11,1	-0,2	-5,4	29,1	-34,5	41,5	-5,1	-2,0
mar.	8,4	-7,6	6,6	-0,4	-20,8	7,1	-3,8	4,6	10,8	7,5
apr.[(p)]	31,7	-15,5	-10,0	0,1	-5,2	-0,5	-30,0	12,7	-8,4	-8,2
					Variazioni percentuali					
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,7	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 2° trim.	20,1	-2,4	-2,9	-13,3	-7,0	2,8	-	-	3,6	-2,9
3° trim.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,3	2,6	-	-	1,5	-8,2
4° trim.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 1° trim.	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
2016 nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,4	-	-	-4,9	-15,6
dic.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 gen.	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,7	-	-	-12,2	-23,8
feb.	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-3,9	2,6	-	-	-25,7	-25,7
mar.	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
apr.[(p)]	5,5	-1,9	-4,4	-9,0	-4,8	2,8	-	-	-21,6	-24,8

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.
3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4
2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
3° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
4° trim.	-1,5	.	.	.	.	0,7

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
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
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	22,8	3,9
2° trim.	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
3° trim.	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
4° trim.	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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
						IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 1° trim.	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 1° trim.	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,6	2,7	1,4	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1
2° trim.	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
3° trim.	14,5	12,7	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2
4° trim.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 nov.	14,5	12,8	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
dic.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 gen.	14,4	12,7	4,9	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2
feb.	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
mar.	14,4	12,7	4,4	1,7	0,4	6,9	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
apr.	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2

Fonte: BCE.
1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.
2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.
3) Vita residua a fine periodo.
4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico								
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
2016 1° trim.	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3
2° trim.	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3
3° trim.	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0
4° trim.	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
	Debito pubblico								
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8
2016 1° trim.	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4
2° trim.	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5
3° trim.	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6
4° trim.	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
	Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico									
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 1° trim.	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
2° trim.	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
3° trim.	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
4° trim.	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
	Debito pubblico									
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 1° trim.	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
2° trim.	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
3° trim.	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
4° trim.	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

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 7 giugno 2017, ad eccezione di quelle riferite al PIL e alle sue componenti principali, aggiornate all'8 giugno 2017.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-003-IT-N (online)

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