



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 2017





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 5 / 2017

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	17
5 Moneta e credito	20

Riquadri **24**

1 Convergenza e aggiustamento negli Stati baltici	24
2 Determinanti recenti delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro	31
3 Riduzione dei tassi di interesse e variazioni settoriali del reddito da interessi	35
4 Modalità di valutazione dei rischi per l'inflazione da parte degli esperti	40
5 Le raccomandazioni specifiche per paese del 2017	44

Articolo **48**

1 La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	48
---	----

Statistiche **S1**

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a garantire le condizioni di finanziamento molto favorevoli che sono necessarie a conseguire continui progressi verso una convergenza durevole dei tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Le informazioni pervenute confermano un protratto rafforzamento dell'espansione economica nell'area dell'euro, che si sta diffondendo a livello di settori e regioni¹. I rischi per le prospettive di crescita sono sostanzialmente bilanciati. Se da un lato l'espansione economica in atto rassicura sul fatto che l'inflazione evolverà gradualmente verso livelli in linea con l'obiettivo di inflazione del Consiglio direttivo, d'altro canto essa deve ancora tradursi in una dinamica dei prezzi più vigorosa.

A livello mondiale, gli indicatori disponibili segnalano una crescita sostenuta nel secondo trimestre del 2017. L'inflazione complessiva ha registrato una moderazione su scala mondiale, riflettendo il venir meno del sostegno fornito dai prezzi dell'energia. Le condizioni finanziarie mondiali sono rimaste nel complesso favorevoli nonostante gli aumenti dei tassi di interesse a lungo termine registrati nelle economie avanzate.

Dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo tenutasi a giugno, i tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, anche in ragione del miglioramento delle prospettive di crescita. Nel complesso, dall'inizio del mese di giugno la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto di circa 15 punti base in media sulle varie scadenze. Le quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro si sono ridotte per le società non finanziarie mentre sono aumentate per le società finanziarie, in un contesto di solide attese sugli utili, che hanno continuato a fornire sostegno ai prezzi in entrambi i settori. I rendimenti delle obbligazioni societarie sono cresciuti, così come i tassi di interesse privi di rischio, ma i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, elemento che, insieme ad altri, riflette probabilmente le aspettative da parte del mercato di una solida crescita economica nell'area dell'euro. L'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali.

Le informazioni acquisite, e in particolare i risultati delle indagini congiunturali, continuano a segnalare una crescita robusta e generalizzata nell'area dell'euro nel breve periodo. La trasmissione delle misure di politica monetaria sta sostenendo la domanda interna e ha facilitato il processo di riduzione della leva finanziaria. La ripresa degli investimenti continua a essere sospinta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività

¹ Sulla base delle informazioni disponibili al momento della riunione del Consiglio direttivo del 20 luglio 2017.

delle imprese. I consumi privati sono sostenuti dagli incrementi dell'occupazione, che a loro volta beneficiano delle passate riforme del mercato del lavoro e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. Inoltre, la ripresa mondiale dovrebbe sostenere sempre di più il commercio internazionale e le esportazioni dell'area dell'euro. Tuttavia, le prospettive di crescita economica continuano a essere frenate dalla lenta attuazione delle riforme strutturali, in particolare nei mercati dei beni e servizi, e dalla necessità di effettuare ulteriori aggiustamenti di bilancio in numerosi settori, nonostante i miglioramenti in atto. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati. Da un lato, l'attuale congiuntura positiva potrebbe dare luogo a una ripresa economica più vigorosa rispetto alle attese. Dall'altro, persistono rischi al ribasso, riconducibili prevalentemente a fattori di carattere globale.

Nel mese di giugno l'inflazione nell'area dell'euro sui dodici mesi misurata sullo IAPC era pari all'1,3 per cento, in calo rispetto all'1,4 per cento nel mese di maggio, soprattutto di riflesso all'andamento più moderato della componente dell'energia. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva dovrebbe mantenersi intorno ai livelli attuali. Nel contempo, le misure dell'inflazione di fondo restano contenute e devono ancora mostrare convincenti segnali di recupero, poiché le pressioni interne sui costi, fra cui la crescita salariale, sono ancora moderate. L'inflazione di fondo nell'area dell'euro dovrebbe aumentare solo gradualmente nel medio termine, sostenuta dalle misure di politica monetaria, dal perdurare della ripresa economica e dalla corrispondente progressiva riduzione della capacità inutilizzata nell'economia.

L'aggregato monetario ampio ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto, principalmente per effetto delle componenti più liquide. Inoltre, prosegue la ripresa dei prestiti al settore privato osservata a partire dall'inizio del 2014, sostenuta dall'allentamento dei criteri per la concessione del credito e dall'incremento della domanda di prestiti. I costi di finanziamento per le società non finanziarie e per le famiglie dell'area dell'euro rimangono favorevoli. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro riferita al secondo trimestre del 2017 indica che i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ulteriormente allentati e che la crescita del credito seguita a essere sostenuta dall'incremento della domanda.

Nella riunione del 20 luglio 2017, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che essi rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre acquisti netti di attività 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 risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Contestualmente agli acquisti netti, è reinvestito il capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nel quadro del programma di acquisto di attività.

In prospettiva, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi graduale di spinte inflazionistiche nell'area dell'euro e sostenere la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Se le prospettive diverranno meno favorevoli o se le condizioni finanziarie risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, il Consiglio direttivo è pronto a incrementare il programma di acquisto di attività in termini di entità e/o durata.

1 Contesto esterno

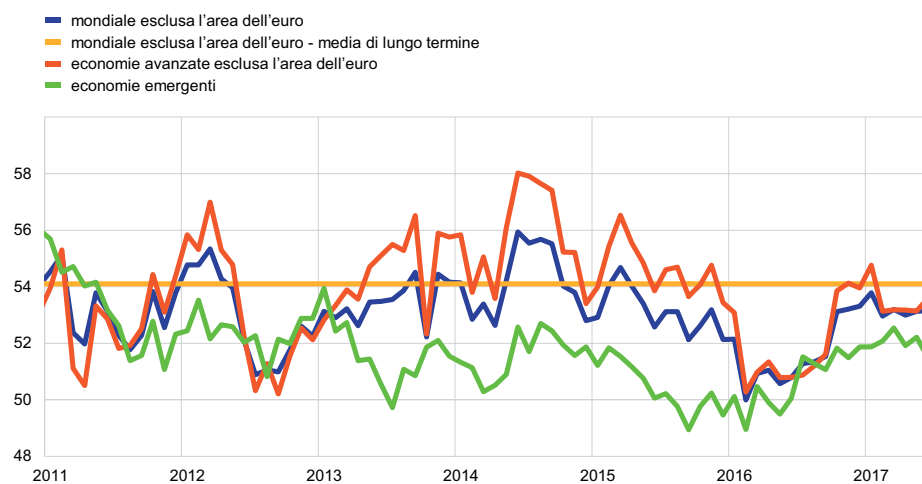
Gli indicatori basati sulle indagini segnalano una crescita mondiale sostenuta.

Nel secondo trimestre del 2017 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è rimasto su livelli simili a quelli registrati nei due precedenti trimestri, prossimi alle medie di lungo periodo, segnalando una stabile prosecuzione della crescita dell'attività mondiale (cfr. grafico 1). Con riferimento alle principali economie avanzate, il PMI è sceso negli Stati Uniti, mentre è risalito nel Regno Unito rispetto al primo trimestre. Per quanto riguarda le economie emergenti, il PMI è migliorato in India e in Brasile, segnalando per quest'ultimo una crescita per la prima volta in tre anni. Il PMI è diminuito in Cina, e si attesta a un livello appena superiore al valore soglia.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a giugno 2017.

Le condizioni finanziarie mondiali rimangono nel complesso favorevoli. Nelle ultime settimane i mercati azionari delle economie avanzate hanno segnato una lieve moderazione. I tassi di interesse a lungo termine sono lievemente saliti in alcune delle principali economie avanzate, in un contesto di aspettative di mercato riguardanti una graduale attenuazione dell'accomodamento monetario. I tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti anche nelle economie emergenti. Tuttavia, in Cina, i tassi interbancari sono lievemente diminuiti nelle ultime settimane, dopo un periodo, cominciato all'inizio dell'anno, in cui le condizioni finanziarie si erano inasprite a fronte del tentativo delle autorità di contenere la leva finanziaria all'interno del sistema, in particolare nelle banche di piccole dimensioni e nelle istituzioni non bancarie.

Ad aprile la crescita del commercio mondiale ha segnato una moderazione.

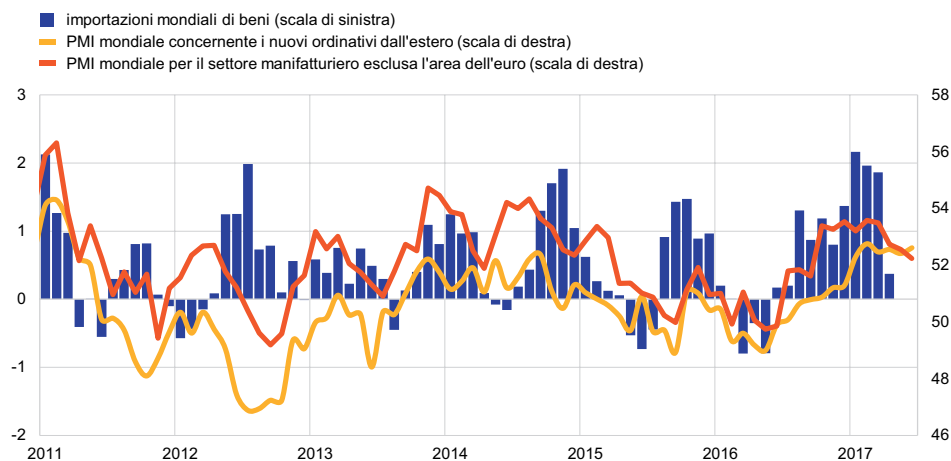
Dopo un rialzo al volgere dell'anno, ad aprile la crescita del commercio internazionale ha subito un rallentamento (cfr. grafico 2). Le importazioni di beni in termini di volume si sono ridimensionate fortemente su base trimestrale rispetto al periodo precedente, passando dall'1,9 per cento a marzo allo 0,4 per cento ad aprile. Tale rallentamento

nell'interscambio di beni è riconducibile principalmente alle economie emergenti. Gli indicatori anticipatori, tuttavia, continuano a segnalare prospettive positive nel breve periodo. In particolare, il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero è salito fino a 52,6 a giugno. Oltre a ciò, di recente l'attività industriale è rimasta relativamente robusta nelle varie aree, elemento che dovrebbe essere di sostegno al commercio.

Grafico 2

Commercio mondiale e indagini

(in termini percentuali sui tre mesi precedenti (scala di sinistra); indice di diffusione (scala di destra))



Fonti: Markit, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad aprile 2017 per le importazioni mondiali di beni, e a giugno 2017 per il PMI.

A maggio l'inflazione a livello mondiale ha subito un calo. Dopo essere aumentata lievemente nel mese di aprile, fino al 2,4 per cento, a maggio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è scesa al 2,1 per cento. Questo andamento è in gran parte riconducibile a un minore contributo positivo dei prezzi dell'energia che ha più che compensato il contributo crescente fornito dalla componente alimentare. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è scesa di poco, portandosi all'1,8 per cento in maggio.

Nelle ultime settimane i corsi petroliferi hanno subito oscillazioni. Dopo un calo nel corso del mese di giugno, più recentemente le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno registrato un recupero. Il calo iniziale sembra essere riconducibile a un convincimento dei mercati secondo cui la decisione dei produttori OPEC e non OPEC di prolungare fino alla prossima primavera le limitazioni all'offerta mondiale non sarebbe sufficiente a riequilibrare il mercato del petrolio e a sostenere prezzi più elevati. Più di recente, i corsi petroliferi sono risaliti a seguito di notizie riguardanti un rallentamento del tasso di crescita delle trivelle attive negli Stati Uniti e un calo, nel mese di maggio, delle scorte industriali all'interno dell'OCSE pari a sei milioni di barili.

Nel secondo trimestre l'attività economica negli Stati Uniti ha registrato una ripresa. La crescita del PIL in termini reali ha registrato un miglioramento nel secondo trimestre rispetto al trimestre precedente, con la spesa per consumi in termini reali e le scorte che hanno recuperato rispetto ai risultati molto esigui del

primo trimestre. Inoltre, la crescita economica è sostenuta dalle condizioni più tese nel mercato del lavoro, dai robusti incrementi dei prezzi delle attività e dagli indici della fiducia dei consumatori. Sia l'inflazione di fondo sia quella complessiva si sono attenuate negli ultimi tre mesi, perlopiù in ragione di fattori temporanei. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente a giugno collocandosi all'1,6 per cento, mentre l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta stabile all'1,7 per cento. Negli ultimi mesi l'inflazione di fondo è stata frenata da una forte contrazione dei prezzi dei servizi di telefonia mobile e da una maggiore debolezza della componente abitativa. Nella riunione di giugno il Federal Reserve System ha aumentato i tassi di interesse e ha annunciato l'intenzione di intraprendere la normalizzazione del proprio bilancio nel prosieguo dell'anno. Nello specifico, il capitale derivante dagli investimenti in titoli in scadenza verrà reinvestito solo nella misura in cui esso superi un massimale che verrà gradualmente aumentato.

Prosegue l'espansione dell'attività economica in Giappone. Nel primo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dato lievemente rivisto al ribasso rispetto alla stima precedente. In prospettiva, la solida domanda interna dovrebbe fornire sostegno all'attività, mentre le esportazioni sono destinate a rallentare. La produzione industriale è cresciuta solo in maniera moderata nei primi due mesi del secondo trimestre, presumibilmente in relazione alla debolezza delle esportazioni. Le condizioni nel mercato del lavoro continuano a essere tese. A maggio 2017 il tasso di disoccupazione si è attestato al 3,1 per cento e, sempre a maggio, il rapporto tra offerta e domanda di lavoro ha raggiunto il livello più elevato dall'inizio degli anni '90. La crescita salariale è rimasta tuttavia debole. Anche l'inflazione al consumo è stata modesta. A maggio l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi era pari allo 0,4 per cento, mentre l'inflazione al consumo al netto della componente alimentare ed energetica è scesa a -0,2 per cento.

Nel Regno Unito, l'attività economica ha subito un marcato rallentamento. Nel primo trimestre del 2017 il PIL in termini reali sul periodo corrispondente è cresciuto dello 0,2 per cento, in calo dallo 0,7 per cento del trimestre precedente. Tale rallentamento va ricondotto a un calo nei consumi privati dovuto all'impatto sulle famiglie della crescita dell'inflazione e della diminuzione dei salari reali. Indicatori recenti suggeriscono che il ritmo di espansione dell'economia nel secondo trimestre del 2017 è rimasto relativamente contenuto. Sebbene a giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC sia scesa al 2,7 per cento, i tassi di inflazione rimangono elevati a causa delle spinte al rialzo derivanti dal deprezzamento della sterlina successivo al referendum sull'appartenenza del Regno Unito all'Unione europea. Il 19 giugno 2017, a quasi un anno dal referendum, l'Unione europea e il Regno Unito hanno avviato le negoziazioni per la Brexit secondo il dettato dell'articolo 50 dei Trattati.

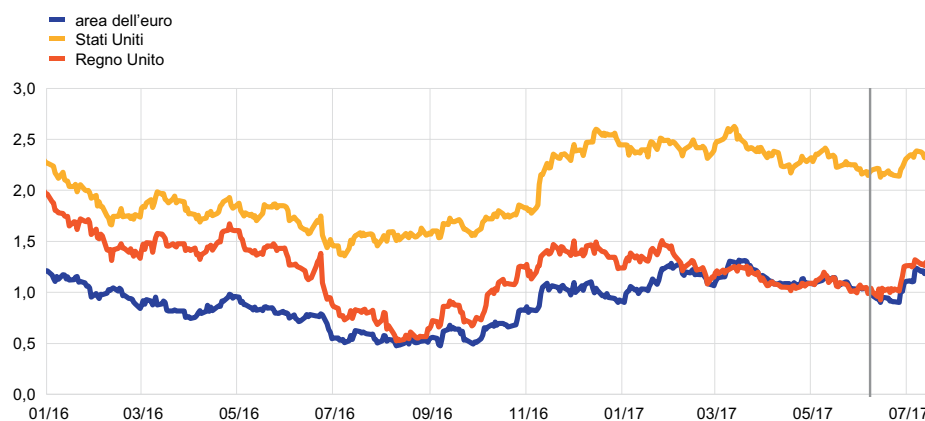
La crescita dell'economia cinese rimane robusta. Nel secondo trimestre il PIL è cresciuto del 6,9 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione al consumo è rimasta contenuta. Nel contempo, il grado di leva nell'economia continua ad aumentare, malgrado le misure adottate dalle autorità per far fronte ai rischi legati ai mercati finanziari.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono generalmente aumentati dagli inizi di giugno; tuttavia nel periodo considerato, compreso tra l'8 giugno e il 19 luglio 2017, tale aumento si è verificato a partire dall'ultima settimana di giugno. Ciò deriva da una revisione delle aspettative degli operatori in merito alla politica monetaria futura, a testimonianza di un consolidamento delle prospettive macroeconomiche. Il tasso sugli overnight index swap decennali dell'area dell'euro e il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro, calcolati in base alla media ponderata per il PIL, sono nel complesso aumentati di circa 15 punti base (cfr. grafico 3). L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato è oscillato da pochi punti base a poco più di 20 punti base a seconda del paese considerato. I differenziali di rendimento rispetto ai tassi sui titoli di Stato tedeschi decennali hanno subito nel complesso una contrazione, soprattutto in Grecia, Italia, Spagna e Portogallo. Nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati in linea con quelli dell'area dell'euro, mentre gli aumenti sono stati più contenuti negli Stati Uniti e trascurabili in Giappone. A causa del repricing nel mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro, avvenuto verso la fine di giugno, la volatilità dei prezzi obbligazionari è aumentata temporaneamente per poi tornare nel corso di luglio al di sotto dei livelli osservati all'inizio di giugno. Nel complesso la volatilità dei prezzi obbligazionari negli Stati Uniti è diminuita nel periodo in esame.

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati giornalieri. La linea verticale continua indica l'inizio del periodo in esame (8 giugno 2017). L'ultima rilevazione è del 19 luglio 2017. Per l'area dell'euro si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area.

I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) sono aumentati nel periodo in esame, ma in maniera più contenuta rispetto ai tassi di interesse privi di rischio. Di conseguenza i loro differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato con rating AAA hanno subito una contrazione.

Il calo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, nonostante l'aumento dei rendimenti, potrebbe essere avvenuto nel complesso anche a causa dell'andamento positivo registrato dal ciclo economico nell'area dell'euro, un

andamento che storicamente è stato associato a bassi livelli di insolvenze societarie. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade (in media per le categorie di rating AAA, AA, A e BBB), alla data del 19 luglio, erano inferiori di nove punti base rispetto all'inizio di giugno e inferiori di circa 35 punti base rispetto ai differenziali registrati a marzo 2016, quando il Consiglio direttivo ha annunciato il lancio del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Nel periodo in esame si sono ridotti anche i differenziali sulle obbligazioni societarie di tipo non investment grade e sui titoli di debito emessi da società finanziarie (che sono esclusi dall'acquisto nel CSPP), rispettivamente, di circa 30 e 15 punti base. Il 19 luglio questi differenziali erano più bassi di circa 270 e 35 punti base rispetto a marzo 2016. Sono cresciuti anche i livelli di rendimento delle obbligazioni societarie in altre principali aree economiche a fronte dell'aumento dei rendimenti dei tassi privi di rischio.

L'Eonia si è mantenuto stabile a circa -36 punti base durante il periodo in rassegna. La liquidità in eccesso nel sistema bancario è rimasta pressoché invariata, a circa 1.650 miliardi di euro; tale livello elevato continua a essere sostenuto dall'acquisto di titoli nell'ambito del programma di acquisto delle attività finanziarie della BCE.

Nel periodo in esame la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto di circa 15 punti base in media sulle varie scadenze. L'andamento al rialzo della curva si è verificato interamente a partire dalla fine di giugno. Nel complesso l'aumento dei tassi a termine dell'Eonia ha raggiunto il valore massimo, appena al di sotto dei 25 punti base, sulle scadenze da quattro ai sei anni. I tassi a termine sono aumentati in misura marginale per le scadenze molto lunghe e in particolare per le scadenze al di sotto dei due anni. La curva rimane inferiore a zero per orizzonti precedenti a dicembre 2019.

Gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro sono diminuiti dall'inizio di giugno. Alla fine del periodo in esame le quotazioni azionarie delle SNF dell'area dell'euro erano più basse di circa l'1,6 per cento rispetto agli inizi di giugno, mentre per le società finanziarie erano cresciute dell'1,7 per cento. Da un lato, le attese relative a una crescita robusta degli utili hanno continuato a sostenere le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, in linea con il miglioramento generalizzato del contesto macroeconomico dell'area dell'euro (cfr. riquadro 2). Dall'altro lato, il recente aumento dei rendimenti, associato con tassi di sconto applicati ai profitti attesi più elevati, hanno esercitato una pressione al ribasso sulle quotazioni azionarie. Per quel che riguarda le società finanziarie, gli operatori potrebbero aver interpretato il rialzo delle aspettative sui tassi di interesse come una dinamica favorevole a più elevati margini di interesse e a futuri profitti, il che spiega le differenze tra l'andamento delle quotazioni azionarie delle società finanziarie e quello delle quotazioni delle società non finanziarie. Nel periodo in esame, le quotazioni azionarie delle SNF sono scese dell'1,1 per cento nel Regno Unito, mentre sono salite di poco più dell'1 per cento e del 2 per cento, rispettivamente, negli Stati Uniti e in Giappone. In queste economie avanzate le quotazioni azionarie delle società finanziarie sono aumentate in misura relativamente maggiore rispetto all'area dell'euro, a eccezione del Giappone dove sono rimaste sostanzialmente stabili. Dall'inizio di giugno le aspettative di mercato sulla volatilità delle quotazioni

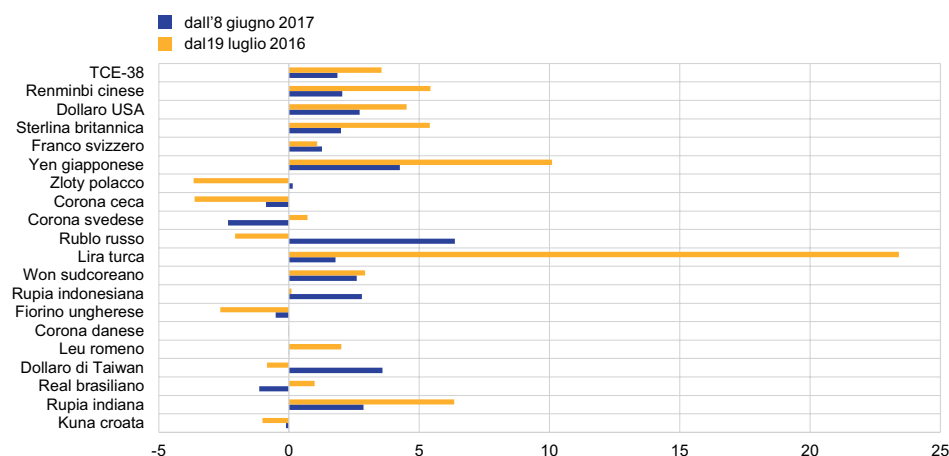
azionarie sono rimaste invariate nel complesso sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Alla data del 19 luglio, tali aspettative sui dodici mesi si sono collocate intorno all'11 e al 7 per cento, rispettivamente; tali valori sono relativamente modesti in una prospettiva storica.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è generalmente apprezzato in termini effettivi. Dall'8 giugno, l'euro si è apprezzato nei confronti di tutte le valute più importanti, incluso il dollaro USA (del 2,7 per cento), la sterlina britannica (del 2,0 per cento), lo yen giapponese (del 4,2 per cento) e il franco svizzero (dell'1,3 per cento). L'apprezzamento generalizzato ha riflettuto l'evoluzione delle aspettative di mercato riguardo l'orientamento della politica monetaria delle principali economie e il perdurare della ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Al tempo stesso le valute di alcuni Stati membri dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro si sono lievemente apprezzate nei confronti dell'euro, inclusa la corona ceca (dello 0,9 per cento) e il fiorino ungherese (dello 0,5 per cento) (cfr. grafico 4).

Grafico 4

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

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 19 luglio 2017.

3 Attività economica

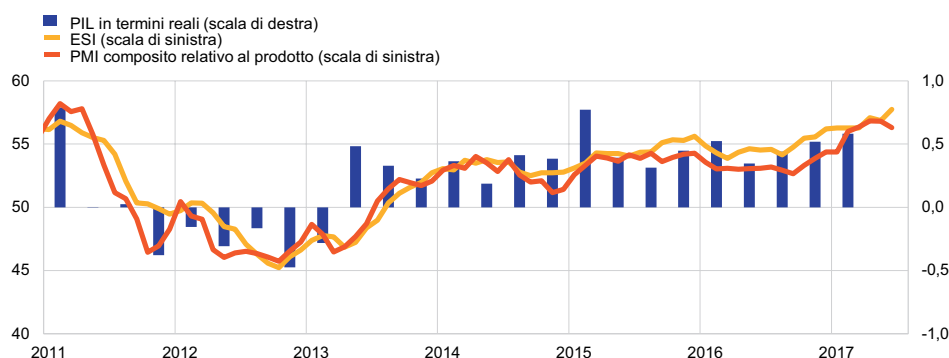
Nell'area dell'euro prosegue l'espansione economica generalizzata e consolidata, trainata dalla domanda interna.

Il PIL in termini reali ha continuato a salire nel primo trimestre del 2017 rispetto a quello precedente (cfr. grafico 5), sospinto dal miglioramento della domanda interna e, in misura minore, dalle variazioni delle scorte. I più recenti indicatori economici, basati sia su dati reali sia sui risultati delle indagini, rimangono favorevoli e segnalano una crescita forte e perdurante nel secondo trimestre del 2017, a un ritmo sostanzialmente pari a quello dei due trimestri precedenti.

Grafico 5

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

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2017 per il PIL in termini reali e a giugno 2017 per l'ESI e il PMI.

La spesa delle famiglie continua a crescere, rimanendo un importante fattore trainante dell'espansione economica in atto.

Tuttavia, il risultato per il primo trimestre del 2017 è stato relativamente esiguo (almeno in confronto agli andamenti dei consumi nei tre anni precedenti) e potrebbe riflettere una serie di fattori temporanei, tra cui un aumento dei corsi petroliferi. Allo stesso tempo, nel primo trimestre del 2017, il tasso di incremento annuale del reddito reale disponibile delle famiglie è salito all'1,7 per cento, dall'1,3 del trimestre precedente. Tale incremento rispecchia per lo più un maggiore contributo dei redditi da capitale, il che suggerisce che una più alta redditività delle imprese potrebbe contribuire a incrementare il reddito delle famiglie (ad esempio, in conseguenza di dividendi più elevati), sostenendo ulteriormente la crescita dei consumi. Nel primo trimestre del 2017 il tasso di risparmio è rimasto stabile sui dodici mesi rispetto al trimestre precedente, mentre la crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile e dei consumi è aumentata allo stesso ritmo.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a migliorare, sostenendo il reddito e la spesa delle famiglie.

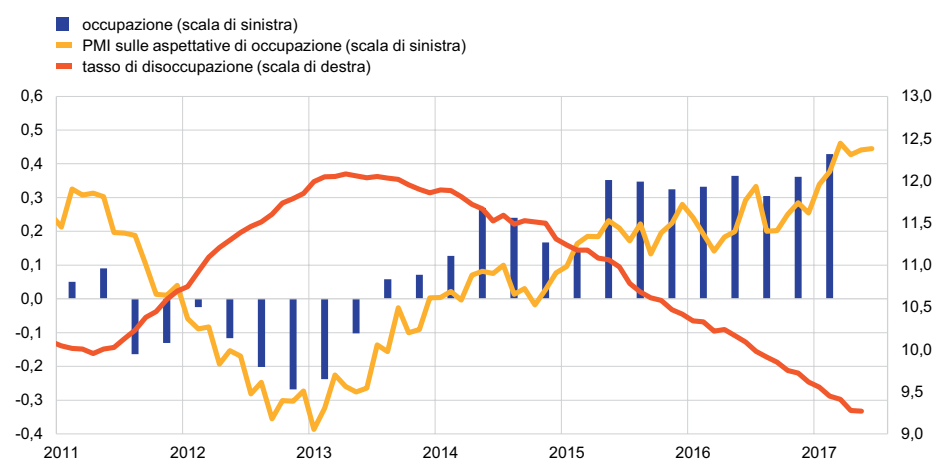
Gli ultimi dati disponibili mostrano che nel primo trimestre del 2017 l'occupazione è cresciuta di un ulteriore 0,4 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,5 per cento. Di conseguenza, l'occupazione si colloca attualmente al 4 per cento al di sopra dell'ultimo livello

minimo raggiunto nel secondo trimestre del 2013 ed è al momento lievemente al di sopra del picco pre-crisi, registrato nel primo trimestre del 2008. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso al 9,3 per cento ad aprile 2017, ed è rimasto invariato a maggio, attestandosi su un livello inferiore di 2,8 punti percentuali rispetto al picco post-crisi registrato nell'aprile 2013 (cfr. grafico 6). Tale calo è stato generalizzato tra le diverse fasce di età e tra i generi. Anche la disoccupazione di lunga durata (che riguarda coloro che risultano disoccupati da almeno 12 mesi) continua a diminuire, pur rimanendo ben al di sopra del livello pre-crisi. Le informazioni ricavate dalle indagini segnalano persistenti miglioramenti nei mercati del lavoro nel periodo a venire.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2017 per l'occupazione, a giugno 2017 per il PMI e a maggio 2017 per la disoccupazione.

La crescita dei consumi dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta. I dati recenti sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono in linea con una crescita sostenuta della spesa per consumi nel secondo trimestre del 2017, forse leggermente più rapida rispetto al primo trimestre. L'ulteriore crescita dell'occupazione, come suggeriscono gli ultimi indicatori delle indagini, dovrebbe continuare a sostenere il reddito aggregato e, quindi, la spesa per consumi. Inoltre, nel secondo trimestre la fiducia dei consumatori è aumentata nettamente, superando per la prima volta il valore massimo pre-crisi registrato a maggio 2007. Continua a salire, infine, la ricchezza netta delle famiglie in relazione al reddito disponibile, grazie soprattutto a plusvalenze da valutazione sulle attività finanziarie e sugli immobili posseduti. Tali andamenti indicano un ulteriore sostegno alla dinamica di fondo dei consumi.

La crescita degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dovrebbe proseguire nel secondo trimestre del 2017. Nel secondo trimestre, il miglioramento delle condizioni del settore dei beni di investimento, come il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva, l'aumento degli ordini,

la più ampia fiducia e le evidenze delle indagini che suggeriscono una minore quantità di vincoli percepiti alla produzione, segnalano un'accelerazione dell'attuale dinamismo degli investimenti. Anche i dati sulla produzione industriale dei beni di investimento fino a maggio suggeriscono un incremento degli investimenti delle imprese nel secondo trimestre. Quanto all'investimento in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile indicano una crescita nel secondo trimestre del 2017. Inoltre, gli indicatori delle indagini sulla domanda, i giudizi sugli ordini nel settore e l'andamento delle concessioni edilizie si confermano in linea con la dinamica di fondo positiva nel breve periodo.

Gli investimenti dovrebbero continuare a fornire un importante contributo alle prospettive di crescita nel medio termine. La crescente domanda estera e la forte domanda interna, assieme ai bassi costi di finanziamento (cfr. anche il riquadro intitolato "Riduzione dei tassi di interesse e variazioni settoriali del reddito da interessi", in questo numero del Bollettino), all'attenuarsi dell'incertezza finanziaria ed economica e alla robusta espansione dei profitti societari dovrebbero promuovere sempre di più gli investimenti. In particolare, i conti settoriali dell'area dell'euro indicano che la crescita del margine operativo lordo delle imprese si è rafforzata notevolmente nel primo trimestre del 2017 e che le aspettative sugli utili delle società quotate sono cresciute nella prima metà dell'anno. Quanto agli investimenti nell'edilizia, fattori quali il crescente reddito disponibile delle famiglie e l'allentamento dei criteri di concessione del credito dovrebbero favorire la domanda nel settore.

I dati sull'interscambio mensile indicano che la crescita delle esportazioni nell'area dell'euro proseguirà nel breve periodo. Le esportazioni totali dell'area sono cresciute dell'1,2 per cento nel primo trimestre, grazie alle robuste esportazioni di beni sostenute dalla ripresa dell'interscambio mondiale. I risultati mensili del commercio estero di beni fino a maggio indicano che la crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è rimasta relativamente sostenuta nel secondo trimestre del 2017, in linea con gli andamenti della domanda estera. Le esportazioni (misurate in termini di variazioni percentuali sui tre mesi precedenti) sembrano essere state favorite principalmente dalla domanda proveniente dall'Asia, mentre gli Stati Uniti e l'America Latina hanno fornito un contributo negativo. Gli indicatori anticipatori, come le indagini, continuano a segnalare miglioramenti in atto nella domanda estera e i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero sono saliti.

Nel complesso, i più recenti indicatori economici sono coerenti con una perdurante crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2017, a un ritmo sostanzialmente pari a quello dei due trimestri precedenti. La produzione industriale (escluse le costruzioni) ha registrato un'ulteriore crescita a maggio. Di conseguenza, la produzione media in aprile e maggio si è collocata a un livello superiore dell'1,2 per cento rispetto al primo trimestre dell'anno, quando era salita dello 0,1 per cento su base trimestrale. I dati più recenti desunti dalle indagini confermano il perdurare di una dinamica positiva della crescita nel breve periodo. Nel secondo trimestre del 2017, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 56,6, da 55,6 nel periodo precedente, mentre l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è salito a 110,0, da 108,0 nel primo trimestre (cfr. grafico 5). Ne consegue che sia l'ESI sia il PMI, che rimangono al di sopra della

rispettiva media di lungo periodo, stanno raggiungendo i valori massimi pre-crisi (registrati, rispettivamente, nel 2007 e nel 2006).

In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica in atto continui a consolidarsi e ad ampliarsi ulteriormente. La trasmissione delle misure di politica monetaria sta sostenendo la domanda interna e ha facilitato il processo di riduzione della leva finanziaria. La ripresa degli investimenti continua a essere sospinta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività delle imprese. I consumi privati sono sostenuti dagli incrementi dell'occupazione, sulla scorta di precedenti riforme del mercato del lavoro, e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Inoltre, la ripresa mondiale dovrebbe sostenere sempre di più l'interscambio e le esportazioni dell'area dell'euro. Tuttavia, le prospettive di crescita economica 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. I risultati dell'ultima [ECB Survey of Professional Forecasters](#) condotta agli inizi di luglio, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste al rialzo per il 2017, il 2018 e il 2019 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di aprile.

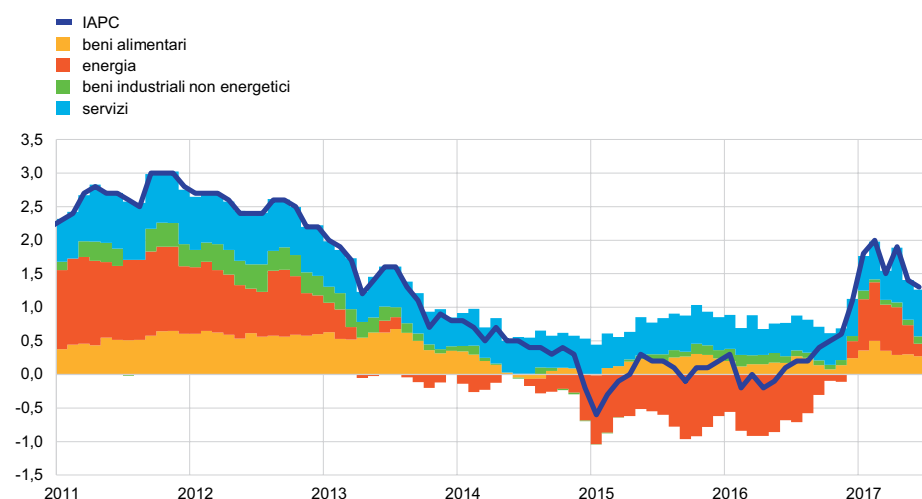
I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati. Da un lato l'attuale dinamica positiva del ciclo aumenta le probabilità di una ripresa economica più vigorosa rispetto alle attese; dall'altro persistono rischi al ribasso riconducibili prevalentemente a fattori di carattere internazionale.

L'inflazione complessiva è diminuita a giugno. L'inflazione complessiva misurata sullo IACP si è collocata all'1,3 per cento a giugno, dopo l'1,4 a maggio (cfr. grafico 7). Ciò ha riflettuto principalmente un calo dell'inflazione dei beni energetici e, in misura minore, di quella dei beni alimentari, che è stato in parte compensato da un aumento dell'inflazione misurata sullo IACP al netto di beni energetici e alimentari. Il forte calo dell'inflazione dei beni energetici a giugno riflette l'impatto di una diminuzione dei corsi petroliferi fra la metà di maggio e la metà di giugno, oltre a un più contenuto effetto base rispetto al mese precedente. Per quanto riguarda l'inflazione dei beni alimentari freschi, prosegue a giugno la correzione degli aumenti insolitamente consistenti avvenuti all'inizio dell'anno.

Grafico 7

Contributi delle componenti all'inflazione complessiva misurata sullo IACP dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a giugno 2017.

L'inflazione di fondo non ha ancora mostrato segnali convincenti di un sostenuto aggiustamento al rialzo. Guardando oltre i movimenti da un mese all'altro, le misure dell'inflazione di fondo sono lievemente superiori rispetto a quelle della fine dello scorso anno, ma nel complesso restano modeste. L'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari si è collocata all'1,1 per cento a giugno, dopo lo 0,9 di maggio e l'1,2 di aprile. I dati di giugno registrano la fine degli effetti di calendario legati alle festività pasquali per quest'anno. Se oltre ai beni energetici e alimentari vengono escluse componenti molto volatili come abbigliamento, calzature e voci legate ai viaggi, l'inflazione al consumo mostra soltanto un aumento modesto negli ultimi mesi. Inoltre, anche molte delle misure alternative dell'inflazione di fondo non indicano ancora una tendenza al rialzo. Ciò potrebbe riflettere in parte gli effetti indiretti ritardati al ribasso dei precedenti cali dei corsi petroliferi ma anche, in modo più sostanziale, la protratta debolezza delle pressioni dal lato dei costi interni.

Le pressioni sui prezzi nelle prime fasi della catena di approvvigionamento devono ancora trasmettersi ai prezzi alla produzione dei beni di consumo.

La forte tendenza al rialzo dell'inflazione sui prezzi alla produzione dei beni non energetici a livello globale, iniziata a metà del 2016, ha contribuito, negli ultimi mesi, ad alcune spinte al rialzo dell'inflazione sui dodici mesi misurata sui prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari. Tale tendenza continua inoltre a trasmettersi alle fasi iniziali della catena interna di formazione dei prezzi. Questo si riflette, ad esempio, nel perdurare di una forte crescita dei prezzi all'importazione dei beni intermedi, i quali costituiscono anche la determinante principale dell'inflazione dei prezzi alla produzione per il totale dell'industria (al netto delle costruzioni e dell'energia) nell'area dell'euro, che si è collocata al 2,4 per cento a maggio 2017. Tuttavia, l'inflazione dei prezzi interni alla produzione per i beni di consumo non alimentari si è mantenuta su livelli contenuti, registrando un aumento solo dello 0,2 per cento a maggio – invariato da marzo e aprile. Di conseguenza, le spinte al rialzo provenienti dalle fasi iniziali della catena interna di formazione dei prezzi devono ancora trasmettersi alle fasi successive, prima di poter passare, in fine, all'inflazione dei beni industriali non energetici.

Più in generale, le pressioni di fondo sui prezzi interni si mantengono su livelli contenuti.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del deflatore del PIL, che può essere visto come un indicatore generale degli andamenti di fondo dei prezzi interni, si colloca allo 0,7 per cento nel primo trimestre del 2017, lievemente in ribasso rispetto al trimestre precedente. Il contributo dei profitti per unità di prodotto alla crescita del deflatore del PIL ha registrato un'ulteriore moderazione, dal momento che il miglioramento delle ragioni di scambio, legato ai precedenti cali dei corsi petroliferi, è venuto meno e ha cambiato segno nel primo trimestre del 2017, quando i corsi petroliferi sono significativamente aumentati rispetto all'anno precedente. Per contro, il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuto generalmente stabile, poiché sia la crescita dei redditi per occupato che quella della produttività sono rimaste sostanzialmente invariate su livelli bassi.

La crescita salariale si mantiene su livelli modesti. La crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è stata dell'1,2 per cento nel primo trimestre del 2017, in ribasso rispetto all'1,4 per cento dell'ultimo trimestre del 2016 e ancora ben al di sotto della sua media, dal 1999, del 2,1 per cento. La dinamica salariale potrebbe essere stata frenata da alcuni fattori, fra cui: il perdurare di un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole crescita della produttività e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi. Inoltre, il contesto di bassa inflazione degli ultimi anni potrebbe ancora contribuire a una minore crescita delle retribuzioni attraverso meccanismi d'indicizzazione retrospettivi formali e informali.

Le aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati e sulle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. grafico 8).

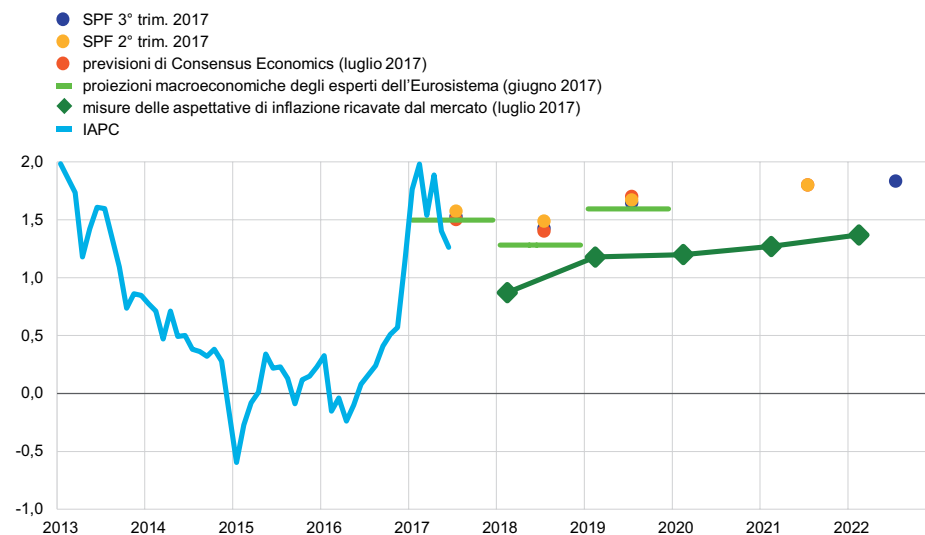
Il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale oscilla intorno all'1,6 per cento dalla metà di giugno. Le aspettative di inflazione dal medio al più lungo termine basate sui mercati si mantengono ben al di sopra dei livelli osservati alla metà del 2016. Le più recenti misure delle aspettative di inflazione di lungo periodo per l'area dell'euro, basate sulle indagini e ricavate dalla Survey of

Professional Forecasters della BCE di luglio 2017, sono rimaste stabili all'1,8 per cento¹.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a giugno 2017. Le proiezioni di Consensus Economics per il 2019 e il 2021 sono ricavate dalle previsioni di aprile. Le misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato sono tratte dagli swap indicizzati all'inflazione a cedola zero nell'HICPX (lo IAPC per l'area dell'euro al netto dei tabacchi). Le ultime osservazioni si riferiscono al 19 luglio 2017.

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno accelerato ulteriormente nel primo trimestre del 2017. Secondo l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali della BCE, nel primo trimestre del 2017, i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro sono aumentati del 4,0 per cento sul periodo corrispondente, dal 3,7 per cento dell'ultimo trimestre del 2016, segnalando un ulteriore rafforzamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

¹ Cfr. anche l'approfondimento nel riquadro 4 *Modalità di valutazione dei rischi per l'inflazione da parte degli esperti* in questo numero del Bollettino.

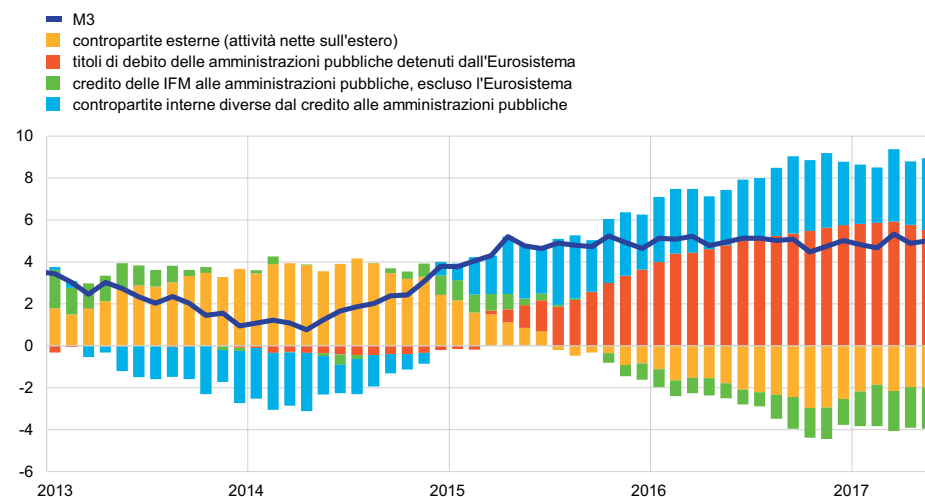
5 Moneta e credito

L'aggregato monetario ampio ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto sostanzialmente stabile a maggio 2017, al 5,0 per cento (dal 4,9 per cento di aprile), valore attorno al quale ha oscillato a partire dalla metà del 2015 (cfr. grafico 9). Il basso costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e l'effetto delle misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a sostenere la crescita di M3. La crescita sui dodici mesi di M1 è rimasta solida al 9,3 per cento (invariata rispetto ad aprile) e ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3.

Grafico 9
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: le "contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche" comprendono le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al lordo di capitale e riserve), il credito delle IFM al settore privato e altre contropartite. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2017.

Le contropartite interne hanno continuato a essere la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio. In primo luogo, gli acquisti di titoli di debito da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) hanno continuato a esercitare un considerevole impatto positivo sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi arancioni nel grafico 9). In secondo luogo, la graduale ripresa della crescita del credito al settore privato e il tasso di variazione sui dodici mesi significativamente negativo delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) hanno avuto un effetto positivo sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9). L'andamento dei rimborsi netti di titoli di debito a più lungo termine attuata dalle IFM si spiega, in parte, con l'appiattimento della curva dei rendimenti, che è legato alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE e che ha ridotto gli incentivi degli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine. Un ulteriore fattore non trascurabile è rappresentato dalla disponibilità delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) quale alternativa alla raccolta bancaria a più lunga scadenza sul mercato. Per contro, il contributo alla

crescita di M3 del credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle IFM, escluso l'Eurosistema, è rimasto negativo (cfr. gli istogrammi verdi nel grafico 9).

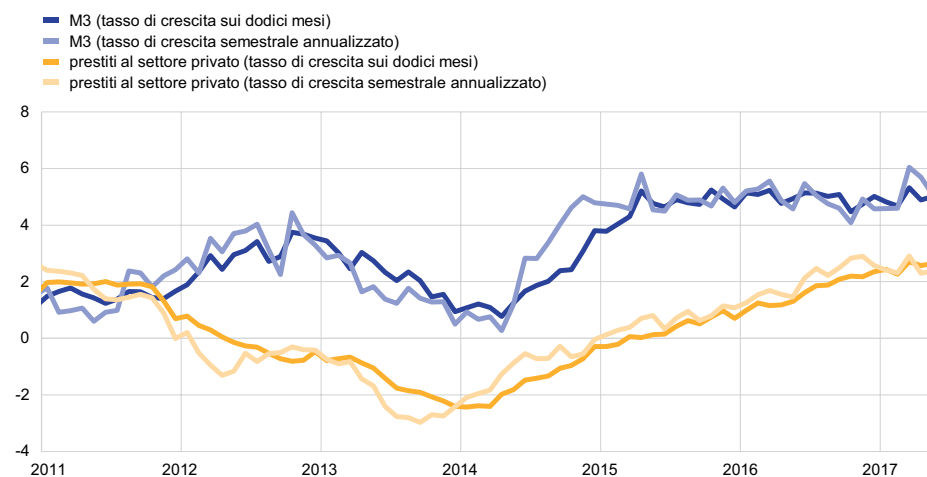
La posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a esercitare pressioni al ribasso sulla crescita tendenziale di M3 (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 9). Questo andamento riflette in parte il meccanismo di riequilibrio dei portafogli a svantaggio dei titoli di debito dell'area dell'euro attivato dal programma ampliato di acquisto di attività finanziarie della BCE (PAA), in particolare la vendita di obbligazioni governative dell'area dell'euro da parte di non residenti.

Prosegue la ripresa della crescita dei prestiti. 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 rimasto stabile a maggio (cfr. grafico 10). Nello stesso mese, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è rimasto invariato al 2,4 per cento, mentre quello dei prestiti alle famiglie è salito al 2,6 per cento (dal 2,4 per cento di aprile). Tali andamenti sono stati favoriti dalla netta riduzione dei tassi sul finanziamento bancario osservata per l'insieme dell'area dell'euro dall'estate 2014 (da ascrivere in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e dai miglioramenti complessivamente osservati nell'offerta e nella domanda di credito. 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 l'erogazione dei prestiti.

Grafico 10

M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

Le evidenze dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2017 indicano che l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta dall'allentamento dei criteri per la concessione del credito e dall'incremento della domanda di prestiti da parte di società non finanziarie e famiglie. Nel secondo trimestre del 2017, i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto

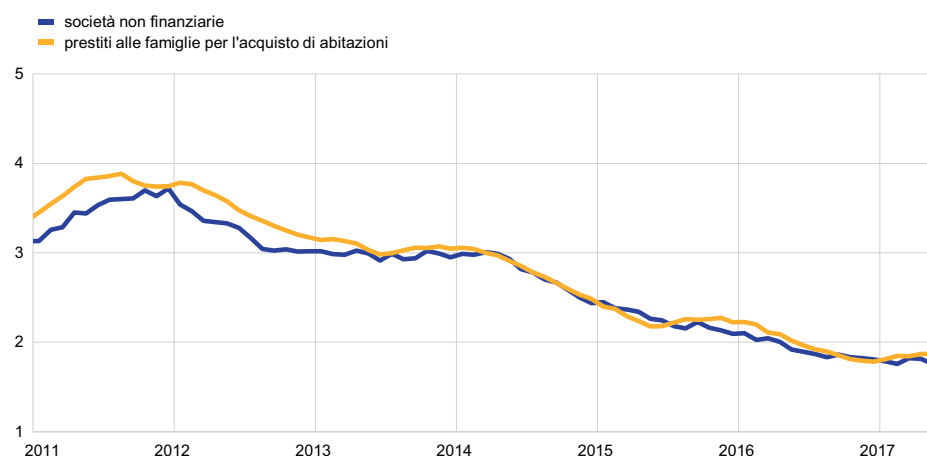
di abitazioni si sono allentati. La pressione concorrenziale ha continuato a fornire il principale contributo all'allentamento di tali criteri. Le banche hanno inoltre segnalato un incremento netto della domanda in tutte le categorie di prestiti. L'attività di fusioni e acquisizioni, gli investimenti fissi, il livello generalmente basso dei tassi di interesse e le prospettive favorevoli del mercato immobiliare hanno offerto un importante apporto alla domanda di credito. Secondo le risposte degli intermediari, le OMRLT della BCE hanno continuato a esercitare un effetto distensivo principalmente sui termini e le condizioni del credito. Il 63 per cento delle banche intervistate dell'area dell'euro ha segnalato la propria partecipazione alla quarta e ultima operazione OMRLT II, motivata soprattutto da ragioni di redditività. Infine, le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato di aver rafforzato ulteriormente la propria posizione patrimoniale, seguendo l'azione di regolamentazione o vigilanza, nella prima metà del 2017.

Il calo dei tassi sui prestiti bancari si è stabilizzato sin dall'inizio del 2017, con tassi su valori prossimi ai minimi storici. A maggio 2017, i tassi compositi sui prestiti bancari si sono collocati all'1,76 per cento per i prestiti alle SNF (raggiungendo nuovamente il minimo storico osservato a febbraio 2017) e all'1,87 per cento per i mutui residenziali (cfr. grafico 11). Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti più dei tassi di riferimento del mercato. Tra maggio 2014 e maggio 2017 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie nell'area dell'euro sono diminuiti, rispettivamente, di 117 e 104 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili, a indicare una più omogenea trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 250 mila euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro è considerevolmente diminuito. Ciò indica che le piccole e medie imprese hanno generalmente beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 11

Tassi compositi sui prestiti bancari per società non finanziarie e famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2017.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro si è ridotta nel secondo trimestre del 2017. Gli ultimi dati della BCE mostrano che le emissioni nette di titoli di debito delle SNF si sono ridotte ad aprile e a maggio 2017. Recenti dati di mercato suggeriscono un rafforzamento dell'attività di emissione a giugno. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF si è mantenuta su livelli contenuti nel secondo trimestre del 2017, frenata da significativi riacquisti di azioni proprie a maggio.

Il costo dei finanziamenti per le società non finanziarie dell'area dell'euro si è mantenuto favorevole. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, sia aumentato moderatamente, attestandosi intorno al 4,3 per cento a giugno e nella prima metà di luglio. Il costo del finanziamento si colloca oggi circa 30 punti base al di sopra del minimo storico registrato a luglio 2016, rimanendo tuttavia considerevolmente più basso rispetto al livello osservato nell'estate del 2014. Il recente incremento del costo complessivo del finanziamento riflette principalmente un aumento del costo del capitale di rischio. Per contro, il costo del debito, espresso come media ponderata del costo del credito bancario e di quello del debito sul mercato, oscilla attorno ai minimi storici da agosto 2016.

Riquadri

1 Convergenza e aggiustamento negli Stati baltici

Nel corso degli ultimi vent'anni, gli Stati baltici sono stati in grado di sostenere uno straordinario ritmo di convergenza verso la media dei redditi pro capite dei paesi della UE. Nonostante la gravità della crisi, questa forte convergenza è ripresa rapidamente dopo la significativa correzione degli squilibri del biennio 2008-2009. Questo riquadro analizza le dinamiche di lungo periodo e le recenti sfide affrontate da Estonia, Lettonia e Lituania.

Gli Stati baltici sono molto piccoli; complessivamente rappresentano solo lo 0,4 per cento del PIL dell'area dell'euro e l'1,8 per cento della sua popolazione. Quando i tre paesi sono entrati nell'UE, nel 2004, il loro reddito pro capite era, in media, il 44 per cento di quello dell'area dell'euro. Da allora, ciascuno di loro ha perseguito un programma economico fortemente orientato a favore del libero mercato e delle imprese, ma tutti e tre hanno accumulato forti squilibri nel periodo immediatamente precedente lo scoppio della crisi finanziaria del 2008. L'aggiustamento economico successivo alla crisi è stato repentino e molto rapido. L'Estonia aveva già adottato la moneta unica nel 2011, soddisfacendo i criteri di Maastricht e traendo beneficio da una posizione di bilancio molto solida nonostante fosse in atto un drastico aggiustamento macroeconomico. La Lettonia e la Lituania hanno adottato l'euro, rispettivamente, nel 2014 e nel 2015.

I tre paesi sono diversi sotto molti aspetti, ma condividono una serie di caratteristiche fondamentali: livelli molto elevati di apertura commerciale e finanziaria e di mobilità del lavoro; notevole flessibilità economica, con accordi salariali contrattati prevalentemente a livello di impresa; condizioni strutturali di natura istituzionale relativamente buone e contenuti livelli di debito pubblico (cfr. tavola). Molte di queste caratteristiche sono di solito considerate funzionali alla convergenza reale. Al tempo stesso, la grande apertura di questi paesi è stata anche una fonte di vulnerabilità macroeconomica e di specifiche sfide di policy. In particolare, la gestione del ciclo economico a fronte di flussi di capitale volatili si è dimostrata complessa.

Tavola

Alcune caratteristiche dei paesi in esame nel 2015

	Apertura commerciale (rapporto tra esportazioni e importazioni/PIL)	Apertura finanziaria (percentuale di succursali estere sul totale dell'attivo del sistema bancario)	Livello di coordinamento nella contrattazione salariale*	Condizioni strutturali** (quattro principali indicatori WGI)	Debito pubblico (in percentuale del PIL)
Stati baltici	142%	78%	1,00	1,06	30%
Area dell'euro	88%	13%	2,63	1,18	90%

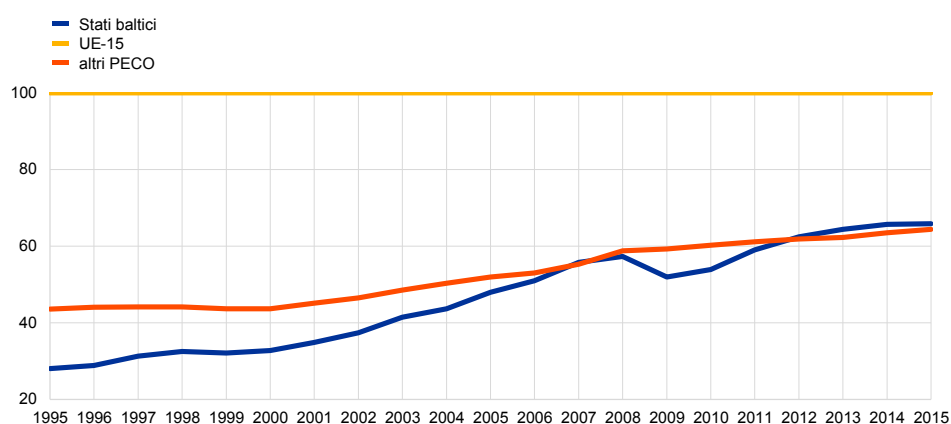
Fonti: Commissione europea, Banca mondiale, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Interventions and Social Pacts.

Note: * il "livello di coordinamento nella contrattazione salariale" include cinque categorie: 1 la contrattazione avviene prevalentemente a livello locale o di impresa, 2 intermedio o che si alterna fra contrattazione a livello di settore e di impresa, 3 la contrattazione avviene prevalentemente a livello di settore o di ambito industriale, 4 intermedio o che si alterna fra contrattazione a livello centrale e di settore, 5 la contrattazione avviene prevalentemente a livello centrale o intersettoriale. ** "Condizioni strutturali" fa riferimento al sotto-indice dei Worldwide Governance Indicators (WGI) della Banca mondiale, composto dalla media dei seguenti elementi: stato di diritto, qualità della regolamentazione, efficacia delle amministrazioni pubbliche e contrasto alla corruzione. La media per gli Stati baltici non è ponderata.

In un’ottica di lungo periodo, il processo di convergenza degli Stati baltici è stato notevole. Gli Stati baltici (insieme alla Slovacchia) sono fra i pochi paesi dell’area dell’euro dove, in termini di standard di potere d’acquisto (SPA), il PIL pro capite in termini reali ha mostrato, nel corso degli ultimi 20 anni, una sostanziale convergenza verso la media UE. Mentre nel 1995 il loro reddito medio pro capite (in SPA) era solo il 28 per cento circa della media dell’UE-15, nel 2015 aveva raggiunto il 66,5 per cento (cfr. grafico A). Va altresì sottolineato che, in tutti e tre gli Stati baltici, il PIL in termini reali ha registrato profonde flessioni nel biennio 2008-2009, seguite poi da forti riprese.

Grafico A
PIL pro capite rispetto alla UE-15

(SPA, UE-15 = 100)



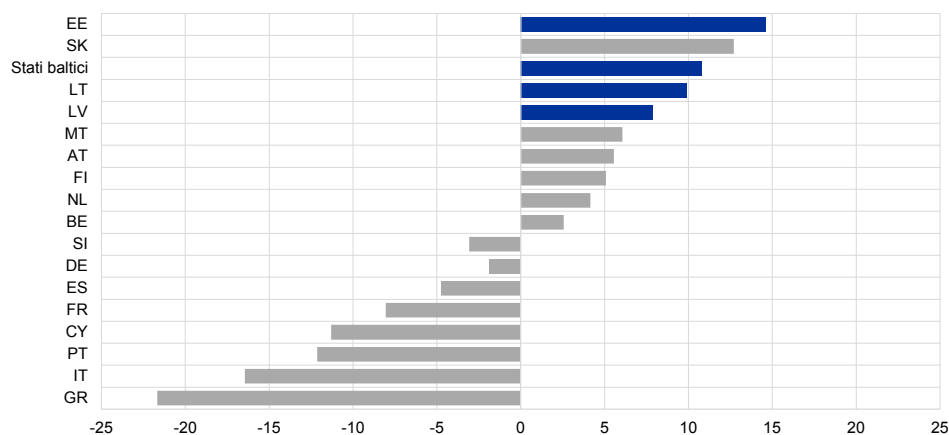
Fonte: Commissione europea.

Nota: "altri PECO" è una media dei livelli di reddito pro capite di sette altri paesi dell'Europa centrale e orientale che sono entrati nell'UE nel 2004 e nel 2007, cioè Bulgaria, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Slovenia. La dicitura UE-15 si riferisce ai 15 Stati membri dell'Unione europea al 31 dicembre 2003, prima che entrassero i nuovi Stati membri, vale a dire Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Svezia e Regno Unito.

Il processo di convergenza nel lungo periodo degli Stati baltici è andato oltre le aspettative basate sul livello di reddito iniziale. Il robusto processo di convergenza degli Stati baltici dovrebbe essere valutato sullo sfondo del bassissimo livello di reddito iniziale registrato all’avvio della loro transizione verso l’economia di mercato, a metà degli anni ‘90. Tuttavia, nel loro caso, i risultati hanno superato ciò che ci si sarebbe aspettato partendo da un’equazione che collega i livelli iniziali di reddito pro capite con la crescita durante il periodo dal 1999 al 2015. Questo è mostrato nel grafico B, il quale suggerisce che gli Stati baltici, insieme alla Slovacchia, hanno ottenuto risultati significativamente al di sopra delle previsioni del semplice modello di convergenza.

Grafico B

Crescita del PIL pro capite 1999-2015 (in SPA, prezzi di mercato) – differenza fra crescita effettiva e crescita attesa sulla base del livello di reddito iniziale.



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: basato su un'equazione lineare fra paesi riferita a Stati membri della UE in cui la crescita cumulata del PIL pro capite in percentuale del PIL UE pro capite (in SPA) fra il 1999 e il 2015 viene regredita sul PIL pro capite iniziale in percentuale del PIL UE pro capite (in SPA) nel 1999. In modo più formale: $\Delta y_i, 1999-2015 = \alpha + \beta y_i, 1999 + \epsilon_i$ ($R^2=0.62$); dove $\Delta y_i, 1999-2015$ si riferisce alla crescita cumulata del PIL pro capite fra il 1999 e il 2015; $y_i, 1999$ si riferisce al livello di reddito pro capite iniziale (in SPA) e ϵ_i è un termine di errore. L'Irlanda è stata esclusa dal campione in quanto anomala a causa dello spostamento del livello del PIL avvenuto nel 2015, soprattutto per effetto dell'impatto statistico della ristrutturazione dei bilanci societari da parte delle multinazionali. Anche il Lussemburgo è stato escluso poiché i calcoli del PIL pro capite sono distorti dal numero elevato di lavoratori transfrontalieri.

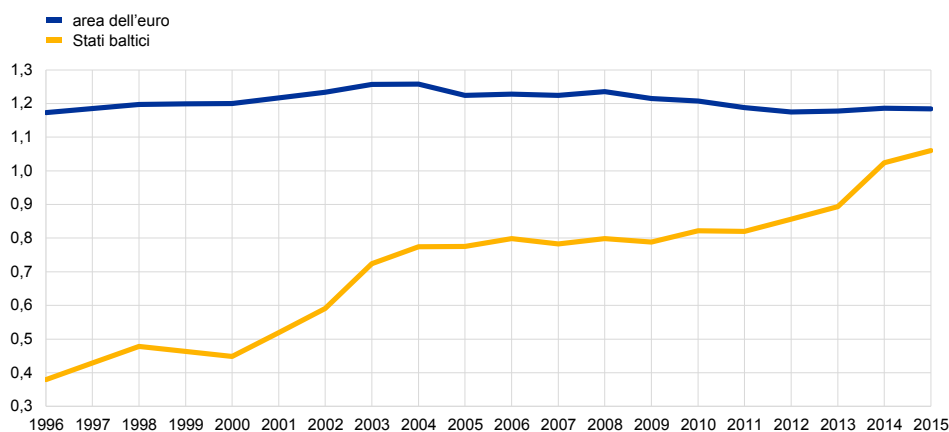
Il sostanziale miglioramento del quadro istituzionale è fra le possibili ragioni del vigore evidenziato dal processo di convergenza degli Stati baltici

(cfr. grafico C). I Worldwide Governance Indicators della Banca mondiale, che sono indicatori compositi della qualità istituzionale, suggeriscono che questa sia migliorata nettamente negli Stati baltici, soprattutto in Estonia, nel corso degli ultimi decenni. Tale miglioramento è stato particolarmente rapido negli anni che hanno preceduto l'entrata nell'UE. Al riguardo, l'armonizzazione normativa con l'UE precedente l'ingresso (l'adozione dell'*acquis communautaire*) probabilmente è stato un fattore importante.

Grafico C

Worldwide Governance Indicator (indice della qualità istituzionale)

(indice sintetico basato sulla media delle posizioni nelle classifiche di quattro sotto-indicatori)



Fonte: Banca mondiale.

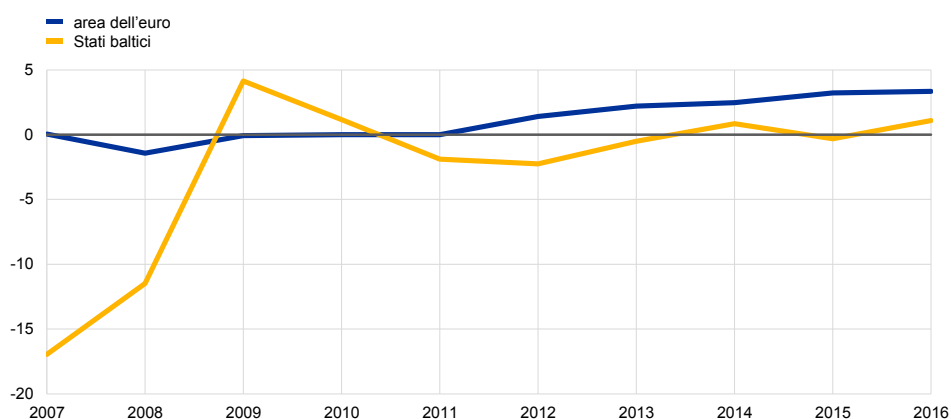
Note: l'indice della qualità istituzionale è costituito dalla media dei seguenti sotto-indicatori: qualità della regolamentazione, efficacia delle amministrazioni pubbliche, contrasto alla corruzione e stato di diritto. Un indice più elevato si riferisce a un migliore risultato relativo nell'ambito della qualità istituzionale.

Gli Stati baltici erano molto vulnerabili nel 2008, all'inizio della crisi globale. Nel 2007 tutti e tre i paesi avevano un disavanzo di conto corrente molto elevato, prossimo o superiore al 10 per cento del PIL, che rifletteva un boom della domanda interna non sostenibile, finanziato da afflussi di capitale. Questo grande fabbisogno di finanziamento esterno ha reso gli Stati baltici vulnerabili all'improvvisa interruzione dei flussi di capitale registrata alla fine del 2008 e nel 2009. Questi ampi squilibri esterni riflettevano in parte un netto deterioramento nella competitività in termini di costo a fronte di una rapidissima crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, che a sua volta rifletteva un rapido incremento salariale (con compensi reali per impiegato che fra il 2004 e il 2007 in Estonia, Lettonia e Lituania aumentavano su base annua rispettivamente a un tasso medio del 15,8, del 25,2 e del 15 per cento). Si erano inoltre accumulate delle vulnerabilità nel sistema finanziario. Negli Stati baltici il processo di finanziarizzazione è aumentato rapidamente negli anni precedenti la crisi, pur partendo da un livello molto contenuto. Le diverse misure di politica monetaria e macroprudenziale introdotte prima della crisi (in particolare, gli aumenti del coefficiente della riserva obbligatoria) non sono state sufficienti a prevenire l'emergere degli squilibri. Inoltre, tali misure sono state in parte aggirate dalle banche di proprietà estera che operavano sul territorio.

Nonostante la crisi abbia colpito duramente gli Stati baltici, la correzione degli squilibri è stata molto rapida. Il pronto aggiustamento dei saldi del bilancio pubblico e dei bilanci del settore privato ha implicato che gli Stati baltici hanno potuto evitare l'accumulo di un ampio eccesso di debito. Inoltre, la veloce riduzione della disoccupazione ha aiutato a diminuire il rischio di isteresi, evitando così conseguenze durature per la crescita potenziale.

Grafico D
Conto corrente

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Il processo di correzione degli squilibri di conto corrente, innescato dall'improvvisa interruzione dei flussi di capitale, è stato realizzato in un arco temporale ridotto. Come mostrato nel grafico D, negli Stati baltici il saldo di conto corrente era già tornato a essere positivo nel 2009. Le determinanti principali dell'aggiustamento del fabbisogno finanziario esterno sono state il crollo nell'assorbimento delle importazioni e l'accelerazione nelle esportazioni nel 2010

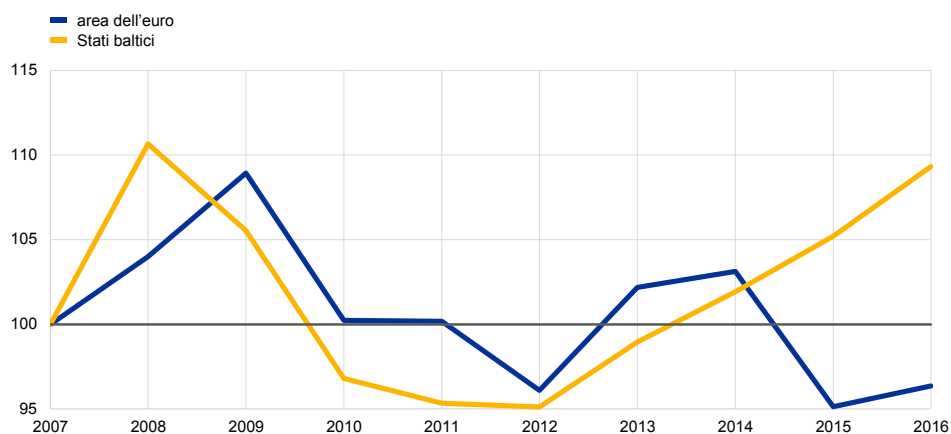
dovute al processo di correzione interna e ai legami commerciali con regioni in rapida crescita. Durante la crisi, mentre i paesi dell'area dell'euro con ingenti disavanzi di conto corrente avevano accesso a un'ampia liquidità di banca centrale per sostituire i flussi di capitali privati, gli Stati baltici hanno dovuto affrontare, nell'arco di un breve intervallo di tempo, una completa correzione degli squilibri di conto corrente in assenza di fonti di finanziamento. Soltanto la Lettonia ha ricevuto assistenza per la bilancia dei pagamenti dall'UE e dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), al fine di coprire parte del fabbisogno esterno con fondi pubblici.

L'aggiustamento esterno degli Stati baltici è stato agevolato da una svalutazione interna dolorosa ma efficace (cfr. grafico E). Nel 2008-2009, all'epoca dell'improvvisa interruzione dell'afflusso di capitali, tutti e tre i paesi hanno avuto bisogno di un importante aggiustamento del loro sopravvalutato tasso di cambio reale. Per ragioni diverse, ciascun paese ha scelto una strategia di svalutazione interna. Anche il riassorbimento della disoccupazione è stato relativamente rapido (cfr. grafico F). Nel 2010, al suo culmine, la disoccupazione aveva raggiunto, rispettivamente, il 16,7, il 19,5 e il 17,8 per cento in Estonia, Lettonia e Lituania, per poi diminuire in modo significativo: nel 2015 si attestava al 6,2 per cento in Estonia, al 9,9 in Lettonia e al 9,1 in Lituania.

Grafico E

Tasso di cambio effettivo reale

(indice: 2007=100, deflazionato con il costo del lavoro per unità di prodotto, 37 partner commerciali)



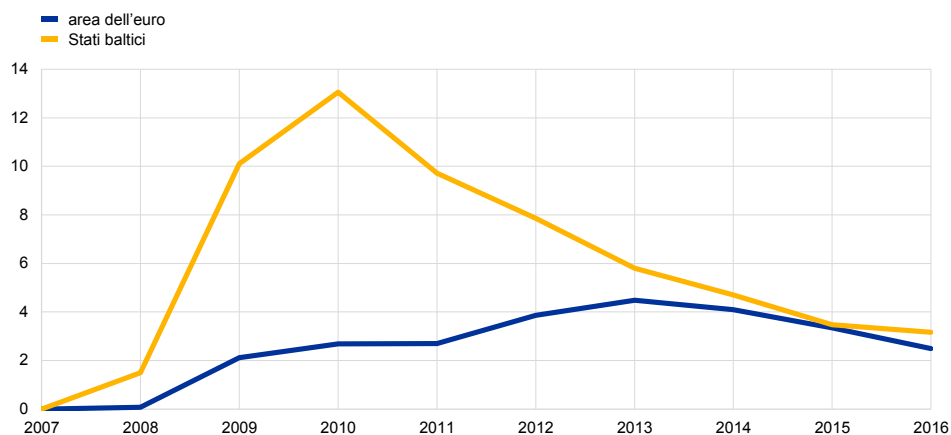
Fonte: BCE.

Negli Stati baltici questo aggiustamento relativamente rapido è stato in parte agevolato da una forte ripresa iniziale della crescita dell'occupazione, sostenuta da una correzione del costo del lavoro. Inoltre, il marcato fenomeno migratorio verso la Scandinavia e l'Europa occidentale ha svolto un ruolo fondamentale. L'impatto di questi flussi migratori è complesso: se da un lato hanno favorito l'allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro e contribuito alla bilancia dei pagamenti attraverso notevoli rimesse dei lavoratori, dall'altro hanno anche concorso alla diminuzione dell'offerta di lavoro e a evoluzioni demografiche sfavorevoli. Dal 2004, anno del loro ingresso nell'UE, le popolazioni di Estonia, Lettonia e Lituania sono diminuite, rispettivamente, del 3,

Grafico F

Tasso di disoccupazione

(variazione in punti percentuali rispetto al 2007)



Fonte: BCE.

del 12 e del 14 per cento, il che riflette in particolare l'emigrazione dei lavoratori più giovani.

In prospettiva, gli Stati baltici devono affrontare una serie di sfide

economiche, fra cui: (1) mantenere la competitività a fronte di un forte aumento salariale e di un rallentamento nella crescita della produttività; (2) evitare la "trappola del reddito medio" e (3) gestire un ciclo economico volatile all'interno dell'Unione economica e monetaria (UEM).

(1) Nel corso degli ultimi tre anni, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato sensibilmente, indicando una graduale erosione della competitività.

Le cause principali sono un netto rallentamento della crescita della produttività, insieme a un'accelerazione della crescita del reddito per occupato in termini reali. Le condizioni tese nel mercato del lavoro hanno avuto un ruolo fondamentale nella recente accelerazione della crescita salariale negli Stati baltici, in presenza di un tasso di disoccupazione che nel 2016 era già al 6,8 per cento in Estonia, al 9,6 per cento in Lettonia e al 7,9 per cento in Lituania. Nel contesto di un mercato del lavoro relativamente flessibile, l'emergere di pressioni salariali in circostanze simili segnala che un'ampia parte di quella disoccupazione è strutturale e che l'economia soffre di squilibri fra le qualifiche richieste e quelle offerte. Se durante gli anni della recessione i flussi migratori sono stati un utile canale di aggiustamento, il persistere di un'emigrazione netta, nonostante la ripresa, ha contribuito alle tensioni nel mercato del lavoro. Nel complesso, sembra tuttavia che il ritmo della crescita salariale vada oltre ciò che può essere spiegato puramente in termini di tensioni nel mercato del lavoro. In questi paesi, le dinamiche salariali sono influenzate anche da forti aumenti dei salari minimi. Sarebbe pertanto molto importante sia adottare delle politiche adatte ad affrontare gli squilibri fra le qualifiche richieste e quelle offerte e a promuovere la crescita della produttività, sia adoperarsi per assicurare che la crescita salariale sia allineata con quella della produttività.

(2) L'esperienza a livello internazionale suggerisce che i paesi che raggiungono un livello di reddito medio, come quelli baltici, tendano ad avere difficoltà a convergere ulteriormente e ottenere un livello di reddito alto.

Uno studio della Banca mondiale indica che, su 101 economie a reddito medio nel 1960, soltanto 13 sono divenute, nel 2008, economie a reddito alto¹. In genere, nella fase di sviluppo caratterizzata dal reddito medio, la portata di un incremento di produttività originato da un trasferimento di forza lavoro intersettoriale dall'agricoltura verso settori più produttivi, come quello manifatturiero, è limitata e la crescita della produttività dovrebbe prendere le mosse sempre più da attività basate sull'innovazione. Diversi sono i fattori che aiutano a ridurre le possibilità che un paese cada nella "trappola del reddito medio", incluse istituzioni forti, un basso tasso di dipendenza degli anziani, alte quote di investimento, commercio e produzione diversificati².

(3) Per gli Stati baltici, gestire le fluttuazioni del ciclo economico resta una sfida importante nel medio termine.

Una delle principali indicazioni ricavabili dalla crisi consiste nel fatto che nell'area dell'euro una piccola economia aperta, soggetta a flussi di capitale volatili, ha maggiore bisogno di politiche anticicliche rispetto ad altri paesi dell'area. Tali considerazioni sottolineano l'importanza di un ricorso attivo a strumenti di policy macroprudenziali anticiclici che limitino l'accumulo di vulnerabilità finanziarie durante il ciclo. Al tempo stesso, anche una politica di bilancio anticiclica è importante. Questo significa che, durante le fasi ascendenti, gli Stati baltici dovrebbero accumulare riserve di bilancio adeguate a fronteggiare una maggiore potenziale volatilità nella crescita economica. I responsabili delle politiche, a quel punto, potrebbero lasciare che gli stabilizzatori automatici svolgano il loro compito durante le fasi di flessione, senza dover attuare inasprimenti prociclici delle politiche di bilancio.

¹ Cfr. *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*, Banca mondiale, 2012.

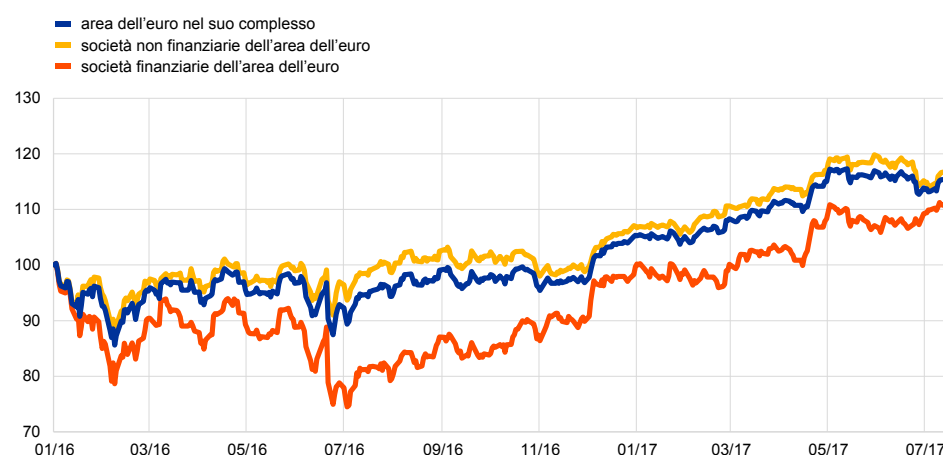
² Cfr. Aiyar, S., Duval, R., Puy, D., Wu, Y. e Zhang, L., "Growth Slowdowns and the Middle-Income Trap", *IMF Working Papers*, n. 13/71, Fondo monetario internazionale, marzo 2013.

2 Determinanti recenti delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro

Dopo il punto di minimo registrato successivamente al referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea i mercati azionari hanno registrato notevoli incrementi (cfr. grafico A). Rispetto agli inizi di luglio del 2016 l'aumento è stato di circa 40 per cento per le banche e di circa 20 per cento per le società non finanziarie.

Grafico A
Indici azionari nell'area dell'euro

(1° gennaio 2016 = 100)



Fonti: Thomson Reuters DataStream ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione è del 19 luglio 2017.

Il presente riquadro esamina, utilizzando un modello di sconto dei dividendi, le determinanti dell'aumento delle quotazioni azionarie registrato a partire da luglio 2016. I modelli di sconto dei dividendi consentono di scomporre le variazioni delle quotazioni azionarie in contributi derivanti da tre fattori: (a) variazioni dei flussi di cassa futuri attesi delle azioni sotto forma di dividendi; (b) variazioni del tasso a lungo termine privo di rischio; e (c) variazioni del "premio per il rischio azionario". Il tasso di rendimento sui titoli azionari che viene utilizzato per scontare i dividendi futuri è dato dalla somma del premio per il rischio azionario e del tasso a lungo termine privo di rischio, con il premio per il rischio azionario che indica il compenso per il rischio, o l'extrarendimento, richiesto dagli investitori per il fatto che detengono titoli azionari invece di obbligazioni a lungo termine.

Nella misura in cui i dividendi attesi, i tassi a lungo termine privi di rischio e le quotazioni azionarie possono essere rilevati tramite i dati dei mercati finanziari, il premio per il rischio azionario si può ottenere uguagliando la somma scontata dei flussi di cassa futuri ai corsi azionari prevalenti. La traiettoria dei dividendi futuri attesi, tuttavia, è intrinsecamente non osservabile e andrebbe approssimata sulla base di indicatori osservabili esaminati congiuntamente a ipotesi plausibili dal punto di vista economico.

Il modello di sconto dei dividendi viene applicato in questa analisi ipotizzando che il tasso atteso di crescita dei dividendi vari nel corso delle varie fasi e converga verso un valore di lungo termine costante. Nel modello a tre fasi vengono ipotizzati tre diversi stadi per il tasso di crescita dei dividendi: (a) un periodo iniziale durante il quale i dividendi aumentano costantemente al tasso g_a ; (b) un periodo intermedio in cui il tasso di crescita iniziale converge in maniera lineare verso un tasso di crescita di lungo termine (g_n); e (c) un ultimo periodo indeterminato in cui i dividendi crescono a un tasso di lungo termine costante su base annua (g_n). Tale sequenza di tassi di crescita ipotizzati, unitamente al dividendo attuale, delinea l'evoluzione complessiva dei dividendi futuri attesi.

Sulla base di queste ipotesi sui tassi di crescita dei dividendi futuri, il premio azionario può essere facilmente desunto dai rendimenti dei dividendi registrati e dal tasso privo di rischio. Il premio viene calcolato utilizzando l'espressione mostrata nell'equazione, che è un'approssimazione del modello di sconto dei dividendi a tre fasi, noto anche come "modello H"¹. Nell'equazione r indica il tasso di rendimento richiesto di un'azione (o indice azionario), r_f il tasso a lungo termine privo di rischio, ERP il premio per il rischio azionario e D_0/P_0 il rendimento corrente dei dividendi, mentre g_a e g_n sono i due parametri del tasso di crescita dei dividendi illustrati precedentemente. Il parametro H è la durata del periodo iniziale (prima fase) più metà della durata del periodo intermedio (seconda fase). Per applicare il modello, il tasso iniziale (prima fase) di crescita dei dividendi (g_a) è approssimato dalle proiezioni "a lungo termine" sugli utili I/B/E/S² e il tasso di crescita a lungo termine (g_n) (terza fase) è approssimato dalle aspettative di crescita su base annua del PIL a lungo termine sul periodo corrispondente fornite da Consensus Economics. Le quotazioni azionarie e i dividendi iniziali sono ricavati direttamente dai mercati finanziari, mentre come tasso a lungo termine privo di rischio si utilizza il tasso sugli overnight index swap a dieci anni. Quest'ultimo viene sottratto dal tasso di rendimento richiesto, ai fini del calcolo del premio per il rischio azionario. Le variazioni dell'indice dei prezzi azionari possono quindi essere disaggregate in variazioni delle aspettative di crescita (evidenziate da variazioni dei parametri g), variazioni del tasso a lungo termine privo di rischio, o variazioni del premio azionario calcolato.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n(1)$$

In termini cumulati, l'aumento delle quotazioni azionarie registrato tra l'inizio di luglio 2016 e gennaio 2017 è riconducibile principalmente alla riduzione del premio per il rischio azionario (cfr. grafico B). Il grafico B mostra i contributi cumulati alla variazione delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro, con contributi positivi forniti dal calo del premio per il rischio azionario

¹ Cfr. Fuller, R.J. e Hsia, C.-C., "A simplified common stock valuation model", *Financial Analysts Journal*, vol. 40(5), settembre-ottobre 1984, pagg. 49-56.

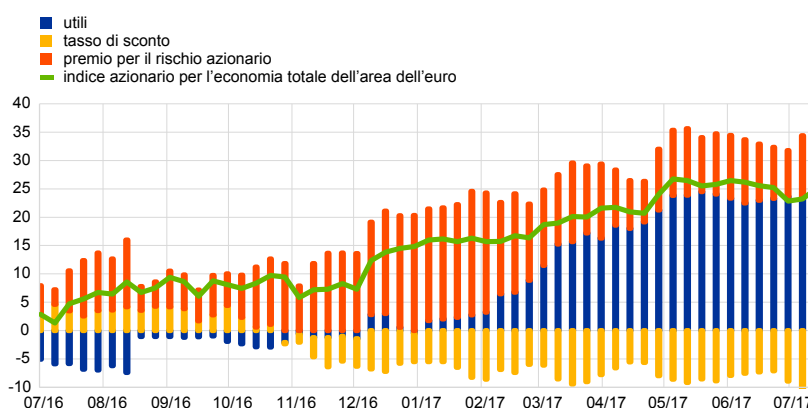
² L'Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) fornisce stime composite del tasso di crescita previsto su base annua degli utili per azione, su un arco temporale compreso fra tre e cinque anni.

che si sono registrati in particolare in corrispondenza delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti³.

Grafico B

Scomposizione delle variazioni cumulate delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro secondo il modello di sconto dei dividendi

(dati settimanali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione è del 14 luglio 2017.

Dall'inizio del 2017, tuttavia, il miglioramento delle aspettative di crescita degli utili delle imprese dell'area dell'euro si è rafforzato notevolmente, diventando la determinante principale dell'ulteriore incremento delle quotazioni azionarie. L'innalzamento delle aspettative sugli utili si è dimostrato in linea con il miglioramento complessivo del quadro macroeconomico dell'area dell'euro, come anche segnalato, ad esempio, dai risultati positivi rilevati per l'area dal Citi Economic Surprise Index o dagli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI). Sull'intero periodo, l'effetto congiunto dei ribassi nel premio per il rischio azionario e del successivo miglioramento delle aspettative sugli utili ha più che compensato l'incremento dei rendimenti a più lungo termine registrato a partire dall'autunno del 2016.

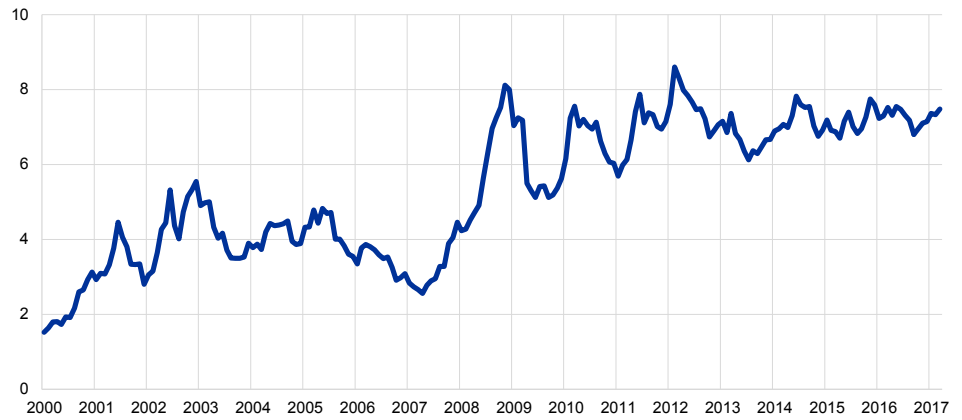
Nel confronto storico, la stima attuale del premio per il rischio azionario nell'area dell'euro non è bassa (cfr. grafico C), a indicazione del fatto che non viene attribuito un valore particolarmente alto alle azioni rispetto alle obbligazioni. Il premio per il rischio azionario stimato per l'area dell'euro è cresciuto significativamente raggiungendo livelli compresi fra il 6 e l'8 per cento all'indomani della crisi finanziaria del 2008. Nel contempo, il premio per il rischio azionario, al pari di qualsiasi altro premio incorporato nei prezzi delle attività finanziarie, non è un fattore osservabile. Di conseguenza, qualunque quantificazione (inclusa quella illustrata nel presente riquadro) è in qualche misura incerta e i livelli stimati di tali premi andrebbero letti con prudenza.

³ Il calo del premio per il rischio azionario trova riscontro nel contributo positivo fornito alle quotazioni azionarie illustrato nel grafico B.

Grafico C

Premio per il rischio azionario per l'area dell'euro secondo il modello di sconto dei dividendi, indice complessivo

(punti percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: Valori stimati applicando un modello di sconto dei dividendi all'indice complessivo. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2017.

Riduzione dei tassi di interesse e variazioni settoriali del reddito da interessi

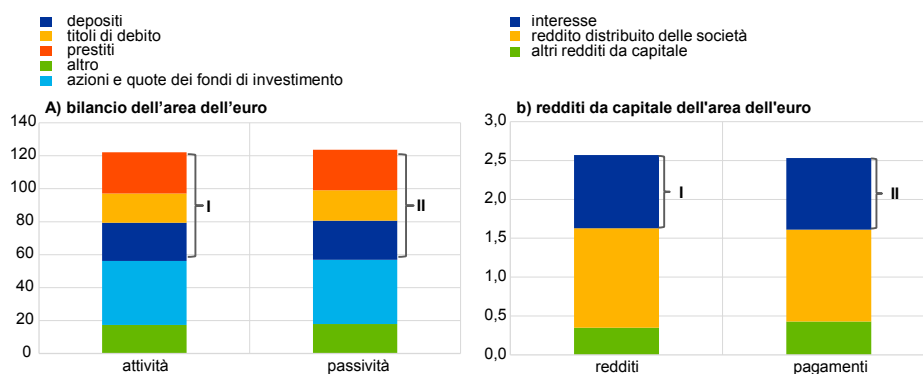
Questo riquadro descrive l'impatto della riduzione dei tassi di interesse

sul reddito da interessi nei diversi settori a partire dal 2008. Si concentra in particolare su attività e passività che generano interessi, quali depositi, titoli di debito e prestiti (grafico A)¹.

Grafico A

Bilancio dell'area dell'euro e redditi da capitale nell'area dell'euro

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono relativi al 2016. Tutte le cifre si riferiscono all'economia totale dell'area dell'euro. I e II nei riquadri a) e b) indicano la porzione del bilancio dell'area dell'euro costituita da attività e passività che generano interessi e i corrispondenti redditi e pagamenti per interessi dei redditi da capitale dell'area dell'euro.

Le consistenze settoriali di attività/passività che generano interessi e i redditi/pagamenti per interessi permettono di calcolare tassi di interesse impliciti specifici per settore. Il grafico A presenta il bilancio dell'intera economia dell'area dell'euro e i relativi redditi e pagamenti per interessi². A livello settoriale (famiglie, società non finanziarie (SNF), società finanziarie, amministrazioni pubbliche e resto del mondo), queste informazioni consentono il calcolo dei tassi di interessi impliciti specifici per settore sulle attività e passività che generano interessi. Il tasso di interesse implicito sulle attività, ad esempio, si ottiene dividendo i redditi per interessi per la consistenza nozionale delle attività, ovvero al netto degli effetti di valutazione. Le consistenze nozionali possono essere ricavate cumulando le transazioni trimestrali nel tempo. A causa delle modalità di misurazione dei redditi e dei pagamenti per interessi nei conti settoriali, il tasso di interesse implicito è

¹ L'analisi si fonda su una consolidata letteratura che utilizza i conti settoriali per valutare l'impatto in termini distributivi della politica monetaria. Bach e Ando (1957), Cukierman et al. (1985) e, più di recente, Doepke e Schneider (2006), ad esempio, valutano l'impatto delle oscillazioni dei prezzi e dei tassi di interesse sul reddito e sulla ricchezza. Cfr. Bach, G. e Ando, A., "The Redistributive Effects of Inflation", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n. 1, 1957, pagg. 1-13; Cukierman, A., Lennan, K. e Papadia, F., "Inflation-induced redistributions via monetary assets in five European countries: 1974-1982", in Mortensen, J. (a cura di), "Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions", *Studies in Banking and Finance*, vol. 2, 1985, e Doepke, M. e Schneider, M., "Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth", *Journal of Political Economy*, vol. 114, n. 6, 2006, pagg. 1069-1097.

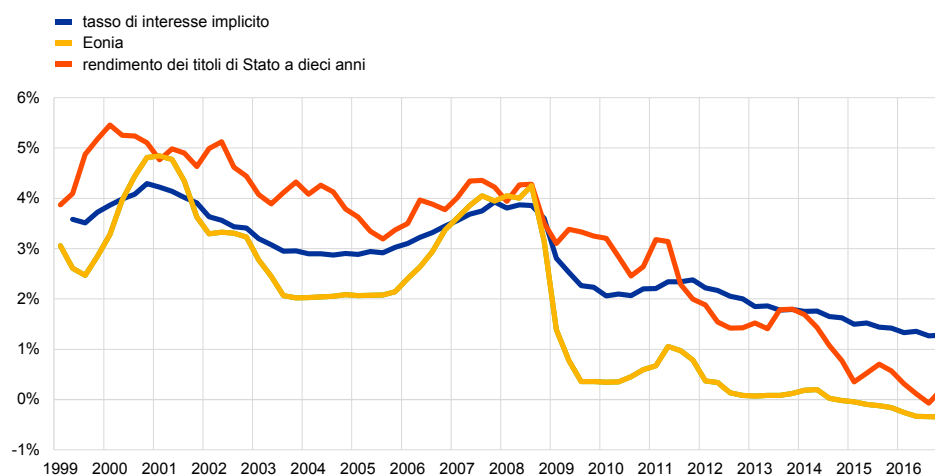
² L'analisi utilizza redditi e pagamenti per interessi previa imputazione dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM). Le conclusioni non dipendono da questa scelta.

concettualmente affine al rendimento di un'obbligazione al momento dell'emissione³. Il grafico B mostra come il tasso di interesse implicito relativo alle attività dell'area dell'euro sia strettamente correlato al tasso di interesse overnight (Eonia) dell'area e al rendimento dei titoli di Stato a lungo termine. Dal momento che la politica monetaria determina quasi completamente il tasso di interesse overnight corrente e atteso, in ultima analisi la politica della BCE influisce anche sui tassi di interesse sulle attività che generano interessi a livello settoriale. Tuttavia, la misura in cui le variazioni dei tassi di interesse overnight corrente e atteso si trasmettono ai tassi di interesse settoriali dipende anche dagli andamenti dei premi per il rischio specifici per settore e dalla durata media delle attività in essere che generano interessi⁴.

Grafico B

Eonia, rendimento dei titoli di Stato a lungo termine e stima del tasso di interesse implicito dell'intera economia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016. Il tasso di interesse implicito mostrato si riferisce alle attività dell'intera economia dell'area dell'euro. Il tasso di interesse implicito sulle passività dell'intera economia dell'area dell'euro coincide con quello relativo alle attività. Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni si riferisce al tasso dell'area dell'euro sintetico diffuso da Thomson Reuters.

Il tasso di interesse implicito può essere utilizzato per calcolare il contributo derivante dai minori tassi di interesse alle variazioni osservate nel reddito netto da interessi a partire dal 2008. Tale contributo si ottiene moltiplicando il tasso di interesse implicito per la consistenza nozionale delle attività all'inizio del periodo. Tale modalità permette di esser certi che la variazione dei redditi per interessi a partire dall'inizio del periodo considerato dipenda solo da variazioni del tasso di interesse ("effetto prezzo"). Un calcolo simile viene effettuato sul lato delle passività del bilancio. Anche le variazioni nelle consistenza di attività incidono sulla variazione complessiva del reddito da interessi ("effetto quantità"). Tale effetto non viene preso in considerazione nell'analisi con l'intento di misurare come le sole variazioni nei

³ Cfr. "Sistema europeo dei conti (European System of Accounts (ESA) 2010)"; Eurostat 2013.

⁴ Dal 2014 in poi, il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni è rimasto costantemente al di sotto del tasso di interesse implicito per l'intera economia poiché le variazioni del tasso a pronti si riflettono solo gradualmente sul tasso di interesse implicito sulle attività a termine in essere con scadenze relativamente lunghe.

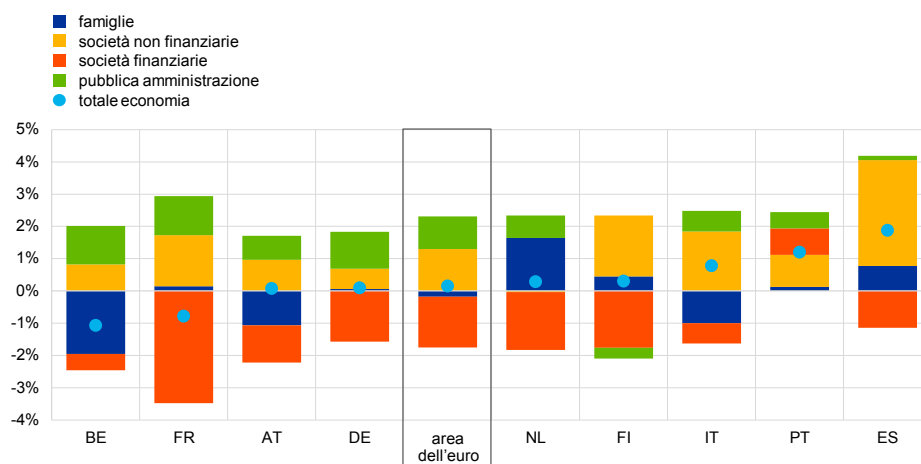
tassi di interesse abbiano ridistribuito il reddito da interessi tra i vari settori. Come punto di partenza dell'analisi viene preso il terzo trimestre del 2008, che segna l'inizio della fase di allentamento attuale.

Per l'area dell'euro nel suo insieme, l'impatto dei più bassi tassi di interesse sul reddito netto da interessi è stato positivo. Il grafico C mostra la variazione del reddito netto da interessi dovuta ai più bassi tassi di interesse nell'area dell'euro nel suo insieme e in nove paesi dell'area⁵ nel periodo compreso tra il terzo trimestre del 2008 e il quarto trimestre del 2016. Dato che anche le famiglie risentono indirettamente dei più bassi tassi di interesse per via degli investimenti nei fondi pensione, delle quotazioni azionarie di società o come contribuenti, è rilevante entrare nel merito di come ciò si sia riflesso sull'intera economia rispetto a quanto accaduto nel resto del mondo. Per l'area dell'euro nel suo insieme e per la maggior parte dei paesi dell'area l'impatto dei più bassi tassi di interesse sul reddito netto da interessi è stato marginalmente positivo a livello di intera economia. L'analisi settoriale chiarisce come le dimensioni e la composizione dei bilanci settoriali rappresentino fattori chiave per la comprensione dell'impatto dei più bassi tassi di interesse sull'intera economia. Il grafico C mostra come, per l'area dell'euro nel suo insieme, l'impatto dei più bassi tassi di interesse sul reddito netto da interessi sia stato positivo per i settori delle SNF e pubblico, ma negativo per il settore finanziario. Per il settore delle famiglie, l'impatto è stato sostanzialmente neutro.

Grafico C

Impatto dei più bassi tassi di interesse sul reddito netto da interessi

(in percentuale del PIL; 3° trim. 2008 - 4° trim. 2016)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i paesi sono stati selezionati sulla base della disponibilità dei conti settoriali trimestrali. Il totale economia si riferisce alle variazioni nel reddito netto da interessi in relazione al resto del mondo. A causa dei diversi livelli di aggregazione, la somma delle variazioni settoriali del reddito netto da interessi non corrisponde esattamente alla variazione del reddito netto da interessi in relazione al resto del mondo. Elaborazioni basate su medie mobili di quattro trimestri.

⁵ La selezione dei paesi è stata effettuata tenendo conto della disponibilità di conti settoriali trimestrali nel periodo campione.

L'impatto diretto dei più bassi tassi di interesse sul settore delle famiglie è stato più eterogeneo tra i diversi paesi⁶. Come mostrato nel grafico C, il settore delle famiglie in Finlandia, Paesi Bassi e Spagna ha beneficiato dei più bassi tassi di interesse, poiché in tali paesi il reddito netto da interessi attribuibile alla riduzione dei tassi di interesse è aumentato. Ciò è avvenuto perché, nei suddetti paesi, il debito delle famiglie aveva dimensioni particolarmente grandi a confronto di quelle delle attività da esse detenute. Inoltre, la prevalenza dei mutui a tasso variabile (ad esempio in Spagna) ha comportato un aumento dei benefici dovuti ai più bassi tassi di interesse. Per contro, in Belgio, Austria e Italia le famiglie sono state interessate da contrazioni più consistenti del reddito netto da interessi. In questi ultimi paesi, le famiglie destinano una quota relativamente ampia della propria ricchezza finanziaria ad attività che generano interessi. In Germania, Francia e Portogallo la variazione del reddito netto da interessi nel settore delle famiglie è stata trascurabile⁷.

Se i settori delle SNF e della pubblica amministrazione sono stati tra i maggiori beneficiari della riduzione dei tassi di interesse, il settore finanziario ha visto generalmente ridursi il proprio reddito da interessi. Nel settore delle SNF, in seguito alla riduzione dei tassi di interesse, si sono verificati aumenti del reddito netto da interessi superiori all'1 per cento del PIL in Francia, Finlandia, Italia e Spagna. Il settore pubblico ha beneficiato maggiormente dei più bassi tassi di interesse in Belgio, Francia e Germania. Nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, il settore pubblico ha beneficiato in misura relativamente minore della riduzione dei tassi di interesse, a causa del simultaneo aumento dei premi per il rischio sovrano. Infine, ad eccezione del Portogallo, il settore finanziario ha visto generalmente ridursi il proprio reddito da interessi a partire dal terzo trimestre del 2008, soprattutto in Francia. Ciò è dovuto al fatto che il settore finanziario in tale paese (che include le istituzioni finanziarie monetarie, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, nonché altre istituzioni finanziarie) detiene, in media, una quantità di attività che generano interessi maggiore rispetto alle passività della stessa tipologia. Quando i tassi di interesse sulle attività e sulle passività subiscono il medesimo calo, il reddito netto da interessi del settore risulta ridotto. È da notare, tuttavia, che il reddito da interessi non costituisce l'unica determinante della redditività del settore finanziario⁸.

Nel corso del precedente ciclo economico, le variazioni settoriali del reddito netto da interessi sono state sostanzialmente neutrali. Questo riquadro si concentra sull'impatto della riduzione dei tassi di interesse a partire dal 2008. Potrebbe rivelarsi utile confrontare tali risultati con il precedente ciclo economico, dal 2002 al 2008, riportato nel grafico B. Il grafico D mostra come, nel periodo tra il 2002 e il 2008, la redistribuzione tra i settori del reddito da interessi sia stata, in

⁶ Cfr. il riquadro *Bassi tassi d'interesse e reddito netto da interessi delle famiglie* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

⁷ Sebbene i conti settoriali contengano informazioni utili sulla redistribuzione fra i vari settori, essi non forniscono risposte in merito alla redistribuzione del reddito da interessi fra le singole famiglie dovuta ai bassi tassi di interesse. A tale scopo sono necessarie informazioni microeconomiche sulle dimensioni e la composizione dei bilanci delle singole famiglie (ricavate, ad esempio, dall'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Eurosystem's Household Finance and Consumption Survey, HFCS)). Cfr. "The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave", *Statistics Paper Series*, n. 18, BCE, 2016.

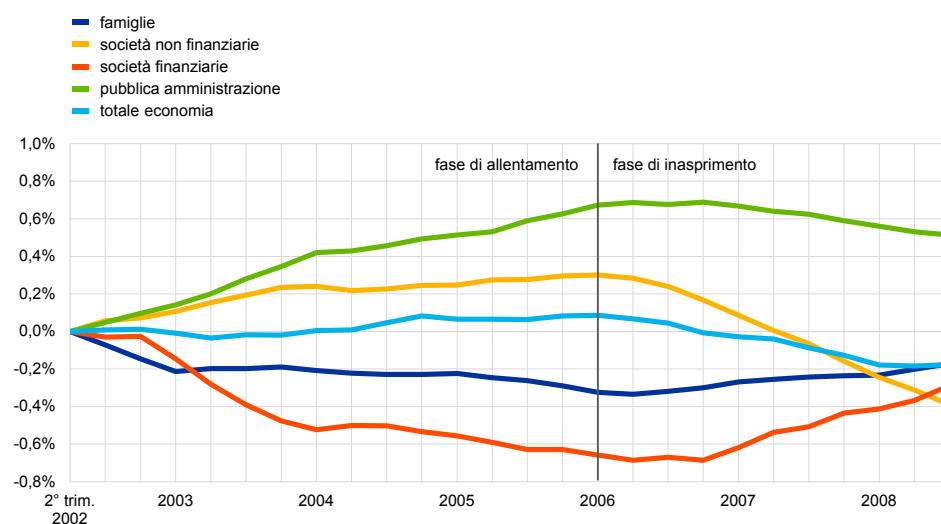
⁸ Cfr. il riquadro intitolato "The ECB's monetary policy and bank profitability", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

ultima analisi, ampiamente neutrale⁹. Dal grafico si evince inoltre come, durante la precedente fase di allentamento (2002-2005), la direzione delle variazioni del reddito da interessi tra i vari settori avesse un profilo simile a quello delle variazioni intervenute a partire dal 2008. Nel periodo tra il 2002 e il 2008, il reddito netto da interessi delle famiglie e dell'intera economia è rimasto sostanzialmente invariato. Nella fase di inasprimento (2006-2008), le società finanziarie hanno recuperato la maggior parte delle perdite subite in relazione al reddito netto da interessi, mentre le SNF hanno fatto registrare un'inversione di tendenza rispetto ai rialzi precedentemente osservati. Il settore pubblico ha continuato a beneficiare della situazione anche oltre la fine della fase di inasprimento. Tale andamento trova una spiegazione nella tendenza al ribasso secolare dei rendimenti dei titoli di Stato (cfr. anche il grafico B) avviatasi nella metà degli anni '80 del secolo scorso e non è connesso alle variazioni cicliche dei tassi di interesse dal 2002 al 2008.

Grafico D

Variazioni cumulate del reddito da interessi nell'arco del ciclo economico: 2002-2008

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: variazione cumulata dell'effetto prezzo in seguito alla riduzione dei tassi di interesse dal secondo trimestre del 2002 al terzo trimestre del 2008, basata su medie mobili di quattro trimestri. Il totale economia si riferisce alle variazioni del reddito netto da interessi in relazione al resto del mondo. La linea verticale separa la fase di allentamento da quella di inasprimento.

⁹ Il periodo in esame comprende sia la fase di allentamento (2002-2005) sia la fase di inasprimento (2006-2008) precedenti.

Modalità di valutazione dei rischi per l'inflazione da parte degli esperti

La percezione dell'incertezza e dei rischi è un elemento importante nella valutazione delle prospettive economiche, che si aggiunge alle informazioni ricavate dalle previsioni puntuali.

Le aspettative degli operatori economici riguardo l'inflazione futura possono avere un impatto sugli andamenti economici successivi, ad esempio influenzando sulle decisioni relative alla determinazione dei prezzi, ai consumi e agli investimenti. Per questo motivo, un'analisi dei dati sulle aspettative di inflazione, quale quella contenuta nella Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, svolge un ruolo importante nella valutazione complessiva delle prospettive di inflazione. Tale analisi ha due dimensioni: le previsioni puntuali e la percezione dei rischi riguardo a dette previsioni. Le previsioni puntuali per i prossimi tre anni riportano le principali opinioni degli esperti in merito all'evoluzione dell'economia, considerati gli shock già osservati o rappresentati nelle loro ipotesi tecniche (ad es. per i corsi petroliferi). Le aspettative di inflazione puntuali a più lungo termine possono essere usate per valutare l'efficacia percepita della politica monetaria. La percezione dei rischi, d'altra parte, rivela informazioni utili sulla distribuzione attesa degli shock economici e fornisce una dimensione aggiuntiva per la valutazione del livello di ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine. Questo riquadro si concentra sugli indicatori di rischio che possono essere ricavati dai dati della SPF e le implicazioni che ne potrebbero derivare.

Le distribuzioni di probabilità riportate nella SPF possono essere usate per ricavare le misure di rischio e incertezza. La SPF non raccoglie solo aspettative puntuali, ma anche una valutazione, fornita dai partecipanti all'indagine, circa le probabilità di differenti esiti futuri in riferimento all'inflazione. Mentre le aspettative puntuali riflettono le principali stime dei partecipanti riguardo all'inflazione futura, le probabilità che questi assegnano ai differenti scenari futuri in tema di inflazione rivelano la loro valutazione dell'incertezza e dei rischi esistenti.

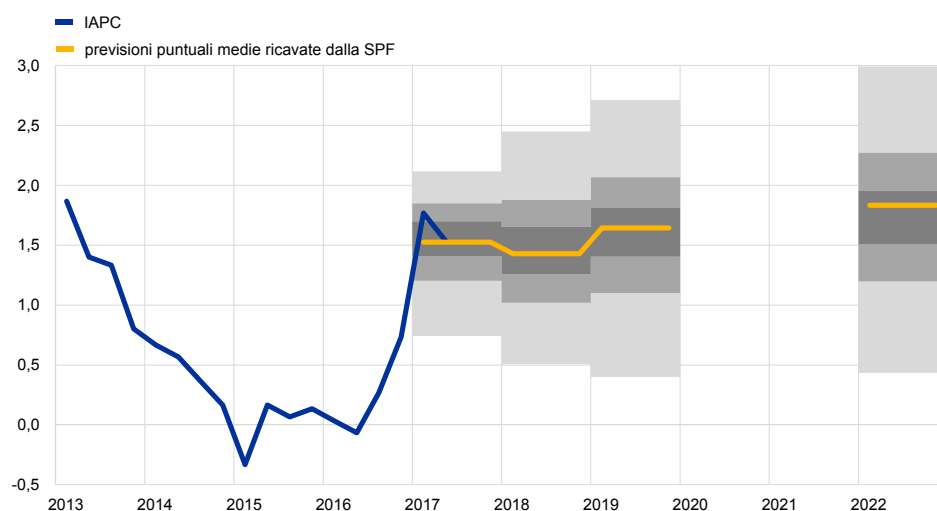
L'incertezza, misurata dall'ampiezza della distribuzione riportata, aumenta con l'orizzonte di previsione (cfr. grafico A). In parte, ciò riflette l'assunto generale secondo cui un futuro più lontano è di solito più incerto rispetto a quello più prossimo. Fondamentalmente, ciò può essere dovuto al fatto che l'insieme dei differenti fattori che possono influenzare lo scenario futuro aumenta con l'estendersi dell'orizzonte temporale: il breve periodo tende a risentire prevalentemente degli andamenti dei corsi petroliferi; nel medio periodo, le prospettive di inflazione e i rischi ad esse legate diventano più strettamente collegati a quelle relative alla crescita economica reale; nel lungo periodo, la forza percepita dell'ancoraggio nominale fornito dalla politica monetaria diventa il fattore maggiormente rilevante¹.

¹ Cfr. [Fattori che incidono sull'evoluzione delle aspettative di inflazione degli esperti](#) nel numero 1/2017 del Bollettino economico della BCE.

Grafico A

Aspettative di inflazione misurata sullo IAPC per il 2017, 2018, 2019 e 2022 ricavate dalla SPF

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

Note: dati trimestrali. Gli intervalli ombreggiati indicano il 5°, 20°, 35°, 65°, 80° e 95° percentile delle distribuzioni di probabilità per ciascun orizzonte temporale.

L'incertezza complessiva in merito all'inflazione si mantiene più elevata di quanto non fosse prima del 2008, ma la volatilità dell'inflazione effettiva è aumentata di una percentuale maggiore.

La deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata sul più lungo periodo, che ne misura l'ampiezza, è aumentata nel 2008 e nel 2009. Questo andamento nella misura dell'incertezza prospettica ha ricalcato l'evoluzione della volatilità passata effettiva dell'inflazione, mentre l'evoluzione dei corsi petroliferi e dei prezzi globali di altre materie prime spingevano l'inflazione trimestrale misurata sullo IAPC dal 2 al 3,8 per cento nel terzo trimestre del 2008 e poi al ribasso, al -0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009. L'incertezza riguardo agli scenari futuri dell'inflazione è rimasta a tale livello più elevato da allora, anche se gli andamenti più recenti, dal 2,9 per cento nel quarto trimestre del 2011 al -0,3 per cento nel primo trimestre del 2015 per poi tornare all'1,8 per cento nel primo trimestre 2017, hanno spinto ulteriormente verso l'alto la volatilità effettiva. Ciò sembra suggerire che, nonostante i partecipanti all'indagine riconoscano la possibilità che oscillazioni estreme dei prezzi delle materie prime portino alla volatilità dell'inflazione, essi non prevedono il ripetersi di sensibili variazioni, simili a quelle registrate tra il 2015 e il 2016.

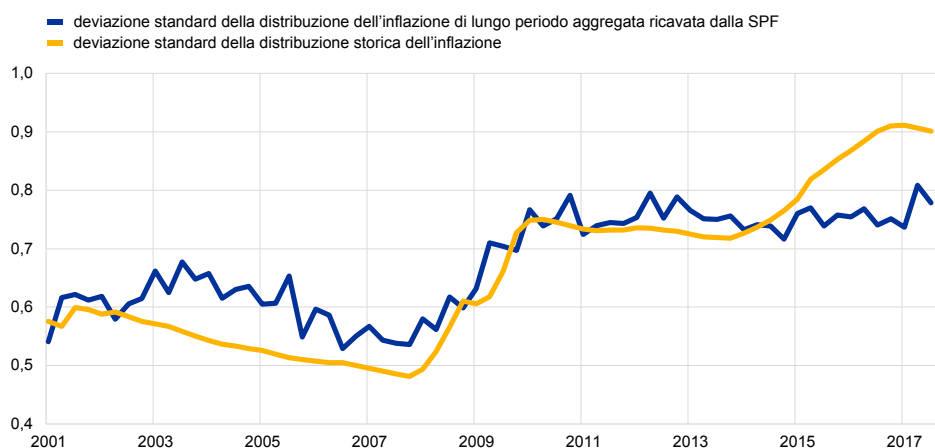
L'asimmetria nelle distribuzioni di probabilità elaborate dai partecipanti mostra il modo in cui percepiscono il quadro complessivo dei rischi.

In parole semplici, nel caso una previsione risulti errata, il quadro complessivo dei rischi dà un'indicazione del modo in cui l'esperto ritiene più probabile che essa si riveli sbagliata. Ad esempio, una valutazione positiva dei rischi complessivi indica che l'esperto ritiene che, qualora la previsione si rivelasse errata, sarebbe più probabile che ciò fosse dovuto a valori effettivi superiori rispetto a quelli della previsione,

piuttosto che inferiori². In termini di distribuzione di probabilità attesa, un quadro dei rischi complessivamente positivo indica che viene attribuita una maggiore probabilità a esiti che si collocano al di sopra, piuttosto che al di sotto, dei valori centrali delle stime³.

Grafico B

Percezione dell'incertezza dell'inflazione ricavata dalla SPF e dispersione dell'inflazione effettiva



Fonti: elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

Note: la linea gialla indica la deviazione standard del campione in espansione dei valori effettivi dell'inflazione trimestrale misurata sullo IACP a partire dal primo trimestre del 1995.

Esistono modi diversi per valutare numericamente i rischi complessivi, ma tutte le misurazioni mostrano un andamento simile. Misure alternative dell'asimmetria e scelte pratiche alternative che devono essere operate nel calcolare tali misure a partire dai dati dell'indagine, producono un intervallo di asimmetrie calcolate e non un valore unico⁴. Inoltre, nella SPF le previsioni puntuali sono riportate separatamente e possono essere messe a confronto con le distribuzioni di probabilità per fornire un'indicazione del quadro complessivo dei rischi. Nelle relazioni trimestrali della SPF, quest'ultimo è misurato numericamente come la media della distribuzione di probabilità aggregata *meno* la previsione puntuale media⁵.

² A titolo di esempio, si può ipotizzare di fare una previsione puntuale riguardo al lancio di un dado che abbia i seguenti sei numeri sulle facce: 1, 2, 2, 2, 3, 3. Il risultato più probabile - e quindi il valore centrale della stima - è due, ma se il risultato dovesse essere diverso, è più probabile che sia al di sopra, piuttosto che al di sotto di 2. Di conseguenza, in questo esempio, la valutazione dei rischi complessivi è positiva, ovvero, orientata al rialzo.

³ Da un punto di vista statistico, questo comporta che in presenza di un quadro dei rischi complessivamente positivo (negativo), la media della distribuzione sia più alta (bassa) della moda della distribuzione, ossia il risultato più probabile. Nell'esempio sopra descritto, la media di distribuzione è: $(1+2+2+2+3+3)/6 = 13/6$, che è maggiore di 2, il risultato più probabile.

⁴ Differenti misure statistiche teoriche di asimmetria includono: l'asimmetria, l'asimmetria quantile, la media meno mediana. Le diverse scelte pratiche da operare per calcolare tali misure a partire dai dati della SPF comprendono: come chiudere gli intervalli illimitati a ciascuna estremità dello spettro complessivo delle probabilità nell'indagine e come derivare una distribuzione continua a partire dalle probabilità discrete segnalate.

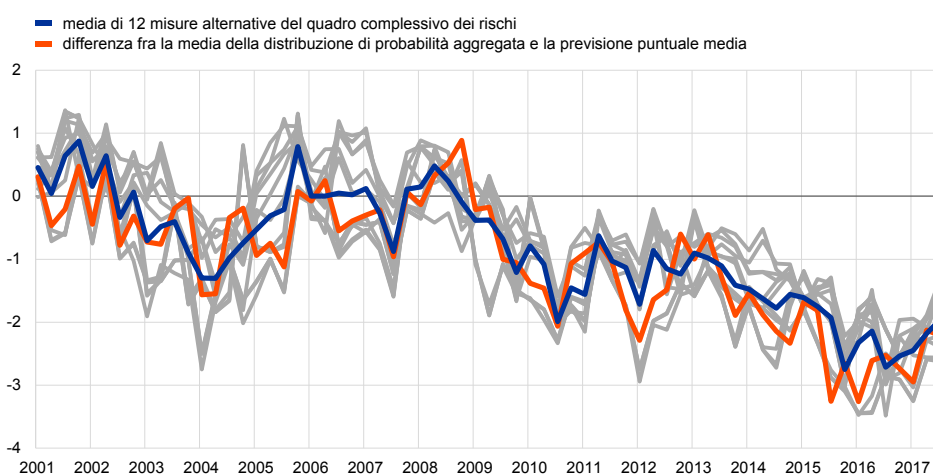
⁵ Cfr. l'ultimo [rapporto della SPF](#), per il terzo trimestre del 2017.

I partecipanti all'indagine considerano i rischi per le loro proiezioni di inflazione come sostanzialmente bilanciati su orizzonti temporali brevi, ma ancora al ribasso nel più lungo periodo. La previsione puntuale per l'inflazione nel 2017 si colloca vicino al centro della distribuzione di probabilità corrispondente (l'area con ombreggiatura più scura nel grafico A), indicando che i rischi circa quella aspettativa sono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Di contro, nel più lungo periodo, vengono assegnate maggiori probabilità a scenari di inflazione al di sotto della previsione puntuale, piuttosto che al di sopra, il che indica che il quadro complessivo dei rischi per le aspettative di inflazione di lungo termine è orientato al ribasso. Il quadro complessivo dei rischi nel più lungo termine ha tuttavia registrato un miglioramento, per quanto graduale, a partire dal 2016 (cfr. grafico C).

Grafico C

Percezione del quadro complessivo dei rischi per le proiezioni di inflazione a più lungo termine ricavata dalla SPF

(numero di deviazioni standard dallo zero)



Fonti: elaborazioni della BCE basate sui risultati della SPF.

Note: le singole serie sono state normalizzate per consentirne la comparabilità. Il segno meno (più) indica che i rischi complessivi sono percepiti come orientati al ribasso (rialzo). Le misure incluse nelle fasce sono l'asimmetria, l'asimmetria quantile, media-mediana e media-previsioni puntuali utilizzando distribuzioni continue derivate da: interpolazione lineare, interpolazione mediante spline cubica e con l'applicazione di una distribuzione parametrica (beta).

Nel complesso, le informazioni sui rischi ricavate dalla SPF supportano la tesi che le aspettative di inflazione a più lungo termine rimangono ancorate. Esse sono rimaste stabili all'1,8 per cento negli ultimi due anni, nonostante la forte volatilità dei valori effettivi dello IACP. Inoltre, anche la misura prospettica dell'incertezza si è mantenuta stabile nonostante l'effettiva volatilità, e il complessivo orientamento al ribasso dei rischi legati alle aspettative di inflazione a più lungo termine ha mostrato modesti miglioramenti nelle ultime indagini; ciò può significare che i rischi di un disancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine stanno gradualmente diminuendo.

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2017

Ogni anno la Commissione europea pubblica raccomandazioni specifiche per paese, rivolte a ciascuno Stato membro dell'Unione europea¹, che definiscono le priorità strategiche per l'anno successivo. Tali raccomandazioni sono approvate dal Consiglio UE dopo l'avallo dei capi di Stato o di governo di tutti gli Stati membri. Forniscono orientamenti mirati ai singoli Stati membri su come rafforzare la crescita e la capacità di tenuta, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche². Sono redatte in conformità con gli Orientamenti integrati di medio termine sulle politiche economiche e occupazionali degli Stati membri e rappresentano un elemento chiave del Semestre europeo, poiché sono lo strumento attraverso il quale le politiche economiche nazionali si traducono in "una questione di interesse comune", come sancito dall'articolo 121 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. L'attuazione tempestiva di queste raccomandazioni è essenziale per ridurre le vulnerabilità e promuovere la crescita di medio termine, l'occupazione e la produttività nell'Unione europea. Per i paesi dell'area dell'euro, tali raccomandazioni sono inoltre coerenti con l'obiettivo di garantire il regolare funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM).

Le raccomandazioni specifiche per paese sono formulate mediante un processo articolato che prende avvio nell'autunno dell'anno precedente. Per prima cosa, a novembre di ogni anno la Commissione pubblica l'Analisi annuale della crescita e la Relazione sul meccanismo di allerta. La prima individua le principali priorità strategiche per l'Unione europea nel suo insieme, mentre la seconda valuta gli sviluppi negli Stati membri per stabilire se vi siano squilibri potenziali o già esistenti da correggere con interventi mirati. Sulla base di questi documenti, all'inizio dell'anno il Consiglio adotta le raccomandazioni per l'area dell'euro definendo i principali ambiti di riforma per l'insieme dell'UEM. Lo scorso 22 febbraio la Commissione ha pubblicato le relazioni per paese, riguardanti ciascuno Stato membro dell'UE. Tali relazioni analizzano i progressi compiuti nell'attuazione delle riforme e individuano gli squilibri e le rigidità che richiedono ulteriori misure, nel contesto di un esame approfondito della procedura per gli squilibri macroeconomici. In base alle relazioni per paese, il 22 maggio la Commissione ha fornito agli Stati membri le bozze di raccomandazioni specifiche del 2017 che, dopo essere state discusse nei rispettivi comitati dell'Unione europea, sono state adottate nella loro versione definitiva dal Consiglio l'11 luglio.

Quest'anno la raccomandazione per l'area dell'euro si concentra sulle misure per ridurre gli squilibri, migliorare la capacità di tenuta e rafforzare la crescita e l'occupazione nei paesi dell'area dell'euro. La raccomandazione per l'area dell'euro (adottata dal Consiglio il 10 marzo) precede le raccomandazioni specifiche per paese e si rivolge in maniera congiunta a tutti gli Stati membri dell'area dell'euro.

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

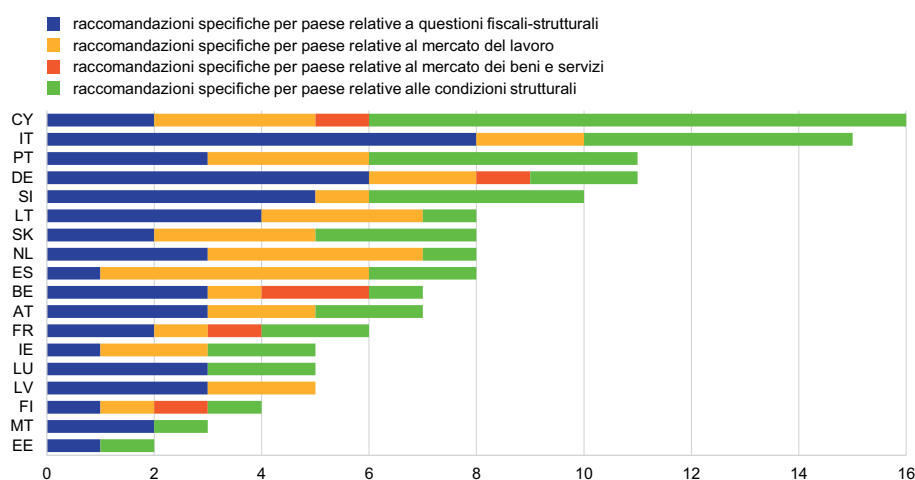
² Il presente riquadro si concentra su tutte le raccomandazioni ricevute dai paesi dell'area dell'euro a eccezione della prima in materia di politiche di bilancio, che contiene indicazioni per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita (PSC). Questo particolare tipo di raccomandazione è descritto nel riquadro intitolato *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017* nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

Nello specifico, invita i paesi dell'area dell'euro a intensificare gli sforzi di riforma per il miglioramento della produttività e del contesto istituzionale ed economico, e a rimuovere gli ostacoli agli investimenti. Esorta inoltre i governi a coniugare maggiormente la flessibilità e la sicurezza nei mercati del lavoro, ad assicurare la sostenibilità fiscale e ad accelerare i lavori volti al completamento dell'UEM, in particolare quelli relativi all'unione bancaria.

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2017 riflettono sostanzialmente l'enfasi della raccomandazione per l'area dell'euro. Il grafico A mostra una scomposizione delle raccomandazioni del 2017 per ambito di riforma. Ne emerge, ad esempio, che una quota consistente di raccomandazioni riguarda le strozzature nelle condizioni strutturali (incluse tutte le misure connesse al contesto regolamentare, al sistema giudiziario, alla normativa di riferimento in materia di insolvenza, alle politiche abitative e alla regolamentazione del sistema finanziario). L'eliminazione di tali strozzature dovrebbe influire positivamente sull'accesso ai mercati, aumentare gli incentivi ad investire per le imprese e migliorare la riallocazione delle risorse. Un'ampia quota di raccomandazioni riguarda questioni fiscali-strutturali come il miglioramento della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, la riduzione dell'onere fiscale sul lavoro e l'aumento dell'efficienza di pubbliche amministrazioni e imprese statali.

Grafico A

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2017 per ambito di riforma nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE con l'applicazione della scomposizione delle raccomandazioni adottata nelle relazioni della Commissione europea sui singoli paesi.

Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche per paese del 2017 disaggregate per ambito di riforma generale. "Fiscale-strutturale" include amministrazioni pubbliche, spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e fiscalità; "mercato del lavoro" comprende le politiche salariali, le politiche a tutela dell'occupazione, l'istruzione e le politiche attive del mercato del lavoro; in "mercato dei beni e servizi" sono incluse le normative settoriali specifiche; "condizioni strutturali" riguarda il contesto regolamentare, gli appalti pubblici, il sistema giudiziario, la normativa di riferimento in materia di insolvenza, le politiche abitative e la regolamentazione del settore finanziario. Le raccomandazioni specifiche per paese connesse al Patto di stabilità e crescita non sono riportate.

Le nuove raccomandazioni andrebbero considerate nel contesto di un'attuazione che si è dimostrata relativamente debole negli ultimi anni³.

³ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2017 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

La Commissione ha rilevato nel febbraio di quest'anno che per la stragrande maggioranza delle raccomandazioni del 2016 (oltre il 90 per cento) vi erano stati solo "alcuni", "limitati" o addirittura "inesistenti" progressi nell'attuazione, mentre si era registrata un'implementazione "sostanziale" o "piena" soltanto per un numero estremamente ridotto. Nonostante il monitoraggio specifico da parte della Commissione europea, l'attuazione non è stata superiore nei paesi con squilibri eccessivi, in linea con le passate percentuali molto basse di attuazione "sostanziale" o "piena" delle riforme. La debole implementazione delle raccomandazioni è ancora più preoccupante se si considerano le rigidità e le vulnerabilità residue nei paesi dell'area dell'euro. L'elevato livello di vulnerabilità residue trova riscontro, ad esempio, nel rilievo della Commissione secondo cui il numero di paesi che presentano squilibri eccessivi (Bulgaria, Francia, Croazia, Italia, Cipro e Portogallo) permane al massimo storico⁴.

Nonostante l'attuazione delle raccomandazioni rimanga modesta, le raccomandazioni specifiche per paese del 2017 sono state ulteriormente razionalizzate. La Commissione aveva già ridotto le raccomandazioni del 2015 e del 2016 per consentire agli Stati membri di concentrarsi sulle priorità fondamentali di natura macroeconomica e sociale, ma ciò non ha comportato miglioramenti nella loro implementazione. In numerosi casi le raccomandazioni sono state persino abbandonate, sebbene lo scorso anno i paesi interessati non abbiano compiuto progressi nell'attuazione o ne abbiano realizzati solo in misura limitata.

Le raccomandazioni sono state razionalizzate anche per i paesi con squilibri eccessivi. È stato ridotto il numero di raccomandazioni per i paesi con squilibri eccessivi. In diversi casi si è provveduto ad abbassare il livello di urgenza prevedendo una quantità significativamente inferiore di scadenze rispetto alle raccomandazioni dello scorso anno, nonostante l'implementazione da parte di tali paesi sia stata limitata.

Considerate le difficoltà a migliorare l'attuazione delle riforme nel contesto del meccanismo preventivo della procedura per gli squilibri macroeconomici, sembrerebbero esserci ottime ragioni per applicare il meccanismo correttivo di tale procedura a tutti i paesi con squilibri eccessivi. Questo strumento, ancora mai utilizzato, offre un processo ben definito in grado di garantire maggiore impulso all'attuazione delle riforme per gli Stati membri più vulnerabili.

Per effetto della razionalizzazione delle raccomandazioni specifiche per paese sono state emanate meno raccomandazioni rispetto allo scorso anno. In particolare, sono diminuite le raccomandazioni relative alle condizioni strutturali e rimangono limitate le raccomandazioni riferite ai mercati di beni e servizi (cfr. grafico B). Ciò suscita sorpresa dal momento che negli Stati membri la mancanza di concorrenza nei mercati di beni e servizi e le condizioni subottimali per l'attività economica restano un problema per molti settori⁵. Data l'enfasi perdurante sul rafforzamento degli investimenti privati e della produttività, sarà importante

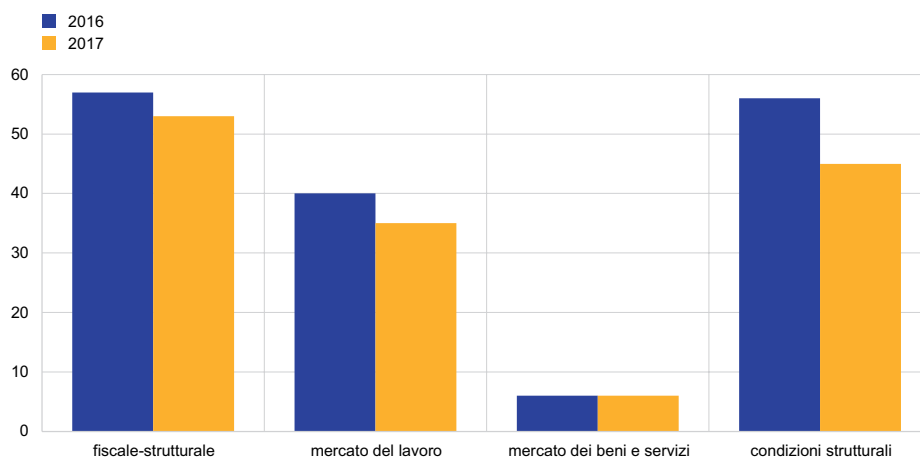
⁴ ibid.

⁵ Cfr. il grafico 6 nell'articolo intitolato *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

assicurare che le raccomandazioni rivolte agli Stati membri prestino maggiore attenzione alle riforme dei mercati di beni e servizi.

Grafico B

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2016 e del 2017 per ambito di riforma nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE con l'applicazione della scomposizione delle raccomandazioni adottata nei rapporti della Commissione europea sui singoli paesi.

Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche per paese del 2016 e del 2017 disaggregate per ambito di riforma generale. "Fiscale-strutturale" include amministrazioni pubbliche, spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e fiscalità; "mercato del lavoro" comprende le politiche salariali, le politiche a tutela dell'occupazione, l'istruzione e le politiche attive del mercato del lavoro; in "mercato dei beni e servizi" sono incluse le normative settoriali specifiche; "condizioni strutturali" riguarda il contesto regolamentare, gli appalti pubblici, il sistema giudiziario, la normativa di riferimento in materia di insolvenza, le politiche abitative e la regolamentazione del settore finanziario. Le raccomandazioni specifiche per paese connesse al Patto di stabilità e crescita non sono riportate.

Resta essenziale monitorare costantemente altre aree di riforma che, pur non essendo più oggetto delle raccomandazioni specifiche per paese, rimangono critiche per la dinamica complessiva dell'attività economica negli Stati membri.

Negli ultimi tre anni la Commissione ha escluso dalle raccomandazioni alcuni ambiti strategici coperti da altri canali di monitoraggio⁶ e che includono il settore energetico (affrontato nel contesto dell'Unione dell'energia) e i meccanismi di controllo e applicazione connessi al mercato unico. Resta tuttavia essenziale che gli andamenti e le politiche in questi ambiti siano monitorati nel contesto del Semestre europeo, per assicurare che tutte le principali politiche economiche attuate dagli Stati membri siano valutate in maniera olistica.

⁶ Cfr. la comunicazione della Commissione intitolata *Semestre europeo 2016: raccomandazioni specifiche per paese* pubblicata il 13 maggio 2015.

Articolo

1 La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

In periodi di tensione per le finanze pubbliche e di moderata crescita economica strutturale, eredità della recente crisi, è essenziale adottare politiche di bilancio il più possibile favorevoli alla crescita. Un elemento chiave nell'attuale dibattito politico riguarda la composizione dei conti pubblici, vale a dire la scelta degli strumenti di bilancio da utilizzare dal lato delle spese e delle entrate. Questo articolo analizza i cambiamenti nella composizione delle finanze pubbliche che si sono verificati fin dagli anni precedenti la crisi e ne valuta gli effetti sulla crescita. L'articolo evidenzia come finanze pubbliche vulnerabili abbiano indotto i governi ad adottare misure di consolidamento che hanno ripercussioni negative sulla crescita nel lungo termine. L'articolo suggerisce inoltre di riallocare i fondi pubblici da voci di spesa meno produttive verso istruzione e infrastrutture, spostando, nel contempo, l'onere fiscale da imposte distorsive, in particolare quelle sui redditi da lavoro, verso altre meno distorsive come le imposte sui consumi e sulla proprietà immobiliare.

1 Introduzione

L'attuale panorama, caratterizzato da una modesta crescita strutturale ed elevati livelli di disoccupazione e di debito pubblico, ha posto al centro dell'attenzione la composizione delle spese e delle entrate di bilancio. A seguito della recente crisi economica e finanziaria, l'area dell'euro ha registrato un lungo periodo in cui la crescita si è mantenuta relativamente modesta e i livelli di disoccupazione alti. Al tempo stesso, la gestione delle finanze pubbliche è limitata da elevati livelli di debito. Nonostante sia in calo, il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro si colloca al 90 per cento del PIL, il che limita lo spazio per politiche espansive. Pertanto, la sfida riguarda come promuovere la crescita potenziale senza compromettere la sostenibilità dei conti pubblici. Di conseguenza, le evidenze empiriche della rilevanza della composizione dei bilanci per la crescita economica a lungo termine sono di particolare interesse in periodi di necessario ridimensionamento dei conti pubblici. Spostare le spese verso categorie più favorevoli alla crescita, o l'onere fiscale verso imposte meno distorsive, può generare effetti positivi sulla crescita del prodotto senza gravare sui bilanci pubblici.

Questo articolo valuta in che misura, a partire dagli anni prima della crisi, la composizione dei bilanci delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sia stata favorevole alla crescita. Secondo standard internazionali, le dimensioni del settore delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro sono ampie e sono aumentate ancora di più durante la crisi finanziaria e il successivo periodo di consolidamento dei conti pubblici. In media, le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro spendono quasi il 48 per cento del PIL. Nella sua analisi, l'articolo si concentra sulle evoluzioni nella composizione dei bilanci durante la fase di espansione che ha preceduto la crisi finanziaria e il successivo periodo di consolidamento dei conti pubblici. Un'analisi retrospettiva aiuta a identificare i

cambiamenti nell'orientamento dei bilanci a favore della crescita e in particolare a valutare se le recenti misure di consolidamento abbiano limitato le prospettive di crescita affidandosi in misura eccessiva a tagli di spese che avrebbero stimolato la crescita o aumenti di imposte particolarmente distorsive.

L'analisi suggerisce che c'è spazio per riforme che migliorino la composizione delle finanze pubbliche a favore della crescita. Si tratta di riforme che modificano la composizione dei bilanci, migliorando il PIL pro capite nazionale nel lungo periodo, ma non hanno ripercussioni sulle finanze pubbliche nel breve periodo. Possono consistere in riallocazioni di spesa da categorie meno favorevoli alla crescita verso categorie che lo sono di più, spostamenti da imposte distorsive a imposte che lo sono meno, o contemporanee variazioni nell'incidenza delle spese e delle entrate. Ripetuti sono stati i richiami della Commissione europea, dell'Eurogruppo, della BCE¹, dell'FMI e dell'OCSE affinché le politiche di bilancio siano più favorevoli alla crescita.

La composizione dei bilanci pubblici è anche un elemento importante all'interno del più ampio dibattito sulla qualità delle finanze pubbliche², che si articola su più livelli: la dimensione del settore delle amministrazioni pubbliche, il livello e la sostenibilità delle posizioni di bilancio, la composizione e l'efficienza della spesa, la struttura e l'efficienza delle entrate e dell'amministrazione del bilancio.

L'articolo è strutturato come segue: nella sezione 2 si mette a confronto l'orientamento alla crescita di diverse categorie di spesa ed entrata, sulla base della letteratura empirica disponibile; nella sezione 3 si analizzano la composizione della spesa in base alla funzione e l'evoluzione delle strutture impositive per tipologia di base imponibile a partire dagli anni prima della crisi; nella sezione 4 sono esposte le conclusioni.

2 L'orientamento favorevole alla crescita della composizione delle finanze pubbliche: un'analisi della letteratura

La letteratura empirica fornisce evidenza del fatto che alcune categorie di spesa e di entrata sono più importanti di altre al fine di sostenere la crescita nel lungo termine. Dall'analisi della letteratura, è possibile individuare alcuni andamenti di fondo nell'adeguatezza dei diversi strumenti di bilancio, in termini di impatto di lungo termine sulla crescita³.

¹ Cfr., per esempio, la [Dichiarazione introduttiva del Presidente della BCE a seguito della riunione del Consiglio di marzo 2017](#), in cui si afferma: "Per quanto concerne le politiche di bilancio, tutti i paesi dovrebbero intensificare gli sforzi tesi a conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita."

² La Commissione europea definisce la qualità delle finanze pubbliche "un concetto ampio con molte sfaccettature" che riguardano "il livello e la composizione della spesa pubblica e il suo finanziamento tramite entrate e disavanzi" (cfr. *"The Quality of Public Finances"* in *Findings of the Economic Policy Committee Working Group*, Commissione europea, Bruxelles, marzo 2008).

³ Cfr., per esempio, Fournier, J.-M. e Johansson, A., "The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1344, OCSE, 2016.

Le spese per l'istruzione e la sanità sono importanti per le prospettive di crescita a lungo termine, poiché innalzano il livello del capitale umano, mentre la spesa per le infrastrutture innalza il livello di quello fisico. La letteratura recente, in generale, ravvisa solide relazioni empiriche fra alcune categorie di spesa e la crescita economica, come mostra la rassegna della letteratura condotta nell'articolo in nota⁴. Nello specifico, l'autore trova robusti effetti positivi di lungo periodo per le categorie di spesa produttive, quali l'istruzione e molteplici tipologie di investimento. Ad esempio, una di queste analisi empiriche⁵ si concentra sugli effetti di lungo termine prodotti dai cambiamenti nella ripartizione delle diverse categorie di spesa sui tassi di crescita del PIL pro capite in un campione di paesi OCSE e riscontra un significativo effetto positivo nel caso di spese per l'istruzione, così come in quelle per i trasporti e le comunicazioni. Inoltre, lo studio rileva evidenze a sostegno degli effetti positivi prodotti dalle spese per l'edilizia abitativa e la sanità ed effetti negativi legati alle spese per la previdenza sociale. I principali risultati dello studio sono in linea con quelli di precedenti ricerche⁶ che mostrano come spostare la spesa verso l'istruzione produca effetti robusti sulla crescita.

Le evidenze empiriche relative all'impatto degli investimenti pubblici fisici sulla crescita strutturale sono contrastanti. Le stime prodotte dagli studi empirici tendono a rintracciare una relazione positiva fra investimenti pubblici e crescita, ma i risultati sono eterogenei. Una meta-analisi⁷ mostra come, in molti studi empirici, sia stato riscontrato un effetto positivo della quota di investimenti produttivi delle amministrazioni pubbliche sulla crescita economica. Tuttavia, le differenze fra le diverse stime sono ampie e alcuni studi trovano persino una relazione negativa fra investimenti pubblici e crescita. Questi risultati contrastanti possono essere riconciliati se si distingue l'investimento pubblico produttivo da quello non produttivo. Gli investimenti delle amministrazioni pubbliche possono portare alla crescita economica, soprattutto se generano capitale pubblico che integri quello privato o che sarebbe altrimenti sottodimensionato in una economia. Tuttavia, l'effetto diventa negativo in caso di spiazzamento dell'investimento privato. L'effetto positivo è particolarmente pronunciato per gli investimenti in infrastrutture, quali i trasporti e le comunicazioni, o nell'istruzione.

Alcuni studi rilevano una correlazione negativa fra la spesa sociale e la crescita economica⁸, ma in generale i risultati al riguardo non sono molto robusti. L'effetto distorsivo della spesa sociale sull'attività del mercato del lavoro potrebbe essere una spiegazione. L'entità di questi effetti dipende non solo dagli

⁴ Johansson, A., "Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence, *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1346, OCSE, 2016.

⁵ Cfr. Gemmill, N., Kneller, R. e Sanz, I., "Does the Composition of Government Expenditure Matter for Long-Run GDP Levels?", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 78, n. 4, 2016, pagg. 522-547.

⁶ Cfr., per esempio, Acosta-Ormaechea, S. and Morozumi, J., "Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure?", *IMF Working Papers*, n. 13/162 del 2013.

⁷ Bom, P.R.D. e Ligthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n. 5, 2014, pagg. 889-916.

⁸ Cfr., per esempio, Afonso, A. e Alegre, J., "Economic growth and budgetary components: A panel assessment for the European Union", *Empirical Economics*, vol. 41, n. 3, 2011, pagg. 703-723.

importi spesi, ma anche, in larga parte, dalla struttura dei programmi sociali⁹. Se si concentrano i trasferimenti verso coloro che ne hanno necessità e si evitano incentivi negativi per la partecipazione al mercato del lavoro, si possono ridurre i costi per il bilancio, contenendo al tempo stesso i possibili effetti negativi sulla crescita di tali politiche.

Dal lato delle entrate, le imposte sul reddito sono ritenute più dannose per la crescita rispetto alle imposte su consumi e proprietà. Secondo la letteratura, le imposte sul reddito da lavoro sono particolarmente dannose per la crescita, poiché alterano le decisioni in merito all'offerta di lavoro degli individui e gli incentivi alle imprese affinché assumano personale. Le imposte sul reddito delle imprese tendono a ridurre gli incentivi a investire e possono portare a deflussi di capitale. Di contro, le imposte sui consumi sono considerate, in termini relativi, meno distorsive poiché non incidono sulle decisioni intertemporali di consumo (ad esempio, i consumi attuali e i consumi futuri sono tassati alla stessa maniera). Infine, si presume che le imposte sui beni immobili, quali le imposte sulla proprietà, abbiano effetti meno distorsivi¹⁰. Analisi empiriche recenti¹¹ hanno riscontrato che gli aumenti delle imposte sul reddito delle persone fisiche e sui profitti delle imprese hanno un effetto negativo sulla crescita a lungo termine, mentre l'aumento delle aliquote fiscali sui consumi non incide significativamente sul tasso di crescita.

È probabile che la progressività delle imposte sui redditi da lavoro abbia un effetto ambiguo sulla crescita a lungo termine. Nelle fasce più alte della distribuzione del reddito, elevate aliquote marginali effettive riducono gli incentivi a svolgere attività maggiormente produttive (e quindi maggiormente remunerate). All'estremo inferiore della distribuzione del reddito, aliquote alte potrebbero scoraggiare i lavoratori poco qualificati e i percettori del secondo reddito familiare dal partecipare al mercato del lavoro. Si presume che tali gruppi siano particolarmente sensibili ai tagli alle aliquote delle imposte sul reddito da lavoro. Alcuni recenti studi empirici confermano questa ipotesi, mostrando che le riforme dell'imposizione fiscale sul reddito da lavoro che riducono gli oneri per le fasce di reddito basse hanno un effetto particolarmente positivo sull'occupazione e, in ultima istanza, sulla crescita economica¹².

⁹ Al tempo stesso, le spese per la protezione sociale sono la componente più rilevante per la distribuzione del reddito e la tutela dei livelli di sussistenza degli individui più vulnerabili della società.

¹⁰ Le imposte sulla proprietà sono considerate fra le tipologie di imposte più favorevoli alla crescita, si veda l'articolo di Roeger, W. e in't Veld, J., "Fiscal stimulus and exit strategies in the EU: A model-based analysis", *European Economy – Economic Papers*, n. 426, 2010. Nel loro modello, un'imposta sulle abitazioni viene introdotta in modo tale che un suo aumento influisca in modo negativo sugli investimenti in edilizia abitativa. Tuttavia, non altera in modo diretto l'apporto di fattori produttivi e le decisioni di consumo delle famiglie. Inoltre, porta a un maggiore stock di capitale produttivo e a un aumento della produzione poiché, in termini relativi, rende gli investimenti nel capitale produttivo più appetibili degli investimenti nell'edilizia residenziale.

¹¹ Gemmell, N., Kneller, R. e Sanz, I., "The Timing and Persistence of Fiscal Policy Impacts on Growth: Evidence from OECD Countries", *Economic Journal*, vol. 121, n. 550, 2011, pagg. 33-58; Arnold, J., Brys, B., Heady, C., Johansson, A., Schwellnuss, C. e Vartia, L., "Tax policy for economic recovery and growth", *Economic Journal*, vol. 121, n. 550, 2011, pagg. 59-80.

¹² Cfr., ad esempio, Zidar, O.M., "Tax Cuts For Whom? Heterogeneous Effects of Income Tax Changes on Growth and Employment", *NBER Working Papers*, n. 21035, 2015 e Lehmann, E., Lucifora, C., Moriconi, S. e Van der Linden, B., "Beyond the labour income tax wedge: the unemployment-reducing effect of tax progressivity", *International Tax and Public Finance*, vol. 23, n. 3, 2016, pagg. 454-489.

3 Evoluzione nella composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

Questa sezione è strutturata come segue: la sezione 3.1 pone le premesse generali, fornendo una rassegna dei saldi di bilancio primari, delle entrate e delle uscite corretti per gli effetti del ciclo durante il periodo esaminato. La composizione disaggregata dei vari strumenti di spesa e di entrata che sottendono ai cambiamenti complessivi è particolarmente importante nel valutare quanto i cambiamenti siano favorevoli alla crescita. Pertanto, le sezioni 3.2 e 3.3 esaminano gli andamenti in varie categorie, rispettivamente, di spese e di entrate¹³.

3.1 Tendenze complessive

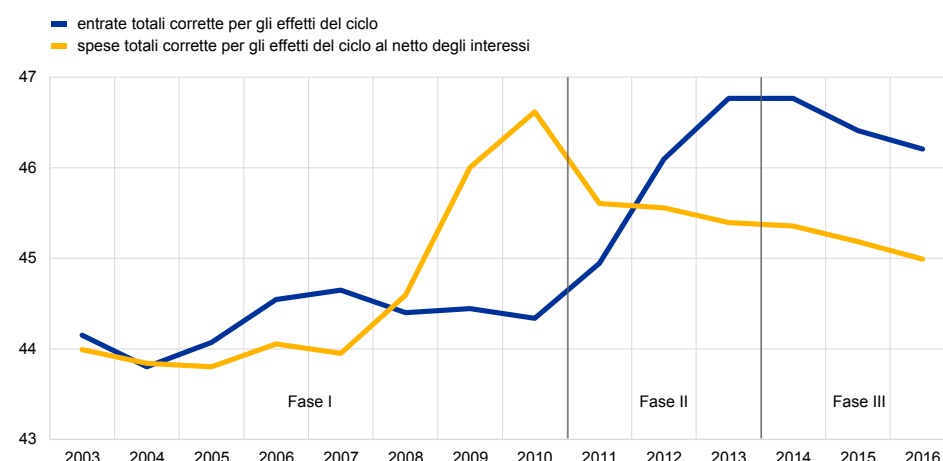
A partire dagli anni precedenti la crisi, i rapporti spesa/PIL ed entrate/PIL hanno evidenziato una certa volatilità, ma sono cresciuti nel complesso. Il

grafico 1 illustra le tendenze dei rapporti spesa primaria/PIL ed entrate/PIL corretti per gli effetti del ciclo a livello dell'area dell'euro nel periodo 2003-2016. L'incidenza della spesa è aumentata sensibilmente con l'avvio della crisi finanziaria nel 2008, quando molti paesi hanno reagito con politiche di bilancio espansive. Dopo il culmine della crisi finanziaria, l'incidenza della spesa ha registrato un calo, rimanendo tuttavia al di sopra del livello pre-crisi. Per contro, quella delle entrate è rimasta relativamente costante fino al 2010, ma è aumentata notevolmente negli anni successivi, riflettendo le politiche di consolidamento dei conti pubblici dal lato delle entrate attuate dai paesi dell'area dell'euro a fronte di disavanzi e livelli di debito crescenti.

Grafico 1

Rapporti spesa primaria/PIL ed entrate/PIL corretti per gli effetti del ciclo dell'area dell'euro nel suo complesso

(percentuale del PIL potenziale a prezzi correnti)



Fonti: previsioni della primavera 2017 della Commissione europea (banca dati AMECO) e banca dati Eurostat.

¹³ I dati sono disponibili solo fino al 2015.

Il periodo 2003-2016 può essere suddiviso più nel dettaglio in tre distinti sotto-periodi per quanto concerne la composizione di bilancio. Come illustrato nel grafico 2, questi andamenti possono essere riassunti nel modo seguente:

- *il primo periodo copre gli anni precedenti la crisi finanziaria e include la sua fase iniziale (2003-2010).* Dopo il triennio 2003-2005, che può essere definito come “normale” ed è stato caratterizzato da output gap in media pressoché nulli per l’area dell’euro nel suo insieme, si sono registrati output gap significativamente positivi nel periodo 2006-2008, a cui ha fatto seguito la crisi finanziaria. Nell’area dell’euro, il rapporto fra entrate e PIL corretto per gli effetti del ciclo è rimasto stabile nel periodo 2003-2010, a indicazione del fatto che nel complesso i governi non si sono impegnati attivamente nell’attuazione di cambiamenti discrezionali. Il brusco calo del PIL nel 2008-2009 è stato accompagnato da uno stimolo fiscale temporaneo, che si riflette nel deterioramento dei saldi primari corretti per gli effetti del ciclo. I governi hanno reagito in larga misura con aumenti della spesa dettati dalle condizioni di emergenza. Nel 2010, l’area dell’euro nel suo insieme ha registrato il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo più negativo dell’intero periodo 2003-2016.
- *Il secondo periodo è stato caratterizzato da forti sforzi di consolidamento nella maggior parte dei paesi dell’area al fine di invertire il marcato deterioramento delle finanze pubbliche (2011-2013)¹⁴.* Di conseguenza, il 2013 è stato l’ultimo anno in cui l’area dell’euro nel suo complesso ha registrato un significativo miglioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo.
- *Sebbene in alcuni paesi il consolidamento sia proseguito oltre il 2013, in particolare in quelli con le più forti esigenze di aggiustamento, il periodo successivo può essere considerato come la fase di convergenza verso la nuova “norma” (2014-2016).* Gli output gap, pur rimanendo negativi, tendevano a ridursi, secondo le stime della Commissione europea¹⁵. Per l’area dell’euro nel suo insieme, gli sforzi di consolidamento hanno subito una battuta d’arresto nel periodo considerato.

Alla vigilia della crisi, la maggior parte dei paesi dell’area dell’euro non ha sfruttato al meglio le condizioni economiche favorevoli per costituire sufficienti margini di bilancio. Alla fine del 2007, il dato complessivo per l’area dell’euro relativo al saldo corretto per gli effetti del ciclo ha registrato un significativo disavanzo, portandosi a -2,2 per cento del PIL, nonostante il livello del prodotto nell’area fosse considerevolmente al di sopra del suo potenziale.

La crisi finanziaria e l’orientamento espansivo delle politiche di bilancio incentrate prevalentemente sulla spesa, nel biennio 2008-2009, hanno comportato un forte deterioramento delle posizioni di bilancio nella maggior

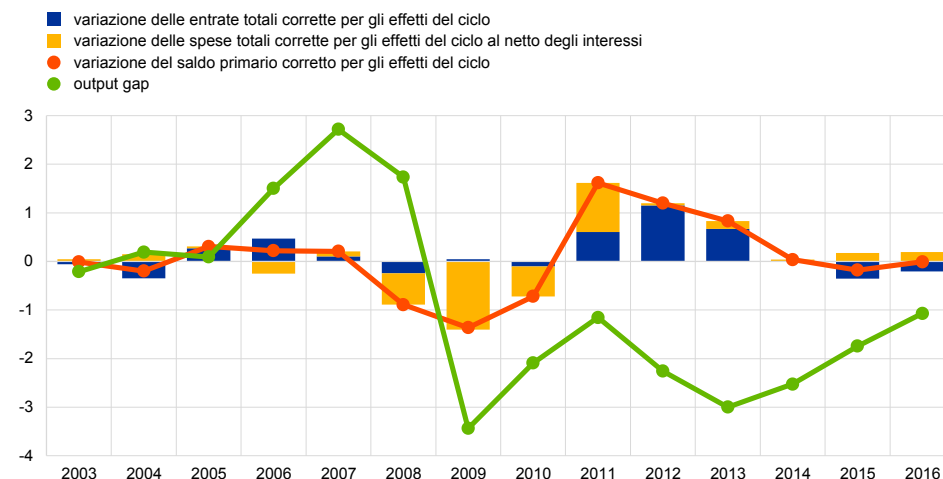
¹⁴ Nei grafici che illustrano l’area dell’euro nel suo insieme, il periodo di consolidamento va dalla fine del 2010 (anno in cui è stato registrato il più alto disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo) alla fine del 2013. Nei grafici che descrivono gli andamenti nei diversi paesi dell’area dell’euro, l’anno di inizio del periodo di consolidamento varia per tenere conto del fatto che i diversi paesi hanno avviato il consolidamento in anni differenti (negli Stati baltici, ad esempio, esso è partito già dal 2009).

¹⁵ Previsioni della primavera 2017 della Commissione europea.

Grafico 2

Output gap e variazioni del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo nell'area dell'euro nel suo insieme

(percentuale del PIL potenziale)



Fonti: previsioni della primavera 2017 della Commissione europea (banca dati AMECO) e banca dati Eurostat.
Note: l'output gap rappresenta il divario tra il prodotto interno lordo effettivo e quello potenziale ai livelli di riferimento del 2010 (espresso come percentuale del prodotto interno lordo potenziale a prezzi costanti).
Una variazione negativa (positiva) del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo indica un'intensificazione (riduzione) degli squilibri di bilancio. Il segno delle spese è stato invertito, in modo tale che una variazione negativa (positiva) del rapporto spesa primaria/PIL corretto per gli effetti del ciclo indichi un aumento (riduzione).

parte dei paesi dell'area dell'euro e l'esigenza di un ampio aggiustamento negli anni successivi. Nell'area dell'euro, il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, come misura dell'orientamento delle politiche di bilancio, è peggiorato di 3 punti percentuali del PIL potenziale nel periodo 2008-2010. La quota più consistente di tale deterioramento è da attribuirsi ad aumenti delle spese primarie corrette per gli effetti del ciclo, che hanno registrato un incremento di circa 2,7 punti percentuali del PIL potenziale, come mostrato nei grafici 1 e 2.

Nella maggior parte dei paesi, nel 2011 è stato avviato un processo di consolidamento basato prevalentemente sulle entrate che è proseguito fino al 2013. Tuttavia, nonostante le dimensioni già considerevoli del settore delle amministrazioni pubbliche in molti paesi dell'area dell'euro e sebbene gli andamenti nel triennio 2008-2010 abbiano giustificato maggiormente un consolidamento basato sulla spesa, gli incrementi delle entrate sono stati nettamente superiori ai tagli alle spese. Più precisamente, circa due terzi dei 3,6 punti percentuali di consolidamento del PIL potenziale nel periodo 2011-2013 sono stati basati sulle entrate.

L'orientamento delle politiche di bilancio è stato sostanzialmente neutrale a partire dal 2014, poiché la maggior parte dei paesi ha interrotto l'implementazione di ulteriori misure di consolidamento. Ciò implica altresì che il rapporto spesa/PIL e, in misura maggiore, il rapporto entrate/PIL si siano mantenuti su un livello più alto rispetto al periodo precedente all'inizio del ciclo di espansione e rallentamento, come mostrato nel grafico 1. In alcuni paesi, in particolare in quelli sottoposti a programmi di aggiustamento economico, il consolidamento è proseguito oltre il 2013.

3.2 Spesa delle amministrazioni pubbliche

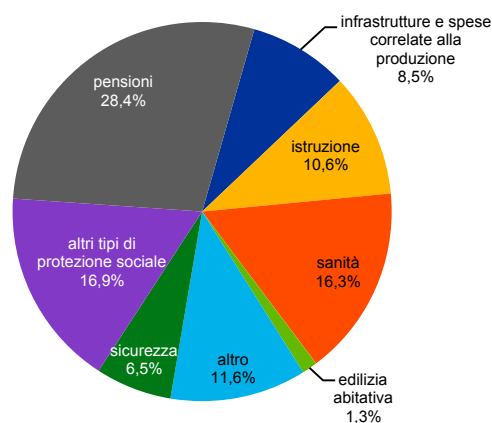
Nel 2015, le spese per l'istruzione e le infrastrutture di trasporto, generalmente considerate le più favorevoli alla crescita, hanno rappresentato circa un quinto della spesa primaria totale delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro.

Inoltre, la spesa sanitaria, anch'essa considerata portatrice di effetti benefici sulla crescita, ha contribuito per quasi un quinto. Tuttavia, la spesa per la protezione sociale rappresenta oltre due quinti della spesa primaria totale ed è la componente di bilancio di gran lunga preponderante. Le pensioni costituiscono circa il 60 per cento della spesa in questa categoria.

Grafico 3

Quota della composizione funzionale della spesa primaria delle amministrazioni pubbliche (esclusi i contributi al bilancio dell'UE) nell'area dell'euro nel 2015

(percentuale della spesa primaria totale delle amministrazioni pubbliche)



Fonte: banca dati Eurostat.

Nota: la categoria "infrastrutture e spese correlate alla produzione" esclude i trasferimenti in conto capitale per la ricapitalizzazione del sistema finanziario.

Riquadro 1

Categorizzazione di spese ed entrate

Questo riquadro spiega il criterio all'origine della categorizzazione delle varie voci di spesa ed entrata utilizzate nell'analisi. Il principio generale consiste nel definire le categorie sulla base di motivazioni economiche piuttosto che su definizioni puramente statistiche.

Dal lato delle **spese**, l'analisi si differenzia in otto categorie: 1) infrastrutture e spese correlate alla produzione, 2) istruzione, 3) sanità, 4) edilizia abitativa, 5) sicurezza, 6) pensioni, 7) altri tipi di protezione sociale e 8) altro. Pur ricalcando da vicino la classificazione COFOG¹⁶ (Classification of the Functions of Government) delle funzioni di governo, le categorie sono state rimanipolate e raggruppate diversamente per meglio adattarsi agli scopi dell'analisi. Le principali modifiche apportate sono le seguenti:

¹⁶ Cfr. l'articolo *Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea* nel numero di aprile 2009 del Bollettino mensile della BCE, pagg. 99-107.

- La categoria di spesa **“infrastrutture e spese correlate alla produzione”** corrisponde alla categoria COFOG “affari economici”. La voce preponderante di questa categoria è rappresentata dalla spesa delle amministrazioni pubbliche correlata alle infrastrutture, in particolare ai trasporti ma anche al settore energetico. La categoria COFOG comprende anche la componente dei trasferimenti in conto capitale, una cui porzione significativa è destinata alla ricapitalizzazione del settore finanziario. Dal momento che tali costi non sono considerati come duraturi, la categoria dei trasferimenti in conto capitale è esclusa.
- La categoria “protezione sociale” è stata scomposta nelle due sottocategorie **“pensioni”** e **“altri tipi di protezione sociale”**. La motivazione alla base della scomposizione è che la spesa per le pensioni, ovvero i costi associati alle pensioni di vecchiaia e a favore dei superstiti, è determinata principalmente da impegni di governo precedenti. Un elemento importante della categoria “altri tipi di protezione sociale” è rappresentato dai sussidi per disoccupazione, corretti per gli effetti del ciclo ai fini di questa analisi.
- La voce **“sicurezza”** comprende le categorie COFOG “difesa” e “ordine pubblico e sicurezza”.
- La categoria **“altro”** raggruppa le relativamente esigue categorie COFOG “protezione dell’ambiente”, “attività ricreative, culturali e di culto” e “servizi pubblici generali”. Quest’ultima esclude le spese correlate al pagamento di interessi e i contributi al bilancio dell’UE, che vengono considerati non discrezionali.

I dati basati sulle funzioni di governo consentono l’identificazione degli andamenti rilevanti nelle specifiche categorie di spesa. Al contrario, i dati sulla spesa delle amministrazioni pubbliche tradizionalmente rilevati dai conti nazionali (statistiche di finanza pubblica) non consentono tale analisi in quanto operano una classificazione delle spese attraverso la differenziazione tra spesa corrente (redditi da lavoro dipendente e consumi intermedi) e spesa in conto capitale (investimenti). Come mostrato nella sezione 2, la spesa per l’istruzione è considerata particolarmente favorevole alla crescita. Tuttavia, nei conti nazionali, essa viene suddivisa tra spesa corrente (ad esempio, salari per insegnanti e professori) e spesa in conto capitale (ad esempio, investimenti negli edifici). Allo stesso tempo, gli esborsi registrati come spesa per investimenti possono produrre effetti di crescita a lungo termine molto limitati, come nel caso dell’acquisto di attrezzature militari.

Dal lato delle **entrate**, l’analisi si concentra su quattro categorie principali, a seconda del tipo di base imponibile: redditi da lavoro, capitale (tassazione delle imprese), consumi e proprietà. La categoria delle imposte sui redditi da lavoro è rappresentata principalmente da imposte sulla spesa per retribuzioni nonché da imposte sui salari e contributi previdenziali, versate da datori di lavoro e lavoratori¹⁷. La tassazione delle imprese comprende le imposte sui redditi o sugli utili delle società. Le imposte sui consumi sono costituite da IVA e accise, nonché da altre imposte minori versate dalle famiglie. Le imposte sulla proprietà, infine, sono il risultato della somma degli oneri fiscali sostenuti dalle famiglie relativi a proprietà e ricchezza, quali le imposte sul capitale e quelle sui terreni e altre attività. Poiché l’analisi è limitata al gettito fiscale, sono escluse altre fonti di entrata in conto capitale (ossia straordinarie) quali gli introiti da privatizzazioni o quelli derivanti dalla ricapitalizzazione del settore finanziario.

¹⁷ Questa differenziazione dei gettiti fiscali segue l’approccio adottato dalla Commissione europea nella pubblicazione “Taxation Trends in the European Union: Data for the EU Member States, Iceland and Norway” (edizione del 2016).

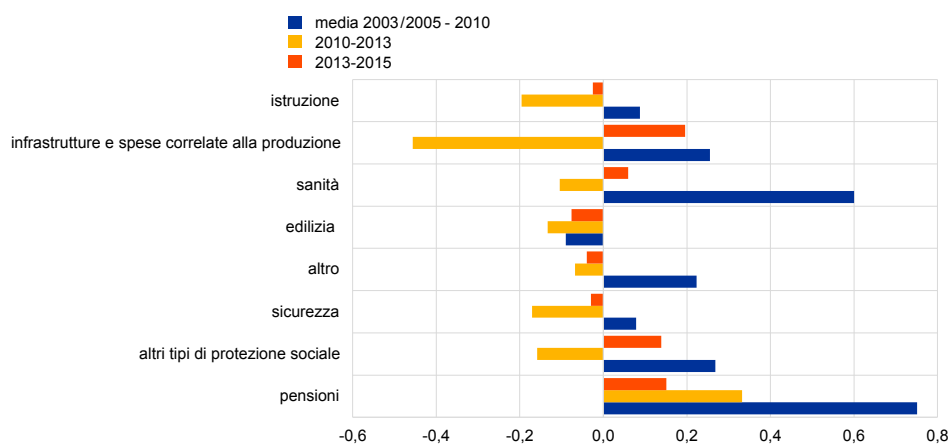
Gli andamenti nelle categorie di spesa evidenziano un brusco cambiamento durante il periodo in rassegna.

Prima dell'avvio del consolidamento, sono stati registrati aumenti della spesa delle amministrazioni pubbliche in quasi tutte le categorie, con incrementi più accentuati nella spesa destinata a pensioni e sanità, come illustrato nel grafico 4 (istogrammi blu). Tali incrementi potrebbero non essere puramente discrezionali, tenendo conto dell'invecchiamento della popolazione. Si sono verificati notevoli aumenti anche nella categoria "infrastrutture e spese correlate alla produzione", particolarmente favorevole alla crescita. Durante il periodo di consolidamento (istogrammi gialli) si sono riscontrati cali in tutte le categorie, ad eccezione della spesa per le pensioni. Il consolidamento ha fatto ampio ricorso ai tagli alle spese destinate all'istruzione e alle infrastrutture. Nel caso di queste ultime, tuttavia, il rapporto tra la spesa e il PIL potenziale è rimasto costante per tutto il periodo 2003-2015, grazie alla compensazione tra i significativi cali riscontrati durante il periodo di consolidamento e gli aumenti registrati nel periodo immediatamente precedente e successivo. Nel caso dell'istruzione, i cali sono proseguiti nel periodo successivo al consolidamento (istogrammi rossi). Per contro, in tale periodo, le spese destinate alla sanità hanno continuato ad aumentare, mentre gli incrementi registrati nelle categorie della sanità e dei trasferimenti sociali diversi dalle pensioni hanno ampiamente invertito la tendenza ai tagli del periodo di consolidamento.

Grafico 4

Variazioni cumulate nella composizione funzionale della spesa primaria delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(percentuale del PIL potenziale)



Fonti: banca dati Eurostat, Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE basate sulle elasticità di bilancio dell'OCSE. Le sottocomponenti COFOG per la Spagna relative al 2015 sono state ottenute da una fonte nazionale.

Note: il grafico si riferisce all'insieme dell'area dell'euro ad eccezione della Lettonia, a causa della mancanza di dati sulle sottocomponenti COFOG per il periodo 2003-2006.

La correzione per il ciclo della spesa correlata alla disoccupazione si basa sull'elasticità OCSE dettagliata in Price, R., Dang, T. e Guillemette, Y., "New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1174, OCSE, Parigi, 2014.

La categoria "infrastrutture e spese correlate alla produzione" esclude i trasferimenti in conto capitale per la ricapitalizzazione del sistema finanziario.

Gli istogrammi blu rappresentano le variazioni occorse negli anni precedenti la crisi finanziaria e nella sua fase iniziale (2003-2010). La media del periodo 2003-2005 è individuata come punto di partenza, poiché tale periodo può essere definito come "normale" ed è stato caratterizzato da output gap in media pressoché nulli per l'area dell'euro nel suo insieme.

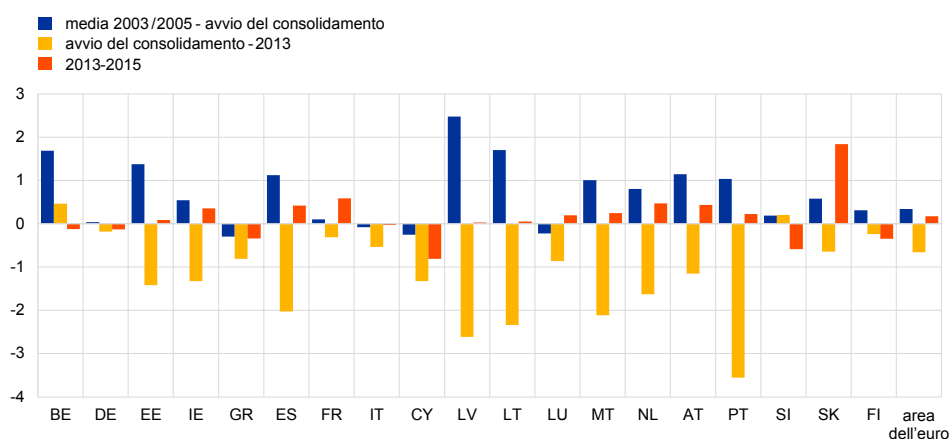
Se si considerano gli andamenti nei singoli paesi, nel periodo precedente al consolidamento sono stati registrati aumenti significativi della spesa in settori particolarmente favorevoli alla crescita (istruzione e infrastrutture)

nella maggior parte dei paesi dell'area. Come illustrato nel grafico 5, Grecia, Lussemburgo, Italia e Cipro sono gli unici paesi ad aver registrato riduzioni nell'aggregato delle spese per l'istruzione e le infrastrutture anche prima della crisi.

Grafico 5

Variazioni cumulate nelle spese per "istruzione" e "infrastrutture e spese correlate alla produzione" dei paesi dell'area dell'euro

(percentuale del PIL potenziale)



Fonti: banca dati Eurostat e Commissione europea (banca dati AMECO). Le sottocomponenti COFOG per la Spagna relative al 2015 sono state ottenute da una fonte nazionale.

Nota: la voce "avvio del consolidamento" è specifica per paese, a indicazione del fatto che diversi paesi hanno avviato il processo in momenti differenti. L'anno iniziale è definito come l'anno in cui è stato registrato il più ampio disavanzo/l'avanzo più esiguo nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. L'avvio del consolidamento è così configurato: fine del 2008 per EE, LV, LT e MT; fine del 2009 per BE, GR, ES e AT; fine del 2010 per DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK e FI; fine del 2011 per CY e SI. L'avvio del consolidamento per l'area dell'euro a 19 paesi coincide con la fine del 2010, anno in cui è stato registrato il più alto disavanzo nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo.

Durante il periodo di consolidamento, le spese per l'istruzione e per gli investimenti nelle infrastrutture hanno subito i tagli più consistenti nella maggior parte dei paesi. Con l'eccezione del Belgio e della Slovenia, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno registrato riduzioni dal lato della spesa, che sono state particolarmente pronunciate nei paesi con le più forti esigenze di aggiustamento. Irlanda, Grecia, Portogallo e Cipro hanno registrato riduzioni fino al 2013, tuttavia per Grecia e Cipro le riduzioni sono proseguite anche oltre il 2013.

In molti paesi si sono verificati aumenti della spesa per le infrastrutture e per l'istruzione nel biennio 2014-2015, invertendo parzialmente le riduzioni occorse nel periodo di consolidamento. Come illustrato nel grafico 5, a partire dal 2013 le spese particolarmente favorevoli alla crescita hanno segnato complessivamente una ripresa, sebbene nel 2015 fossero ancora al di sotto dei livelli osservati nel periodo precedente il consolidamento. Sono stati registrati aumenti in oltre la metà dei paesi dell'area. In Germania, nonostante l'assenza di pressanti esigenze di consolidamento, l'incidenza delle spese destinate all'istruzione e alle infrastrutture sul PIL potenziale ha subito un leggero calo. I rialzi osservati in altri paesi si collocano per lo più nella categoria delle spese destinate alle infrastrutture. Nel caso dell'istruzione, la diminuzione della spesa in percentuale del PIL potenziale è proseguita anche nel biennio 2014-2015 nella maggior parte dei paesi dell'area. Il calo, tuttavia, non si traduce necessariamente in una riduzione della spesa per studente se si tiene conto della diminuzione della quota di popolazione giovane.

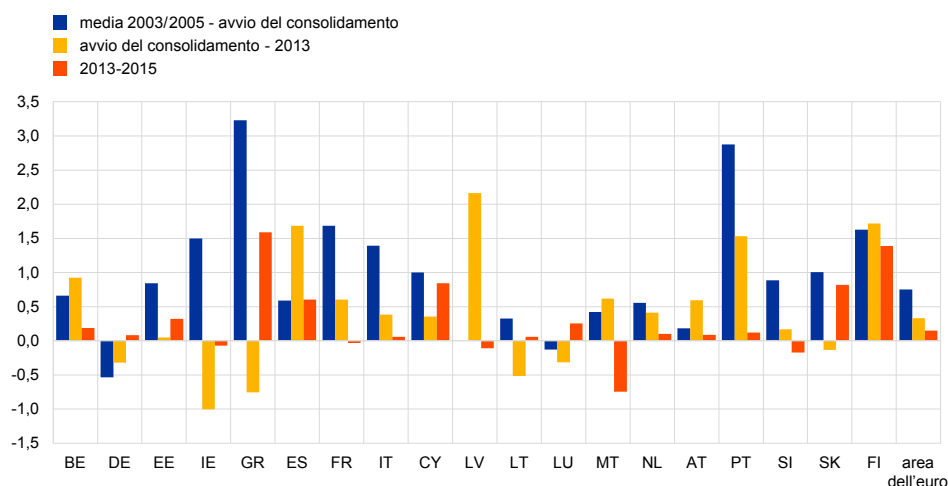
È inoltre rilevante valutare l'efficienza delle politiche di spesa favorevoli alla crescita in termini di risultati. È degno di nota il fatto che alcuni dei paesi che hanno effettuato i più pesanti tagli alle spese per l'istruzione e le infrastrutture dopo la crisi finanziaria sono anche quelli che hanno registrato gli aumenti più consistenti durante il periodo di forte espansione che ha preceduto la crisi. Ne consegue che gli aggiustamenti intervenuti dopo il 2009 hanno rispecchiato, in parte, anche le dinamiche insostenibili instauratesi prima dell'inizio della crisi, caratterizzate da spese poco mirate e scarsamente efficienti.

La spesa per le pensioni è l'unica categoria ad aver registrato aumenti nella maggioranza dei paesi per tutto il periodo tra il 2003 e il 2015, anche durante il periodo di consolidamento. Come illustrato nel grafico 6, gli aumenti sono stati particolarmente consistenti in Grecia e Portogallo prima dell'avvio del consolidamento, mentre Germania e Lussemburgo sono stati gli unici paesi in cui sono state osservate riduzioni. Nel corso degli episodi di consolidamento, gli aumenti sono proseguiti nella maggior parte dei paesi, pur continuando a verificarsi riduzioni significative in alcuni di quelli soggetti a programmi di aggiustamento. Tali riduzioni, tuttavia, sono state meno accentuate degli aumenti osservati negli anni precedenti. Dopo il 2013, la spesa per le pensioni ha continuato a salire nella maggioranza dei paesi dell'area, riflettendo anche l'ulteriore invecchiamento della popolazione. Ciò indica che la pressione esercitata dall'invecchiamento della popolazione continuerà a limitare lo spazio di manovra dei governi negli anni a venire, dal momento che sono previsti ulteriori incrementi nella quota di popolazione anziana.

Grafico 6

Variazioni cumulate della spesa per pensioni di vecchiaia e a favore dei superstiti nei paesi dell'area dell'euro

(percentuale del PIL potenziale)



Fonti: banca dati Eurostat e Commissione europea (banca dati AMECO). Le sottocomponenti COFOG per la Spagna relative al 2015 sono state ottenute da una fonte nazionale.

Note: per la Lettonia non sono disponibili dati COFOG sulle pensioni relativi al periodo 2003-2006. L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce quindi alla composizione dell'area a 18 paesi, da cui rimane esclusa la Lettonia.

La voce "avvio del consolidamento" è specifica per paese, a indicazione del fatto che diversi paesi hanno avviato il processo in momenti differenti. L'anno iniziale è definito come l'anno in cui è stato registrato il più ampio disavanzo/l'avanzo più esiguo nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. L'avvio del consolidamento è così configurato: fine del 2008 per EE, LV, LT e MT; fine del 2009 per BE, GR, ES e AT; fine del 2010 per DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK e FI; fine del 2011 per CY e SI. L'avvio del consolidamento per l'area dell'euro a 18 paesi coincide con la fine del 2010, anno in cui è stato registrato il più alto disavanzo nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo.

Nel complesso, la spesa nelle categorie più favorevoli alla crescita si è ridotta durante gli anni del consolidamento, mentre quella per le pensioni è cresciuta costantemente nell'intero periodo. Il dato è particolarmente rilevante se si considera che, nell'area dell'euro, la spesa per le pensioni ammonta a oltre un quarto della spesa delle amministrazioni pubbliche, mentre le spese nelle categorie dell'istruzione e dei trasporti, favorevoli alla crescita, rappresentano meno di un quinto.

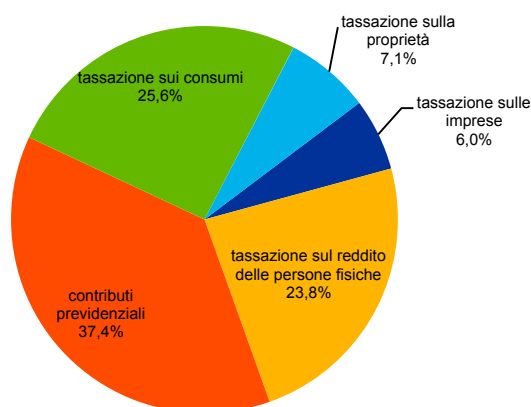
3.3 Entrate delle amministrazioni pubbliche

Gli andamenti dal lato delle entrate possono essere valutati in base a quattro ampie categorie fiscali, cioè la tassazione sulla proprietà, la tassazione sui consumi, la tassazione sul lavoro e la tassazione sulle imprese. Il grafico 7 illustra la ripartizione delle entrate complessive dell'area dell'euro in queste quattro ampie categorie. La tassazione sul lavoro, data dalla somma dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e dei contributi previdenziali, ha rappresentato più del 60 per cento del gettito fiscale, mentre la tassazione sulle imprese solo il 6 per cento. Le categorie della tassazione sulla proprietà e sui consumi che, come dimostrato, sono meno distorsive, ammontavano a quasi un terzo del gettito fiscale.

Grafico 7

Ripartizione nelle varie categorie delle entrate complessive dell'area dell'euro nel 2015

(percentuale del gettito fiscale)



Fonti: banca dati Eurostat, Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE basate sulle elasticità di bilancio dell'OCSE.

Nota: la categoria della tassazione sul lavoro è data dalla somma della tassazione sul reddito delle persone fisiche e dei contributi previdenziali.

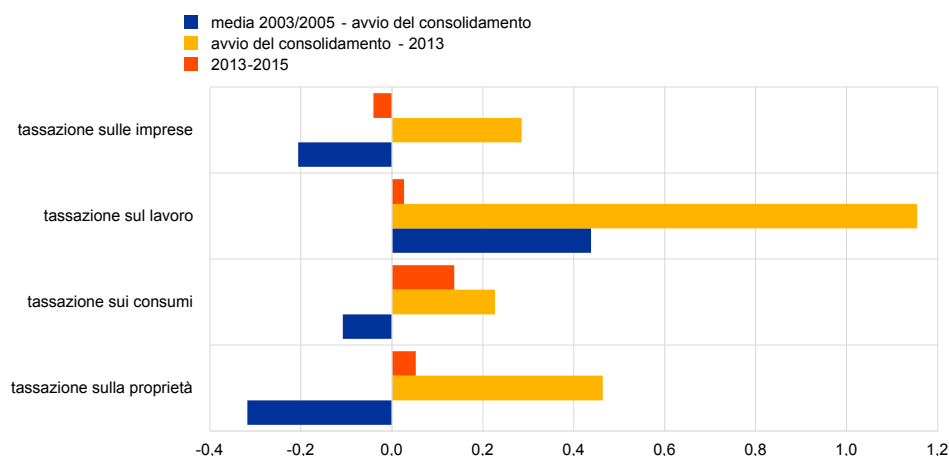
Prima del periodo di consolidamento, gli incrementi della tassazione sul lavoro sono stati compensati da riduzioni nelle altre categorie fiscali. È da notare che, come illustrato dal grafico 8, nel periodo compreso tra il 2003 e il 2010 si è verificata in media una riduzione della tassazione sulle imprese, sui consumi e sulla proprietà. Una eccezione degna di nota è stata la Germania, dove la quota di entrate derivanti dalla tassazione sul lavoro è diminuita in maniera considerevole mentre quella derivante dalla tassazione sui consumi è cresciuta.

Durante il periodo di consolidamento i governi hanno fatto significativamente ricorso a una tassazione più distorsiva, in particolare alla tassazione sul lavoro, per realizzare tale consolidamento. Come mostra il grafico 8, gli incrementi sono stati principalmente concentrati sulla tassazione sul lavoro. Incrementi considerevoli sono stati registrati soprattutto nei paesi in cui le esigenze di consolidamento erano più marcate, come la Grecia, il Portogallo e la Francia. Gli incrementi delle entrate legate alla tassazione sulle imprese osservato durante il periodo di consolidamento ha rappresentato in una certa misura un'inversione di tendenza rispetto al periodo immediatamente precedente, caratterizzato da un minore ricorso a questo tipo di entrate.

Grafico 8

Variazioni nelle categorie di entrate corrette per gli effetti del ciclo per l'aggregato dell'area dell'euro

(percentuale del PIL potenziale)



Fonti: banca dati Eurostat, Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE basate sulle elasticità di bilancio dell'OCSE.

Nota: La correzione per gli effetti del ciclo delle varie categorie di entrate si basa sull'elasticità OCSE dettagliata in Price, R., Dang, T. e Guillemette, Y., "New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1174, OCSE, Parigi, 2014.

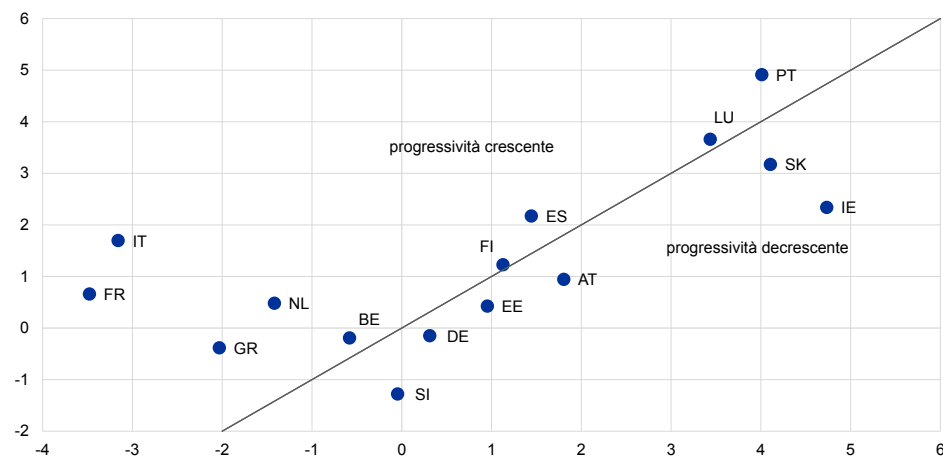
Dal 2013 la ripartizione delle entrate ha registrato una transizione verso categorie di tassazione meno distorsive. Il ricorso alla tassazione sulla proprietà e sui consumi ha continuato ad aumentare, mentre quella sulle imprese ha segnato una lieve diminuzione.

Sia la quota riconducibile alla tassazione sul lavoro, sia il livello di progressività delle imposte sono rilevanti ai fini della crescita. Come mostra il grafico 9, molti paesi dell'area dell'euro hanno fatto ricorso ad aumenti della tassazione sul lavoro quando le necessità di consolidamento si sono fatte particolarmente pressanti. Nel grafico 9 sono riportate le variazioni del cuneo fiscale sul lavoro (cioè del rapporto tra la somma delle imposte sul reddito e dei contributi previdenziali e il corrispondente costo totale del lavoro per il datore di lavoro) per lavoratori senza carichi familiari che percepiscono redditi pari rispettivamente al 67 e al 167 per cento del reddito medio nazionale. Il grafico mostra come la maggior parte dei paesi inclusi nel campione abbia accresciuto il carico fiscale sui percettori di redditi elevati, mentre quattro paesi (soprattutto Francia e Italia) hanno ridotto quello sui percettori di redditi bassi.

Grafico 9

Variazioni del cuneo fiscale medio sul lavoro (dall'avvio del consolidamento al 2015)

(punti percentuali, asse delle ascisse: per un lavoratore senza carichi familiari con reddito pari al 67 per cento del reddito medio; asse delle ordinate: per un lavoratore senza carichi familiari con reddito pari al 167 per cento del reddito medio)



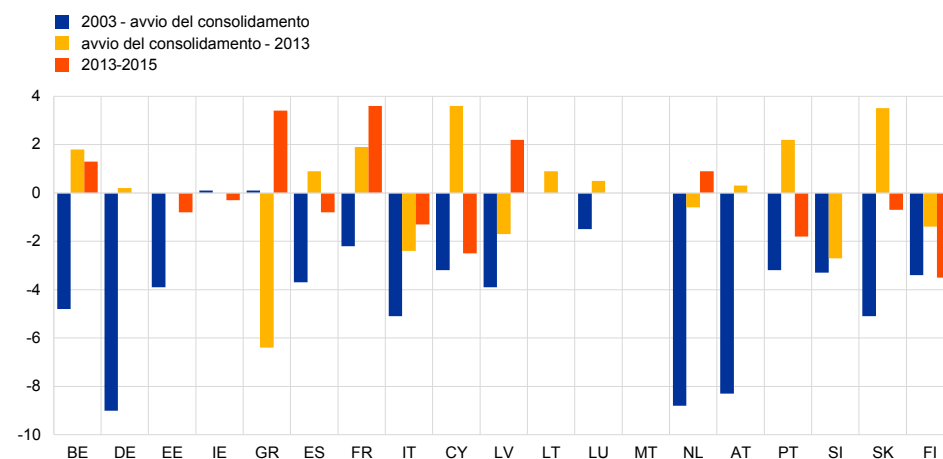
Fonte: *Taxing Wages 2017*, pubblicazione OCSE, Parigi, 2017.
Nota: la linea ha un'inclinazione di 45 gradi.

Le aliquote delle imposte sul reddito delle imprese non sono state aumentate in maniera significativa, né durante il periodo di consolidamento né in quello successivo. Il grafico 10 mostra l'aliquota fiscale media effettiva¹⁸, che rappresenta l'onere fiscale effettivo sugli investimenti redditizi. Esso tiene conto dell'attuale legislazione tributaria di ogni paese, in particolare in materia di aliquote fiscali stabilite dalla legge e di definizione della base imponibile. Nel primo periodo è possibile notare una generale tendenza alla riduzione dell'onere fiscale sulle

Grafico 10

Variazioni nelle aliquote fiscali medie effettive sul reddito delle imprese

(punti percentuali)



Fonti: Spengel, C., Schmidt, F., Heckemeyer, J. H., Nicolay, K., Bartholmeß, A., Bräutigam, R., Braun, J., Dutt, V., Evers, M. T., Harendt, C., Klar, O., Nusser, H., Olbert, M., Pfeiffer, O., Steinbrenner, D., Streif, F. and Todtenhaupt, M., *Effective Tax Levels using the Devereux/Griffith Methodology, Project for the EU Commission TAXUD/2013/CC/120 Final Report*, ZEW, Mannheim, 2016.

¹⁸ Le aliquote fiscali medie effettive sono basate su elaborazioni del Centro per la ricerca economica europea (ZEW), 2016.

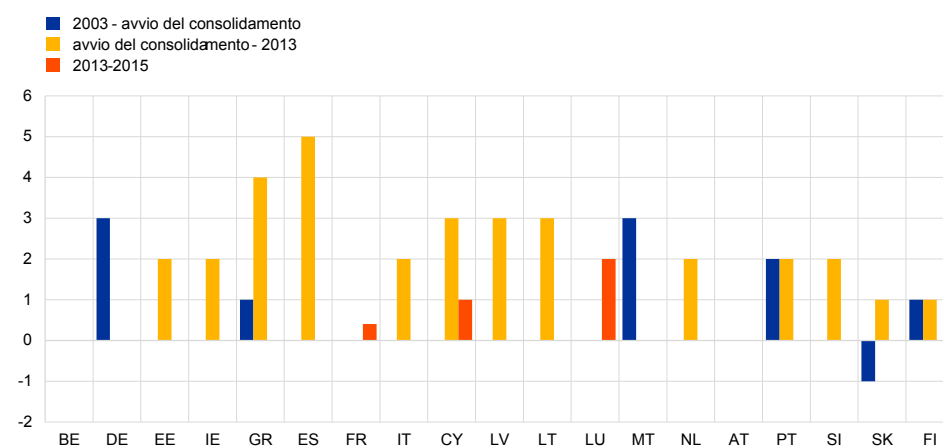
imprese, che potrebbe riflettere anche una crescente concorrenza fiscale. Durante il periodo di consolidamento e dopo il 2015, solo pochi paesi hanno aumentato la tassazione sulle imprese per accrescere il gettito. Nel complesso, nella maggior parte dei paesi l'onere fiscale effettivo sulle imprese è attualmente inferiore a quello registrato nel periodo precedente all'espansione.

Per quanto riguarda le imposte sui consumi, si può notare una tendenza all'aumento delle aliquote IVA. Il grafico 11 riporta le variazioni delle aliquote standard dell'IVA, che forniscono una buona misura del carico fiscale sui consumi dal momento che l'IVA è la principale fonte di entrate derivanti dalla tassazione indiretta. Quasi tutti i paesi hanno aumentato il carico fiscale sui consumi. Gli incrementi delle aliquote sono stati particolarmente cospicui nel periodo del consolidamento (soprattutto in paesi soggetti a programmi di aggiustamento), ma alcuni paesi hanno aumentato le aliquote IVA anche dopo l'aggiustamento. Inoltre, in molti paesi dell'area dell'euro gli incrementi delle imposte sui consumi si sono tradotti in un ampliamento delle basi imponibili, dal momento che su alcuni prodotti si sono applicate aliquote standard invece di quelle ridotte, e in un aumento delle aliquote delle accise.

Grafico 11

Variazioni dell'aliquota standard dell'IVA

(punti percentuali)



Fonte: VAT rates applied in the Member States of the European Union: Situation at 1 January 2017, European Commission, Taxud.c.1, 2017.

Nota: le colonne vuote indicano che non ci sono state variazioni nell'aliquota standard dell'IVA nella giurisdizione e nel periodo esaminati.

Complessivamente, mentre la tassazione rientrante nelle categorie più distorsive (ad esempio la tassazione sul lavoro) è cresciuta nel periodo del consolidamento, a partire dal 2013 i governi hanno fatto maggiormente ricorso alla tassazione meno distorsiva. Questo dato è particolarmente rilevante se si tiene conto del fatto che la tassazione sul lavoro rappresenta la principale componente delle entrate tributarie. La Commissione europea¹⁹ ha sviluppato una metodologia di valutazione orizzontale basata su alcuni indicatori e volta a

¹⁹ Wöhlbier, F., Astarita, C. and Mourre, G., "Growth-Friendly Tax Structures: An Indicator-Based Approach", *German Economic Review*, di prossima pubblicazione.

identificare la necessità e l'opportunità di uno spostamento dell'onere fiscale dal lavoro ad altre categorie di entrate meno dannose per la crescita. L'analisi svolta in base ai dati disponibili per il periodo 2011-2013 dimostra che in circa un terzo degli Stati membri dell'UE vi è la necessità e la possibilità di spostamenti della tassazione, più favorevoli alla crescita, dal lavoro ad altre basi imponibili.

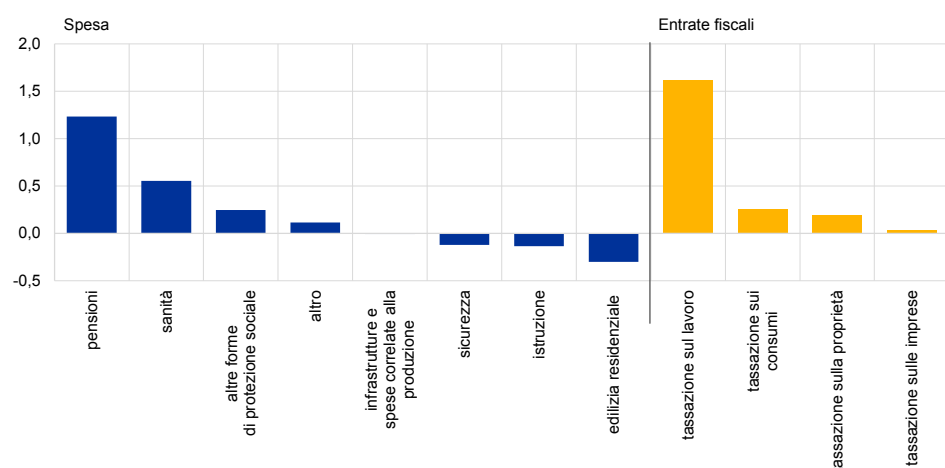
4 Sintesi e implicazioni sul piano delle politiche

I cambiamenti che hanno caratterizzato le finanze pubbliche dell'area dell'euro negli ultimi anni illustrano i rischi che le vulnerabilità di bilancio pongono ai fini di un orientamento delle entrate e delle spese pubbliche favorevole alla crescita. Nel complesso, la composizione dei bilanci ha subito un'evoluzione sempre meno favorevole alla crescita nel periodo compreso tra il 2003 e il 2015, essenzialmente per via delle politiche adottate in risposta alla crisi (cfr. il grafico 12). Durante il periodo precedente al consolidamento (2003-2010) la spesa è cresciuta in maniera generalizzata, soprattutto la spesa pensionistica e sanitaria, ritenuta meno favorevole alla crescita. Nel periodo di consolidamento (2011-2013), al fine di accrescere le entrate, si è fatto un significativo ricorso alla tassazione distorsiva, in particolare a quella sul lavoro, mentre le riduzioni della spesa sono state concentrate su categorie che favoriscono la crescita come l'istruzione e gli investimenti infrastrutturali²⁰. Tuttavia è incoraggiante osservare che dal 2013 si è manifestata una tendenza a rendere la composizione dei bilanci più favorevole alla crescita,

Grafico 12

Variazioni cumulate delle categorie di spesa e di tassazione dell'area dell'euro

(media 2003/05 - 2015; percentuale del PIL potenziale)



Fonti: banca dati Eurostat, Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE basate sulle elasticità di bilancio dell'OCSE. Le sottocomponenti COFOG per la Spagna relative al 2015 sono state ottenute da una fonte nazionale.

Note: per le categorie di spesa, a causa della mancanza di dati sulle sottocomponenti COFOG per il periodo 2003-2006, il grafico si riferisce all'insieme dell'area dell'euro ad eccezione della Lettonia.

La correzione per gli effetti del ciclo si basa sull'elasticità OCSE dettagliata in Price, R., Dang, T. e Guillemette, Y., "New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1174, OCSE, Parigi, 2014.

La categoria "infrastrutture e spese correlate alla produzione" esclude i trasferimenti in conto capitale per la ricapitalizzazione del sistema finanziario.

²⁰ Cfr. anche "Taxing times", *IMF Fiscal Monitor*, ottobre 2013.

con una transizione verso una tassazione meno distorsiva e una parziale ripresa di alcune categorie di spesa capaci di stimolare la crescita.

In prospettiva, vi è ora la necessità di migliorare la composizione dei bilanci pubblici in linea con l'obiettivo di crescita di lungo termine. In particolare dovrebbe essere possibile ridurre l'onere fiscale in modo neutrale sotto il profilo del bilancio. La quota delle entrate derivante dalla tassazione sul lavoro è cresciuta significativamente durante il periodo di consolidamento e ridurla sarebbe positivo per la crescita. Si potrebbe ricorrere maggiormente a tipologie di tassazione meno distorsive come quella sui consumi e sulla proprietà: quest'ultima favorirebbe anche l'equità. Inoltre, le riforme della tassazione sul reddito delle persone fisiche più favorevoli alla crescita sono quelle che riducono l'onere fiscale sui redditi bassi e sui percettori del secondo reddito familiare e la conseguente maggiore partecipazione al mercato del lavoro di queste due categorie contribuisce a ridurre le sperequazioni legate ai redditi di lavoro. Secondo dati dell'OCSE, nel 2016 il cuneo fiscale medio sui bassi redditi è stato pari al 37,6 per cento e sostanzialmente più elevato della media dei paesi dell'OCSE (32,3 per cento). Dal lato della spesa occorrerebbe prestare particolare attenzione a indirizzare maggiori risorse verso settori come la sanità, l'istruzione o le infrastrutture, dal momento che è stato dimostrato che queste tipologie di spesa hanno effetti positivi di lungo termine sulla crescita, e a ridurre la spesa meno produttiva. Gli effetti di lungo termine sulla crescita economica consistono in una riduzione della quota di persone che rischiano di essere disoccupate o di ottenere un impiego precario.

Nella definizione di politiche che garantiscano una composizione dei bilanci più favorevole alla crescita occorre considerare fattori specifici nazionali. Le tendenze individuate al livello dell'area dell'euro presentano una certa eterogeneità da un paese all'altro. Ceteris paribus, per un paese con un'incidenza della spesa pubblica molto elevata dovrebbe essere relativamente più opportuno ridurre la spesa, creando quindi margini di bilancio che consentano di ridurre la tassazione distorsiva. Viceversa, per un paese caratterizzato da un settore pubblico di dimensioni ridotte, se vi è la necessità di rafforzare la spesa produttiva, potrebbe essere più appropriato aumentare le entrate fiscali derivanti da fonti non distorsive. Per stabilire quanto le finanze pubbliche siano favorevoli alla crescita è inoltre importante esaminare i dati microeconomici e gli studi sull'efficienza disponibili a livello nazionale. Un'amministrazione fiscale debole induce l'evasione, che è inefficiente e conduce a una concorrenza fiscale sleale tra imprese formalmente registrate e imprese che operano informalmente (IMF Fiscal Monitor, 2017). Meccanismi di esazione fiscale più efficienti possono inoltre creare margini di intervento per una riduzione delle aliquote delle imposte distorsive. Dal lato della spesa, l'efficienza è determinante per massimizzarne l'effetto economico utilizzando le risorse disponibili. A tale riguardo alcuni studi mostrano una grande eterogeneità nell'efficienza della spesa fra i paesi dell'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	0,3	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	3,2	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 3° trim.	0,9	0,9	0,5	0,3	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	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 1° trim.	0,9	0,4	0,2	0,3	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	.	.	.	.	1,7	.	.	.	1,9	.	.	.	1,5
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.	-	-	-	-	-	-	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	.	.	.	1,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,2	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	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	0,9	1,2	0,7
2016 3° trim.	51,4	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,8	51,3	50,1	0,9	1,0	0,9
4° trim.	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,6	-1,3	3,7
2017 1° trim.	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,6	1,7	3,2
2° trim.	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	.	.	.
2017 gen.	53,8	55,8	55,3	52,3	52,2	54,4	53,2	54,0	51,7	2,7	0,3	4,4
feb.	53,0	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,6	52,8	52,2	2,8	1,1	3,9
mar.	53,2	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,6	1,7	3,2
apr.	53,0	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	0,5	0,4	0,6
mag.	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	.	.	.
giu.	53,2	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,2	53,4	51,6	.	.	.

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 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
giu.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-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 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
giu.	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
giu.	383,6	3.547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2.434,0	20.045,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)} (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento		
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 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 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2016	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	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	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	0,74	6,34	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
	apr.	0,06	0,47	0,40	0,75	6,34	16,70	4,82	5,58	5,96	2,36	1,72	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
	mag. ^(a)	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,69	5,06	5,78	6,21	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	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 (TAE³⁾).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione				
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno		
															1
2016	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	1,83	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.	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
	mag. ^(a)	0,05	0,10	0,47	2,51	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,46	1,63	1,76

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	1.322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2016 dic.	1.242	520	135	.	59	466	62	316	143	66	.	32	50	25
2017 gen.	1.276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
feb.	1.303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
mar.	1.315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
apr.	1.302	525	136	.	90	479	72	354	155	45	.	43	75	36
mag.	1.301	522	138	.	92	481	68	357	173	42	.	37	84	21
A lungo termine														
2014	15.128	4.055	3.156	.	990	6.285	642	219	65	43	.	16	85	10
2015	15.232	3.784	3.274	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.245	3.640	3.187	.	1.133	6.643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 dic.	15.245	3.640	3.187	.	1.133	6.643	641	163	45	78	.	13	25	2
2017 gen.	15.305	3.645	3.198	.	1.135	6.688	638	317	103	82	.	15	108	9
feb.	15.332	3.667	3.201	.	1.138	6.686	640	246	80	54	.	12	89	12
mar.	15.346	3.648	3.170	.	1.149	6.736	643	277	63	83	.	24	97	9
apr.	15.313	3.632	3.184	.	1.148	6.717	632	211	54	53	.	13	87	5
mag.	15.379	3.634	3.177	.	1.152	6.781	634	249	62	63	.	18	101	4

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	16.450,2	4.598,3	3.287,1	.	1.048,9	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	782,2	4.584,6
2015	16.501,2	4.301,4	3.421,0	.	1.116,7	6.960,1	702,1	6.744,7	586,1	907,6	5.251,0
2016	16.486,5	4.160,0	3.322,3	.	1.192,6	7.108,6	703,0	7.029,2	538,7	1.020,0	5.470,5
2016 dic.	16.486,5	4.160,0	3.322,3	.	1.192,6	7.108,6	703,0	7.029,2	538,7	1.020,0	5.470,5
2017 gen.	16.580,6	4.181,5	3.333,6	.	1.208,1	7.156,9	700,5	7.015,2	542,3	1.018,4	5.454,5
feb.	16.634,6	4.217,1	3.342,1	.	1.217,2	7.151,9	706,3	7.201,2	539,0	1.028,8	5.633,4
mar.	16.660,9	4.195,3	3.301,9	.	1.230,7	7.216,0	717,0	7.509,1	609,8	1.058,8	5.840,5
apr.	16.615,2	4.157,8	3.319,7	.	1.238,5	7.195,8	703,5	7.689,6	636,8	1.077,2	5.975,6
mag.	16.680,2	4.155,9	3.315,3	.	1.244,7	7.262,7	701,6	7.781,7	631,0	1.070,8	6.079,9
Tasso di crescita											
2014	-0,8	-8,1	0,2	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,0	5,4	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 dic.	0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 gen.	0,7	-2,1	-1,0	.	8,9	2,2	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
feb.	1,2	-1,7	1,1	.	9,8	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
mar.	1,3	-1,4	1,5	.	9,5	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
apr.	1,4	-2,0	1,9	.	8,4	2,2	0,2	0,8	5,9	1,1	0,3
mag.	1,4	-1,9	2,1	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3

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	97,9	99,7	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	82,5	89,5	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,8	81,1	90,4	110,4	90,0
2016 3° trim.	95,2	90,5	91,7	86,0	80,8	90,5	110,6	90,1
4° trim.	94,9	90,2	91,1	85,6	80,9	90,1	110,0	89,6
2017 1° trim.	94,2	89,7	90,3	84,2	79,7	89,0	109,2	88,7
2° trim.	95,7	90,9	91,9	.	.	.	110,8	89,6
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	90,2	-	-	-	108,8	88,3
mag.	96,0	91,2	92,3	-	-	-	111,1	90,0
giu.	96,8	91,8	93,3	-	-	-	112,1	90,6
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2017 giu.	0,8	0,7	1,0	-	-	-	0,9	0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2017 giu.	2,1	1,7	1,9	-	-	-	1,4	0,4

Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla base del 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 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
2° trim.	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
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
giu.	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2017 giu.	0,4	-0,3	-1,2	0,0	-0,5	0,4	0,3	2,5	0,4	0,5	-0,3	1,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2017 giu.	3,3	-1,5	-2,9	0,0	-1,8	5,2	-4,3	11,0	1,1	4,5	-0,2	0,0

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
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2016 2° trim.	22.882,6	23.691,0	-808,5	9.940,6	8.276,0	7.430,2	9.989,1	-65,1	4.855,0	5.425,9	721,8	13.618,7
3° trim.	23.116,4	23.859,3	-743,0	9.911,5	8.142,6	7.690,0	10.166,4	-62,1	4.849,9	5.550,4	727,0	13.617,3
4° trim.	23.598,0	24.253,6	-655,5	10.246,5	8.382,5	7.883,9	10.324,0	-53,8	4.813,8	5.547,1	707,7	13.616,0
2017 1° trim.	24.733,9	25.094,7	-360,8	10.613,8	8.559,8	8.223,2	10.601,2	-51,3	5.221,6	5.933,7	726,6	13.959,6
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2017 1° trim.	228,4	231,8	-3,3	98,0	79,1	75,9	97,9	-0,5	48,2	54,8	6,7	128,9
<i>Transazioni</i>												
2016 2° trim.	248,4	162,0	86,4	17,9	45,5	117,6	-52,6	-45,6	156,3	169,0	2,2	-
3° trim.	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
4° trim.	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017 1° trim.	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
2016 nov.	40,1	38,8	1,3	44,2	51,7	-14,4	9,5	2,9	4,9	-22,3	2,5	-
dic.	-206,6	-281,2	74,7	-11,9	-1,1	22,9	-41,0	6,1	-229,7	-239,2	6,1	-
2017 gen.	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
feb.	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
mar.	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
apr.	149,2	133,4	15,8	27,9	3,8	42,7	-3,1	1,3	81,6	132,7	-4,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2017 apr.	1.128,3	793,4	334,9	367,6	173,4	418,2	55,7	32,0	301,2	564,4	9,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2017 apr.	10,4	7,3	3,1	3,4	1,6	3,9	0,5	0,3	2,8	5,2	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			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2014	10.143,5	9.783,8	5.633,2	2.125,7	1.991,5	1.002,0	600,9	383,7	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	1.021,1	634,5	409,2	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	1.056,0	662,0	440,3	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	260,6	163,5	109,3	-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	264,9	165,9	104,3	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	267,9	167,4	122,6	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	272,7	169,3	124,0	7,6	90,3	1.288,7	1.198,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 2° trim.	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,4	0,7	6,0	-	-	1,2	1,6
3° trim.	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,6	0,8	-4,9	-	-	0,4	0,3
4° trim.	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,3	17,6	-	-	1,7	3,8
2017 1° trim.	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	1,3	1,8	0,7	-	-	1,2	1,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,8	4,7	3,5	-	-	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	2,3	3,9	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 2° trim.	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	2,0	5,0	6,1	-	-	2,7	4,2
3° trim.	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,5	4,1	-0,1	-	-	2,8	3,2
4° trim.	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,8	1,0	20,1	-	-	3,8	5,7
2017 1° trim.	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	2,5	3,0	19,4	-	-	4,6	7,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 2° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	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	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
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	0,2	0,3	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	0,2	0,2	0,8	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) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica (dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte 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
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
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)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
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
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
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	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	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													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 2° trim.	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
3° trim.	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
4° trim.	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 1° trim.	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 2° trim.	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
3° trim.	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
4° trim.	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 1° trim.	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 2° trim.	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
3° trim.	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
4° trim.	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

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
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	15,218	10,4	3,419	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,442	10,9	5,6	14,292	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	161,882	4,3	16,226	10,0	5,0	13,276	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,756	10,4	1,7
2016 2° trim.	161,779	4,5	16,464	10,2	5,1	13,452	9,1	3,012	21,2	8,551	9,8	7,912	10,6	1,7
3° trim.	162,280	4,1	16,084	9,9	4,8	13,166	8,9	2,918	20,6	8,382	9,6	7,702	10,3	1,6
4° trim.	162,306	4,2	15,749	9,7	4,9	12,883	8,7	2,867	20,3	8,244	9,4	7,505	10,0	1,7
2017 1° trim.	161,634	4,3	15,376	9,5	4,8	12,658	8,5	2,718	19,4	7,955	9,1	7,420	9,9	1,9
2016 dic.	-	-	15,618	9,6	-	12,779	8,6	2,840	20,1	8,131	9,3	7,487	10,0	-
2017 gen.	-	-	15,524	9,6	-	12,747	8,6	2,777	19,7	8,042	9,2	7,481	10,0	-
feb.	-	-	15,337	9,4	-	12,632	8,5	2,705	19,3	7,935	9,1	7,402	9,9	-
mar.	-	-	15,266	9,4	-	12,594	8,5	2,672	19,1	7,888	9,0	7,378	9,8	-
apr.	-	-	15,039	9,3	-	12,413	8,4	2,626	18,9	7,728	8,9	7,312	9,8	-
mag.	-	-	15,034	9,3	-	12,412	8,4	2,622	18,9	7,734	8,9	7,299	9,7	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	1	2	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	0,0	3,8
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	2,9	1,8	7,2
2016 3° trim.	1,0	1,3	1,7	0,8	1,2	-0,5	3,6	-0,2	1,5	1,3	1,5	2,4	6,4
4° trim.	2,3	1,8	2,4	1,8	1,2	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,5	1,4	4,1
2017 1° trim.	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,6	2,1	1,1	3,0	0,8	4,8
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,0
2017 gen.	0,4	-0,7	0,6	-1,6	-2,5	8,1	-5,7	2,9	1,6	1,1	1,9	1,4	3,7
feb.	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,3	6,5	1,9	1,0	2,8	0,8	4,8
mar.	2,2	3,2	3,7	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,3	2,8	1,3	4,3	0,3	5,5
apr.	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,7	3,3	7,2	2,6	2,9	2,9	-0,8	4,3
mag.	4,0	4,3	3,8	5,5	3,1	2,2	2,6	.	2,6	2,1	3,5	0,9	7,1
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 gen.	0,1	-0,2	-1,1	1,0	-1,1	2,8	-2,8	-2,9	0,1	0,0	-0,2	0,5	0,8
feb.	-0,1	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,5	0,3	0,7	-0,4	0,8
mar.	0,4	0,8	0,6	0,9	1,9	-2,8	-0,9	0,9	0,4	0,0	1,1	0,1	-0,6
apr.	0,3	0,0	0,3	-1,1	0,2	3,8	0,3	-0,6	0,1	1,1	-0,7	-0,6	0,2
mag.	1,3	1,3	0,3	2,3	1,3	0,9	-0,7	.	0,4	-0,4	0,6	1,7	3,0
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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 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
2° trim.	110,0	3,3	.	-2,7	-5,0	3,2	13,5	.	57,0	58,3	56,0	56,6
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	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
giu.	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,4	-	57,4	58,7	55,4	56,3

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
2014	12,6	94,7	0,9	1,8	1,4	2,6	1,0	32,8	4,9	131,0	2,6	7,2	1,4
2015	12,4	94,0	1,7	2,1	2,8	3,4	2,5	34,0	6,4	134,1	3,7	3,5	2,1
2016	12,3	93,5	1,8	2,0	4,7	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	4,8	1,5
2016 2° trim.	12,5	93,5	2,4	2,2	5,9	3,1	3,7	33,6	7,2	134,1	3,5	3,4	1,9
3° trim.	12,5	93,5	1,6	2,2	4,9	4,3	4,1	33,6	7,6	132,6	3,3	3,0	1,6
4° trim.	12,3	93,5	1,3	2,0	4,3	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	9,1	1,5
2017 1° trim.	.	.	1,7	2,2	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	.	3,4	12,0	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2016 2° trim.	902,5	796,6	105,9	522,2	423,0	192,6	178,9	160,6	137,4	27,2	57,3	6,4	7,3
3° trim.	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
4° trim.	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017 1° trim.	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
2016 nov.	316,4	288,4	28,0	182,8	152,7	66,5	68,9	58,2	45,0	8,8	21,8	2,3	2,8
dic.	314,9	290,4	24,5	184,5	153,8	66,0	67,9	53,9	48,2	10,5	20,5	5,3	4,6
2017 gen.	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
feb.	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
mar.	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
apr.	313,0	290,8	22,2	182,7	157,6	68,7	61,3	53,4	45,2	8,2	26,7	1,6	1,9
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 apr.	3.721,4	3.368,2	353,2	2.161,8	1.808,5	802,7	751,3	646,9	557,2	110,0	251,3	28,8	45,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2017 apr.	34,4	31,2	3,3	20,0	16,7	7,4	7,0	6,0	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

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.)					
	Esporta- zioni 1	Importa- zioni 2	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 9	Beni di consumo 10	Industria manifattu- riera 11	Settore petroli- fero 12		
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 2° trim.	-0,1	-3,5	504,8	231,8	106,4	153,4	425,3	433,4	237,3	72,9	115,6	321,7	42,1
3° trim.	-0,1	-1,7	509,0	237,5	103,5	154,2	426,3	443,4	244,3	72,5	117,5	327,9	43,9
4° trim.	2,2	2,4	525,6	244,9	108,7	157,5	439,8	461,3	256,7	74,7	119,4	335,4	50,3
2017 1° trim.	10,8	13,6	539,7	256,8	108,6	160,9	449,4	484,8	279,1	76,8	119,8	343,2	59,9
2016 dic.	6,1	4,7	179,2	83,1	38,7	52,6	150,8	156,3	87,4	25,1	40,0	112,3	17,7
2017 gen.	12,6	17,3	177,5	84,8	34,9	53,4	146,1	162,3	93,2	26,1	39,9	114,4	20,7
feb.	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	150,0	161,0	92,8	25,7	39,3	114,0	20,7
mar.	14,5	16,6	183,1	86,4	37,3	54,8	153,3	161,6	93,1	25,0	40,6	114,8	18,5
apr.	-2,1	4,3	180,0	85,5	36,0	53,6	149,7	161,4	91,6	25,6	40,0	116,4	17,8
mag.	12,9	16,4	183,7	.	.	.	154,1	164,0	.	.	.	118,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 2° trim.	2,4	5,0	118,0	114,3	118,0	123,9	117,8	108,2	107,0	107,2	111,1	111,0	100,1
3° trim.	0,7	1,8	118,2	116,2	113,7	124,0	117,3	109,2	108,2	106,6	111,9	112,2	101,1
4° trim.	1,4	0,9	120,5	118,2	118,3	124,9	119,9	109,9	108,9	106,8	112,0	112,5	105,0
2017 1° trim.	6,3	3,0	121,0	120,9	117,5	124,3	120,5	110,2	111,3	106,4	109,7	112,0	109,8
2016 nov.	4,8	5,2	121,2	120,0	115,9	126,0	120,4	111,3	111,0	107,1	112,4	113,9	108,1
dic.	4,7	-0,3	122,2	119,2	125,3	124,2	122,5	108,9	107,5	105,2	111,2	111,0	103,1
2017 gen.	8,8	6,5	119,8	119,9	113,7	124,4	117,9	110,3	111,3	108,9	108,2	111,8	112,3
feb.	1,0	-3,2	120,7	121,1	117,9	122,6	121,0	109,9	111,1	106,3	108,4	111,9	113,3
mar.	9,2	5,9	122,7	121,7	120,8	125,9	122,5	110,6	111,6	104,1	112,6	112,4	103,7
apr.	-6,6	-4,9	120,8	120,7	116,1	123,7	119,8	111,0	110,9	106,2	110,9	114,2	101,5

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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 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 3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	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	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	
2016 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,8	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
2° trim.	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,3	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3	
2017 gen.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,7	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	0,1	-0,8	0,0	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	0,5	2,0	1,3	
mag.	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2	
giu.	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3	

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni 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	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	2,9
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	5,2
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	3,7
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,4	7,1
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	5,1
2017 1° trim.	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,1	9,9	1,9	4,0	.
2016 dic.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	-0,1	3,8	-	-	-
2017 gen.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,7	1,5	2,2	0,1	10,3	-	-	-
feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,1	11,4	-	-	-
mar.	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,2	8,1	-	-	-
apr.	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	-	-	-
mag.	104,1	3,3	3,0	2,4	3,5	0,9	2,3	3,5	0,2	5,7	-	-	-

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 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
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	45,6	7,0	-2,8	18,5	6,8	-2,3	20,1
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
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,6	-7,2	14,7	3,7	-4,6	15,7

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

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

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	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 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
2° trim.	7,9	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
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
mag.	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
giu.	7,2	3,4	5,8	3,7	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9

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	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	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	1,5	0,9	1,4	1,5
3° trim.	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
4° trim.	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 1° trim.	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2014	104,6	0,7	-1,3	-0,8	1,4	0,6	-0,9	2,3	1,5	1,2	1,6	1,6
2015	104,8	0,2	-0,9	-2,2	0,6	0,6	0,7	0,7	2,3	1,7	1,2	1,6
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,4	0,8	0,4	1,5	4,0	1,0	1,4	1,9
2016 2° trim.	105,5	0,8	1,5	0,0	-0,8	1,2	0,6	1,6	3,8	0,5	1,5	1,6
3° trim.	105,8	0,8	2,4	0,5	-0,6	0,8	-0,3	1,6	4,0	0,6	1,4	1,7
4° trim.	106,2	1,0	3,6	-0,1	0,4	0,7	0,2	1,5	4,5	1,1	1,4	1,8
2017 1° trim.	106,3	0,8	-0,3	0,4	0,8	0,7	-0,2	1,0	2,2	1,1	1,3	1,4
Redditi per occupato												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 2° trim.	109,0	1,1	1,1	0,8	1,0	1,3	1,2	0,8	3,6	1,3	1,2	1,7
3° trim.	109,5	1,3	0,8	1,2	1,6	1,2	0,9	1,3	3,0	1,0	1,5	2,3
4° trim.	110,0	1,4	0,8	1,2	1,4	1,4	1,0	0,8	3,6	1,3	1,7	2,6
2017 1° trim.	110,3	1,2	-0,2	1,4	1,4	1,2	0,7	1,1	1,8	1,5	1,4	1,6
Produttività del lavoro per occupato												
2014	102,0	0,7	1,6	2,9	0,4	0,6	3,2	-0,4	0,3	0,5	-0,5	-0,4
2015	103,0	1,0	1,7	4,0	0,1	0,7	1,7	0,3	-1,0	-0,2	-0,1	-0,6
2016	103,4	0,4	-1,0	0,9	1,6	0,5	0,7	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 2° trim.	103,3	0,3	-0,5	0,8	1,8	0,1	0,6	-0,8	-0,2	0,8	-0,2	0,1
3° trim.	103,5	0,4	-1,6	0,7	2,2	0,3	1,2	-0,3	-0,9	0,4	0,1	0,6
4° trim.	103,6	0,5	-2,7	1,3	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	0,2	0,3	0,8
2017 1° trim.	103,8	0,4	0,1	1,0	0,5	0,5	0,8	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,1
Redditi per ora lavorata												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 2° trim.	111,1	1,7	-0,1	0,9	1,7	1,6	2,2	2,4	3,5	1,8	2,3	2,9
3° trim.	111,8	2,0	0,6	1,7	2,7	1,4	2,5	3,3	4,3	1,8	2,5	3,6
4° trim.	112,5	2,1	1,1	1,4	2,5	1,8	2,5	2,7	4,2	1,7	2,6	3,6
2017 1° trim.	112,8	1,7	0,3	1,5	2,5	1,6	1,1	1,9	2,5	1,6	2,2	2,1
Produttività per ora lavorata												
2014	104,0	0,7	2,0	2,5	0,1	0,9	3,2	-0,4	0,6	0,3	-0,8	-0,2
2015	105,0	0,9	0,8	3,5	-0,6	1,0	0,6	0,0	-1,5	-0,3	-0,1	-0,6
2016	106,0	1,0	-1,2	1,3	2,2	0,8	1,8	1,1	-0,5	0,6	1,0	0,5
2016 2° trim.	105,5	0,6	-1,1	0,9	2,1	0,3	1,4	0,2	-0,7	0,7	0,8	0,4
3° trim.	106,0	1,2	-1,3	1,3	2,9	0,6	2,8	1,5	-0,2	1,3	1,3	1,2
4° trim.	106,3	1,1	-1,8	1,5	2,3	1,0	2,1	1,0	-0,5	0,7	1,4	1,1
2017 1° trim.	106,5	0,9	1,4	1,1	1,3	1,0	1,3	0,8	-0,4	0,8	0,8	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	10	11		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	6						7		8	9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	424,3	107,3	653,1	10.322,4
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	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,1
2016 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	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,1
apr.	1.092,3	6.345,7	7.438,0	1.279,5	2.183,0	3.462,4	10.900,4	73,0	512,4	82,8	668,2	11.568,6
mag. ^(p)	1.092,5	6.383,9	7.476,4	1.268,0	2.188,0	3.456,0	10.932,4	73,2	511,3	91,0	675,5	11.607,9
Transazioni												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	12,5	12,9	28,9	374,8
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,3	-26,6	-25,2	480,3
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,5
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	204,1	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016 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	64,4	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,0
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	-18,5	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,4
apr.	3,7	47,1	50,8	-25,0	3,1	-21,9	28,9	-0,3	-17,9	-21,9	-40,2	-11,3
mag. ^(p)	0,1	45,6	45,8	-9,2	3,0	-6,2	39,5	0,4	-0,9	7,6	7,1	46,6
Variazioni percentuali												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	3,0	19,3	4,7	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,5	-25,5	-3,8	4,6
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 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.	4,2	10,2	9,3	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,9	8,6	-15,3	1,7	4,9
mag. ^(p)	3,9	10,3	9,3	-8,7	0,8	-2,9	5,1	-16,3	7,7	-1,8	3,1	5,0

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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 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.	2.164,7	1.746,0	294,8	117,1	6,8	6.156,5	3.524,2	611,5	2.017,6	3,2	962,6	199,7	397,6
mag. ^(p)	2.171,8	1.754,4	294,3	116,9	6,2	6.173,5	3.542,1	605,7	2.023,0	2,7	975,5	196,0	396,4
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 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	36,3	-4,3	-2,5
apr.	-2,5	4,5	-7,2	-0,3	0,5	18,1	21,8	-8,2	4,0	0,5	-8,1	9,1	8,2
mag. ^(p)	10,5	11,5	0,4	-0,8	-0,6	18,1	19,5	-5,4	4,7	-0,6	16,6	-3,5	-1,9
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 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.	7,1	10,6	-6,8	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-9,8	1,4	-7,0	5,4
mag. ^(p)	7,5	10,9	-5,6	-1,6	-22,4	5,1	11,2	-11,6	1,3	-23,9	2,8	-8,3	4,3

Fonte: BCE.

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

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

Nelle statistiche sui bilanci 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								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,8	10.454,5	10.726,7	4.316,6	5.200,7	808,1	129,0	1.280,0	772,4
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	12.976,7	10.757,6	11.055,6	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
2016 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	12.976,7	10.757,6	11.055,6	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
apr.	4.466,9	1.074,2	3.378,5	12.958,9	10.743,1	11.043,3	4.337,1	5.467,6	823,9	114,4	1.426,4	789,4
mag. ⁽⁶⁾	4.477,0	1.066,5	3.395,7	12.980,7	10.747,5	11.058,1	4.341,2	5.474,6	820,6	111,1	1.439,4	793,8
Transazioni												
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	1,5
2016	489,1	-34,9	523,9	317,6	233,6	253,4	78,5	119,8	46,3	-11,1	80,6	3,4
2016 2° trim.	125,2	-8,9	134,0	54,9	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6
3° trim.	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,7	22,1
4° trim.	161,0	-20,3	181,4	80,3	61,8	65,4	19,9	35,3	3,4	3,3	17,8	0,7
2017 1° trim.	77,8	-11,0	88,2	149,1	99,0	92,7	29,1	51,6	17,8	0,5	41,2	8,9
2016 dic.	71,7	-7,8	79,7	2,0	-9,4	15,3	-14,8	9,2	-0,3	-3,5	4,4	7,0
2017 gen.	22,0	5,2	16,3	52,2	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6
feb.	8,4	-13,0	21,3	24,0	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,4	4,4
mar.	47,5	-3,2	50,7	72,9	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,6	-1,1
apr.	28,2	3,6	24,4	-7,8	-5,4	-3,6	7,4	11,1	-25,5	1,6	-0,4	-2,0
mag. ⁽⁶⁾	12,1	-5,1	16,8	31,2	13,9	25,0	9,0	8,7	-0,5	-3,3	13,6	3,8
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	4,6
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2016 2° trim.	12,3	-2,8	19,0	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9
3° trim.	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8
4° trim.	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
2016 dic.	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2017 gen.	11,4	-2,9	17,1	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6
feb.	10,6	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,4	-11,4	6,5	3,6
mar.	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
apr.	10,4	-4,2	15,9	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,5	7,8	4,4
mag. ⁽⁶⁾	9,6	-4,8	15,0	3,0	2,2	2,6	1,6	2,7	2,4	0,3	8,1	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
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
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 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.	4.337,1	4.343,3	990,4	812,4	2.534,4	5.467,6	5.778,1	630,5	4.096,3	740,8
mag. ^(p)	4.341,2	4.348,2	992,6	810,1	2.538,4	5.474,6	5.793,9	637,1	4.096,6	740,9
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	78,5	93,7	-18,4	43,2	53,8	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.	19,9	31,4	-9,8	8,4	21,3	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 1° trim.	29,1	33,9	8,6	7,0	13,6	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 dic.	-14,8	9,6	-29,3	-1,8	16,3	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.	7,4	11,1	-3,7	3,4	7,6	11,1	10,5	2,5	10,7	-2,0
mag. ^(p)	9,0	9,6	6,0	-0,7	3,7	8,7	18,1	7,0	1,1	0,7
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 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.	1,5	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.	1,6	2,4	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,4	4,7	3,0	-1,1
mag. ^(p)	1,6	2,4	-2,7	4,7	2,4	2,7	2,6	6,2	2,9	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	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⁾
Consistenze										
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.380,4	220,4	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	6.921,9	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,5	1.136,4	236,6	205,9	121,6
2016 2° trim.	319,3	7.012,3	2.094,1	74,6	2.181,4	2.662,3	1.298,0	295,3	238,0	144,0
3° trim.	310,1	6.966,7	2.068,5	72,4	2.130,8	2.695,0	1.202,2	281,7	209,2	129,1
4° trim.	318,8	6.921,9	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,5	1.136,4	236,6	205,9	121,6
2017 1° trim.	304,1	6.880,9	2.033,5	69,2	2.100,3	2.677,8	1.104,4	251,5	182,2	111,8
2016 dic.	318,8	6.921,9	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,5	1.136,4	236,6	205,9	121,6
2017 gen.	303,4	6.871,2	2.037,8	69,8	2.122,8	2.640,9	1.119,3	221,0	176,5	106,3
feb.	295,7	6.919,8	2.027,9	69,6	2.125,3	2.697,0	1.120,0	252,6	171,3	104,4
mar.	304,1	6.880,9	2.033,5	69,2	2.100,3	2.677,8	1.104,4	251,5	182,2	111,8
apr.	335,9	6.849,2	2.023,4	69,3	2.083,0	2.673,4	1.089,2	238,7	173,8	103,7
mag. ^(p)	310,5	6.824,5	2.015,8	67,0	2.074,2	2.667,5	1.035,6	249,7	161,5	104,3
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	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-86,6	-18,5	21,4	-4,0
2016	31,0	-114,2	-73,1	-9,1	-117,2	85,2	-274,1	-72,4	12,8	-12,0
2016 2° trim.	4,2	-4,0	-22,3	-1,8	-16,4	36,5	-63,5	0,3	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,6	-14,3	-19,2	-13,7
4° trim.	6,6	-18,9	-21,5	-2,6	-18,2	23,3	-43,6	-92,3	-0,2	-7,5
2017 1° trim.	-16,1	-15,6	-14,7	-1,4	-31,4	31,9	-31,6	-9,3	-22,6	-9,1
2016 dic.	21,1	-13,3	-7,9	-1,3	-3,3	-0,7	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017 gen.	-16,4	-22,0	-10,3	-0,8	-4,9	-6,1	6,7	-55,3	-28,3	-14,6
feb.	-8,2	13,3	-11,1	-0,2	-5,6	30,2	-34,5	41,6	-5,1	-2,0
mar.	8,4	-6,9	6,6	-0,4	-20,9	7,8	-3,8	4,4	10,8	7,5
apr.	31,8	-15,1	-8,5	0,2	-5,8	-1,0	-3,4	-11,5	-8,4	-8,2
mag. ^(p)	-25,4	7,2	-5,4	-0,8	7,0	6,5	-30,8	16,0	-12,2	0,6
Variazioni percentuali										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 2° trim.	20,1	-2,0	-2,9	-13,3	-6,9	3,8	-	-	3,6	-2,9
3° trim.	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
4° trim.	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 1° trim.	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
2016 dic.	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 gen.	-1,4	-1,6	-3,5	-11,3	-4,6	3,0	-	-	-12,2	-23,8
feb.	-1,7	-1,2	-4,4	-10,5	-3,7	3,9	-	-	-25,7	-25,7
mar.	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
apr.	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,9	3,9	-	-	-21,6	-24,8
mag. ^(p)	3,2	-1,4	-4,4	-9,6	-4,5	3,8	-	-	-23,9	-23,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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	
	1	2	3	4	5	6 IFM	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	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	14,4	12,6	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 1° trim.	15,2	13,4	4,7	1,8	0,5	6,6	2,8	1,4	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2° trim.	15,1	13,3	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
3° trim.	14,7	12,9	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
4° trim.	14,4	12,6	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 gen.	14,6	12,8	5,1	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	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
mar.	14,3	12,5	4,4	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
apr.	14,2	12,5	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
mag.	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
giu.	14,0	12,3	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	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 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 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 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 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 19 luglio 2017.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-005-IT-N (online)

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

