



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2017





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 6 / 2017

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	13
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	24
5 Moneta e credito	29
6 Andamenti della finanza pubblica	36

Riquadri **38**

1 Dinamiche di investimento nelle economie avanzate dopo la crisi finanziaria	38
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 3 maggio al 25 luglio 2017	43
3 Andamenti recenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro	47
4 Riduzione della disoccupazione: un'analisi storica	52
5 Necessità di riforme strutturali nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le imprese di grandi dimensioni	56
6 Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo	61
7 Base monetaria, aggregato monetario ampio e PAA	64

Articolo **68**

1 La formulazione di un modello per la qualità delle banconote in euro	68
--	----

Statistiche **S1**

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 7 settembre 2017, il Consiglio direttivo ha valutato che se da un lato l'espansione economica in atto induce a ritenere che l'inflazione evolverà gradualmente su livelli coerenti con il proprio obiettivo di inflazione, dall'altro tale espansione deve ancora tradursi in maniera sufficiente in una dinamica dei prezzi più vigorosa.

L'espansione economica, che ha accelerato oltre le attese nella prima metà del 2017, continua a essere solida e generalizzata nei diversi paesi e settori. Al tempo stesso la recente volatilità del tasso di cambio rappresenta una fonte di incertezza da tenere sotto osservazione per le possibili implicazioni sulle prospettive a medio termine della stabilità dei prezzi. Le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato un lieve aumento negli ultimi mesi, ma nel complesso rimangono su livelli contenuti. Di conseguenza, è ancora necessario un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi graduale di spinte inflazionistiche e sostenere la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha pertanto mantenuto invariato l'orientamento di politica monetaria e deciderà in autunno riguardo alla calibrazione degli strumenti di politica monetaria nel periodo successivo alla fine dell'anno.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 7 settembre 2017

L'espansione economica dell'area dell'euro prosegue e mostra segni di crescente tenuta, mentre le misure di politica monetaria sostengono la domanda interna. Nel secondo trimestre dell'anno l'aumento del PIL in termini reali dell'area è stato pari allo 0,6% per cento sul periodo precedente, dallo 0,5 del primo trimestre. La crescita del PIL in termini reali è sostenuta in prevalenza dalla domanda interna. I consumi privati sono sospinti dagli incrementi dell'occupazione, che a loro volta beneficiano delle passate riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. La ripresa degli investimenti continua a essere sostenuta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti della redditività delle imprese. Indicatori a breve e indagini congiunturali confermano una robusta dinamica espansiva su orizzonti ravvicinati.

La ripresa mondiale generalizzata sosterrà le esportazioni dell'area dell'euro. L'attività economica mondiale dovrebbe segnare un moderato rafforzamento, basato sul costante sostegno delle politiche monetarie e di bilancio nelle economie avanzate e su una ripresa delle economie emergenti esportatrici di materie prime. Dopo aver mostrato un netto miglioramento al

volgere dell'anno, il commercio mondiale ha perso vigore nel periodo recente, ma gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive positive. Nel complesso, la sempre più diffusa ripresa mondiale attenuerà l'impatto potenziale sulle esportazioni dell'incremento del tasso di cambio, che si è apprezzato del 3,4 per cento su base ponderata per l'interscambio dopo la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di giugno.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017 prevedono una crescita del PIL in termini reali del 2,2% per cento nel 2017, dell'1,8% nel 2018 e dell'1,7% nel 2019. Rispetto all'esercizio condotto a giugno 2017 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di crescita del PIL sono state riviste al rialzo per il 2017 e restano in seguito pressoché invariate. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati. Da un lato, l'attuale dinamica positiva del ciclo accresce la probabilità di una ripresa economica più vigorosa rispetto alle attese; dall'altro, permangono rischi al ribasso, riconducibili prevalentemente a fattori di carattere internazionale e all'evoluzione dei mercati valutari.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto 2017 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,5 per cento, in aumento rispetto all'1,3 per cento per cento di luglio. Tale incremento riflette rincari dei beni energetici e, in misura minore, un aumento dell'inflazione dei prodotti alimentari trasformati. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva diminuisca temporaneamente verso il volgere dell'anno, in prevalenza di riflesso agli effetti base dei prezzi dell'energia, per poi risalire nuovamente.

Le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato un lieve aumento negli ultimi mesi, ma devono ancora mostrare convincenti segnali di una perdurante tendenza al rialzo. Sulla base della stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione al netto di alimentari e beni energetici si collocava all'1,2 per cento ad agosto, invariata rispetto a luglio, ma superiore di 0,4 punti percentuali rispetto alla media registrata nell'ultimo trimestre del 2016. Le pressioni interne sui costi, derivanti in particolare dai mercati del lavoro, sono tuttora contenute. L'inflazione di fondo nell'area dell'euro dovrebbe aumentare gradualmente nel medio termine, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, nonché dalla progressiva riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dall'incremento dei salari associati a tale espansione.

Le proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,2 nel 2018 e dell'1,5 nel 2019. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno svolto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al ribasso, principalmente di riflesso al recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2019) per effetto del miglioramento delle condizioni cicliche e della riduzione della spesa per

interessi. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1,5 per cento del 2016 allo 0,9 per cento nel 2019. I disavanzi strutturali non sono tuttavia in calo, nonostante dinamiche di crescita positive.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta, nonostante una certa volatilità mensile. Prosegue la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato. Allo stesso tempo, si stima che nel secondo trimestre del 2017 il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie sia diminuito lievemente.

La trasmissione delle misure di politica monetaria adottate in anni recenti continua fornire un significativo sostegno alle condizioni di prestito. Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di giugno i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati. I differenziali sulle obbligazioni societarie rispetto al tasso privo di rischio si sono lievemente ridotti e permangono su livelli più bassi rispetto a quelli osservati all'inizio di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli del settore societario.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base dei risultati dell'analisi economica e dei segnali provenienti dall'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha concluso che è necessario continuare a fornire un grado molto elevato di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che rimangano sui livelli 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, 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 (PAA). Inoltre il Consiglio direttivo ha confermato l'impegno ad incrementare il PAA in termini di entità e/o durata, in caso di prospettive non favorevoli o se le condizioni finanziarie risulteranno incoerenti rispetto a un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione. In autunno, il Consiglio direttivo deciderà sulla calibrazione degli strumenti di politica monetaria nel periodo successivo alla fine dell'anno, sulla base dell'evoluzione attesa dei prezzi e delle condizioni finanziarie necessarie per un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

L'economia mondiale continua a registrare un sostenuto ritmo di espansione. Dopo un calo temporaneo avvenuto in alcuni paesi all'inizio dell'anno, i dati indicano una ripresa della crescita del PIL mondiale. In prospettiva, l'attività economica mondiale dovrebbe segnare un moderato rafforzamento, continuando a beneficiare del supporto delle politiche monetarie e di bilancio nelle economie avanzate, e grazie alla ripresa delle economie emergenti esportatrici di materie prime. Dopo aver mostrato un netto miglioramento al volgere dell'anno, il commercio mondiale si è indebolito nel periodo recente, ma gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive positive. L'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare, riflettendo la riduzione della capacità produttiva inutilizzata a livello globale.

Attività economica e commercio mondiale

L'espansione dell'economia mondiale si è mantenuta costante. Dopo un calo temporaneo della crescita di alcune economie nel primo trimestre, i dati e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali più recenti mostrano una ripresa della crescita mondiale. Per quanto concerne le economie avanzate, la crescita del PIL ha registrato un aumento negli Stati Uniti nel secondo trimestre, grazie alla ripresa dei consumi e delle scorte, favorita dal rafforzamento del mercato del lavoro e da un solido clima di fiducia delle famiglie. In Giappone l'attività economica ha registrato una forte crescita nel secondo trimestre, sostenuta dal contesto esterno e dalla politica fiscale espansiva. Per contro, l'attività economica nel Regno Unito è rimasta debole, risentendo dell'impatto sui redditi delle famiglie dell'inflazione crescente e della diminuzione dei salari reali. Per quanto riguarda le economie emergenti, in Brasile e in Russia l'attività economica ha avviato una fase ripresa dopo le profonde recessioni, mentre la crescita economica ha mostrato una buona tenuta in India e in Cina.

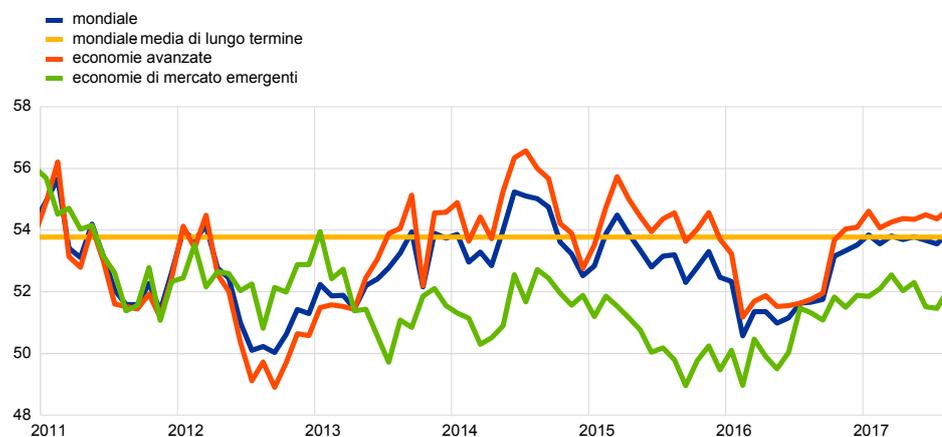
Gli indicatori delle indagini segnalano una crescita mondiale sostenuta nel breve periodo. Il PMI mondiale composito relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è salito ad agosto superando la media di lungo periodo. L'indagine mostra il ritmo di espansione più rapido registrato dal 2015 (cfr. grafico 1). Anche gli indicatori delle indagini congiunturali sul clima di fiducia sono cresciuti nel corso degli ultimi mesi.

Le condizioni finanziarie mondiali rimangono nel complesso favorevoli. I mercati azionari delle economie avanzate sono sostanzialmente invariati nelle ultime settimane, in un contesto di moderata volatilità e bassa avversione al rischio. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di interesse a lungo termine hanno subito un lieve calo nel corso degli ultimi due mesi. In Giappone i rendimenti sono rimasti stabili, in linea col programma di controllo della curva di rendimento della Banca del Giappone. Anche le condizioni finanziarie nelle economie emergenti traggono beneficio dalle migliori prospettive della crescita globale, in presenza di flussi di capitali ordinati. In Cina, le condizioni finanziarie

Grafico 1

PMI mondiale composto relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Elaborazioni di Haver Analytics, Markit e della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017. La "media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e agosto 2017.

si sono lievemente allentate dopo un periodo di inasprimento in cui le autorità erano intervenute per contenere la leva finanziaria all'interno del sistema.

Le politiche monetarie si mantengono accomodanti nelle economie avanzate e in alcune economie emergenti le banche centrali hanno ridotto i tassi di interesse.

In linea con le aspettative del mercato, 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. Tuttavia, i mercati continuano a scontare nei prezzi un inasprimento monetario molto graduale negli Stati Uniti, mentre le banche centrali di altre economie avanzate dovrebbero mantenere un orientamento accomodante. Fra le economie emergenti, alcuni paesi esportatori di materie prime hanno ridotto i tassi di riferimento, poiché le spinte inflazionistiche sono diminuite e i tassi di cambio si sono apprezzati.

In prospettiva, l'attività economica mondiale dovrebbe rafforzarsi

gradualmente. Per le economie avanzate si prevede una moderata espansione, che continuerebbe a beneficiare del sostegno delle politiche monetarie e di bilancio, mentre la ripresa ciclica prosegue e l'output gap si riduce gradualmente. Le prospettive delle economie emergenti sono sostenute dalla tenuta della crescita in Cina e India e dalla ripresa dei paesi esportatori di materie prime dopo i significativi shock sfavorevoli sulle loro ragioni di scambio. Tuttavia, il ritmo dell'espansione mondiale si manterrà al di sotto dei livelli pre-crisi, in linea con le stime che suggeriscono che, negli ultimi anni, il potenziale di crescita è diminuito nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti. Uno dei fattori alla base di questo rallentamento è stato il rallentamento nell'accumulazione di capitale. Il riquadro 1 esamina i fattori alla base dei modesti investimenti nelle economie avanzate.

Negli Stati Uniti si attende un rafforzamento dell'attività economica. Il recente deprezzamento del dollaro e l'aumento della crescita mondiale dovrebbero rafforzare il contributo alla crescita delle esportazioni nette. Gli aumenti delle quotazioni degli

immobili e dei titoli azionari, associati a un robusto clima di fiducia dei consumatori e a un rafforzamento del mercato del lavoro dovrebbero supportare ulteriormente i consumi. Si prevede che gli investimenti continuino ad aumentare in quanto le aziende riferiscono di aumenti degli utili e di un solido clima di fiducia delle imprese. Tuttavia, le aspettative di mercato circa un ridimensionamento dello stimolo fiscale potrebbero frenare l'attività economica rispetto alle precedenti previsioni. Inoltre, nel breve periodo, permangono le incertezze circa l'impatto dell'uragano Harvey sull'attività economica delle regioni colpite.

Nel Regno Unito la crescita in termini reali del PIL dovrebbe mantenersi relativamente modesta nel breve periodo. Anche se il deprezzamento della sterlina dovrebbe favorire le esportazioni, l'aumento dell'inflazione avrà un effetto negativo sui redditi delle famiglie in termini reali e sui consumi privati. Il clima di forte incertezza riguardo ai futuri accordi commerciali del Regno Unito grava inoltre sugli investimenti.

In Giappone politiche accomodanti continuano a sostenere l'espansione. Nel breve periodo, la politica monetaria accomodante e il programma di stimolo fiscale dovrebbero sostenere la domanda interna, mentre le esportazioni dovrebbero gradualmente riprendere a espandersi beneficiando della crescita della domanda estera. In un orizzonte di più lungo termine, tuttavia, si prevede che l'attività economica rallenti avvicinandosi al proprio potenziale, tenuto conto che il sostegno fiscale è destinato a esaurirsi e che diminuisce la capacità produttiva inutilizzata. Inoltre, nonostante la sostenuta creazione di posti di lavoro, la dinamica salariale è rimasta contenuta, frenando le prospettive per i consumi privati.

In Cina l'attività economica continua a crescere a un ritmo sostenuto, supportata dalla tenuta dei consumi e dalla vivacità del mercato immobiliare. Se da un lato la politica di bilancio dovrebbe mantenersi accomodante, l'attenzione delle autorità anche al contenimento dei rischi per la stabilità finanziaria dovrebbe favorire un graduale riequilibrio in concomitanza col rallentamento degli investimenti.

I paesi dell'Europa centrale e orientale traggono benefici dell'espansione dei consumi e investimenti, questi ultimi sostenuti dai fondi strutturali dell'Unione europea. Nonostante si preveda un graduale aumento dell'inflazione, che riflette il venir meno degli effetti associati al calo dei prezzi dell'energia, il reddito reale disponibile dovrebbe sostenere la crescita del PIL sulla scorta di un ulteriore rafforzamento del mercato del lavoro e della crescita salariale.

I maggiori paesi esportatori di materie prime continuano la loro ripresa dopo le profonde recessioni. In Russia dovrebbe proseguire la ripresa dell'attività economica avviata all'inizio dell'anno, sostenuta dai prezzi del petrolio, da un ambiente esterno favorevole e da una politica monetaria accomodante. I consumi, pur partendo da livelli molto bassi, dovrebbero crescere in misura moderata, in risposta all'aumento dei salari reali e al miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. I vincoli di finanza pubblica continueranno a influire sulla crescita. L'attività economica, in Brasile, dovrebbe trarre vantaggio dalla stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese, dal miglioramento delle ragioni di scambio e dall'allentamento delle condizioni finanziarie. Al tempo stesso, le ricorrenti

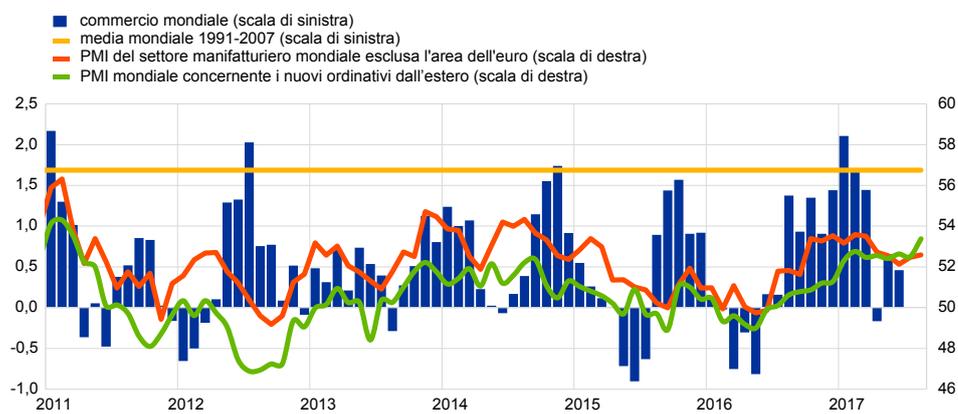
incertezze politiche e il necessario consolidamento fiscale continuano a pesare sulle prospettive di medio termine.

La crescita del commercio internazionale ha rallentato durante il secondo trimestre, ma gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive positive. Nel secondo trimestre del 2017 il volume delle importazioni mondiali di beni è aumentato dello 0,5 per cento sul periodo corrispondente, rallentando rispetto al trimestre precedente (cfr. grafico 2). Il rallentamento nell'interscambio di beni è riconducibile principalmente alle economie emergenti. Tuttavia, gli indicatori anticipatori segnalano una prospettiva positiva per il commercio mondiale nel breve periodo, con il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero in crescita ad agosto. In un'ottica di più lungo termine, ci si attende un'espansione generalizzata dell'interscambio mondiale, in linea con l'attività economica a livello globale.

Grafico 2

Commercio mondiale di beni

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



Fonti: Elaborazioni di Markit, CPB e della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017 per l'indice PMI e a giugno 2017 per il commercio mondiale.

Nel complesso, le proiezioni indicano una crescita mondiale in accelerazione nel periodo 2017-2019. Le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2017 dagli esperti della BCE prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,2 per cento del 2016 al 3,7 nel 2017 e al 3,8 nel 2018-2019. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare dall'1,6 per cento del 2016 al 4,7 nel 2017 seguita da un 3,4 e 3,5 per cento, rispettivamente, nel 2018 e nel 2019. Rispetto alle previsioni di giugno 2017, la crescita del PIL mondiale si mantiene per lo più invariata, con revisioni al ribasso delle prospettive degli Stati Uniti che riflettono le aspettative di uno stimolo fiscale più contenuto, controbilanciate da prospettive più favorevoli in alcune economie emergenti. Per il 2017, la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo, riflettendo un miglioramento dei dati dell'importazione nel primo trimestre.

L'incertezza che caratterizza lo scenario di base delle proiezioni sull'attività mondiale si mantiene elevata e i rischi restano orientati verso il basso. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, è possibile che il miglioramento del clima di fiducia,

come evidenziato dall'andamento delle indagini e dei mercati finanziari, si traduca in una più rapida ripresa dell'attività economica e del commercio nel breve periodo. Fra i principali rischi al ribasso si possono menzionare: un aumento del protezionismo; un inasprimento disordinato delle condizioni finanziarie a livello mondiale, che potrebbe interessare in particolare le economie emergenti vulnerabili; possibili turbolenze associate al processo di riforma e liberalizzazione in Cina; infine, un possibile aumento della volatilità derivante dalle incertezze politiche e geopolitiche, incluse quelle riguardanti il negoziato fra il Regno Unito e l'Unione europea. Infine, notevoli sono le incertezze sulle prospettive delle politiche di bilancio negli Stati Uniti.

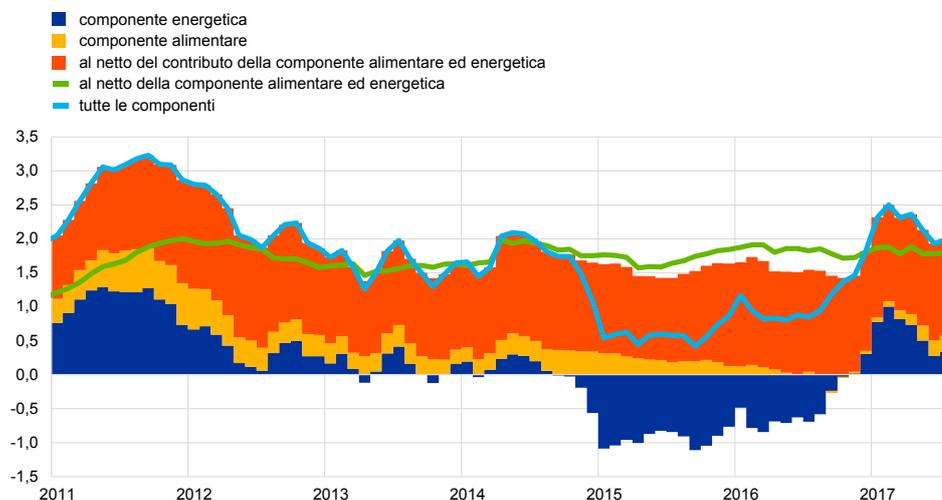
Andamenti dei prezzi a livello mondiale

L'inflazione al consumo mondiale si mantiene relativamente modesta. A luglio, l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è lievemente aumentata al 2,0 per cento (cfr. grafico 3), dopo aver subito un calo all'inizio di quest'anno per il venir meno del contributo dei prezzi dell'energia. Al netto della componente alimentare ed energetica, a luglio, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE si è mantenuta stabile all'1,8 per cento.

Grafico 3

Inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE

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



Fonte: OCSE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

Nelle ultime settimane i corsi petroliferi sono aumentati. Dopo una flessione all'inizio dell'estate, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono risalite fino a circa 52 dollari al barile. L'aumento ha riflesso le aspettative di un riequilibrio moderatamente rapido del mercato petrolifero. Le scorte di greggio degli Stati Uniti sono diminuite più di quanto previsto dal mercato, mentre la domanda di petrolio è stata leggermente maggiore nel secondo trimestre del 2017. Contemporaneamente, i vincoli dal lato dell'offerta hanno sostenuto i prezzi in un contesto di stabilizzazione del numero di piattaforme attive negli Stati Uniti e di aspettative in merito al fatto

che l'Arabia Saudita potesse limitare le esportazioni di greggio. Finora, i prezzi del greggio di qualità Brent così come le quotazioni dei contratti future non sono stati influenzati dalla tempesta tropicale Harvey, che ha colpito il Golfo del Messico.

In prospettiva, dopo una lieve moderazione nel breve periodo, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare lentamente. La curva dei contratti future sul greggio indica una modesta crescita delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte temporale di riferimento nella proiezione, con i prezzi dell'energia che forniscono un piccolo contributo positivo all'inflazione. Al tempo stesso la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo.

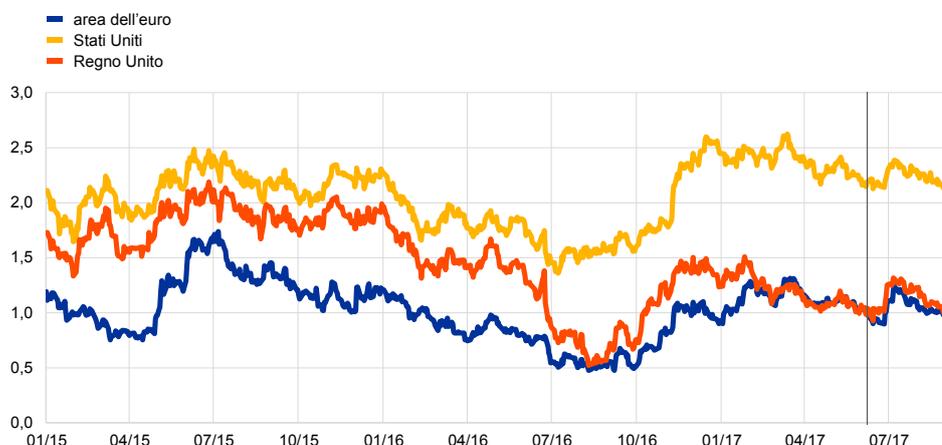
Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo dell'8 giugno i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati. I differenziali sulle obbligazioni societarie rispetto al tasso privo di rischio si sono leggermente ridotti e permangono su livelli inferiori in confronto all'inizio di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono diminuite, principalmente a causa di una più acuta percezione dei rischi geopolitici, ma continuano a essere sostenute da aspettative di utili elevati. Sul mercato dei cambi l'euro si è apprezzato considerevolmente.

I rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati dagli inizi di giugno. Nel periodo in esame, dall'8 giugno al 6 settembre 2017, il tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni dell'area dell'euro è aumentato di tre punti base, portandosi allo 0,58 per cento, mentre il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di un punto base, collocandosi allo 0,99 per cento (cfr. grafico 4). I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti si sono ridotti di circa 8 punti base, scendendo al 2,11 per cento. Sin dagli inizi di giugno le variazioni dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro sono state nel complesso moderate, pur in presenza di uno specifico episodio di volatilità in cui gli operatori di mercato hanno repentinamente rivisto le proprie aspettative riguardo l'evoluzione della politica monetaria, spingendo al rialzo i rendimenti. Tuttavia, questo incremento è stato riassorbito intorno alla fine del periodo in esame, in parte a causa di tensioni geopolitiche e di notizie macroeconomiche meno positive sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro.

Grafico 4

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

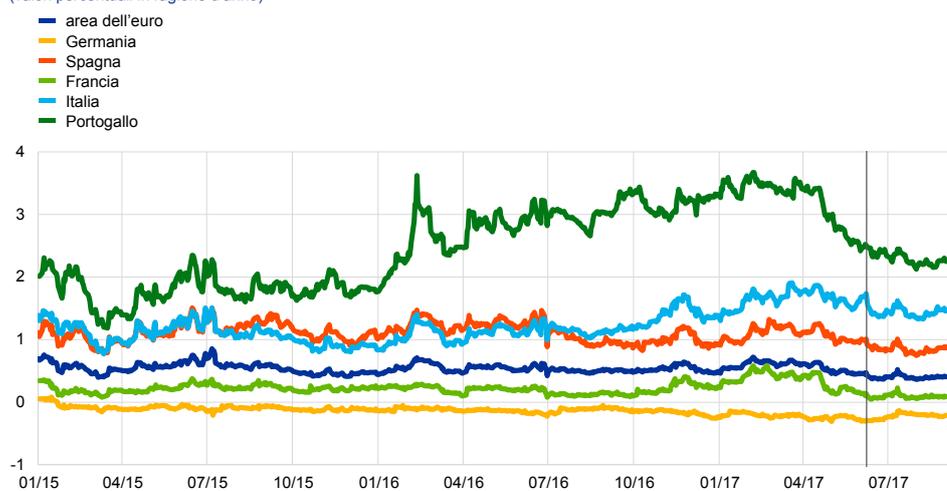
Note: per l'area dell'euro, si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 giugno 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 6 settembre 2017.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi OIS privi di rischio sono scesi in diversi paesi, in un contesto di prospettive macroeconomiche in miglioramento per l'area dell'euro. Si è oscillato fra ribassi di un punto base in Francia fino a 19 punti base in Italia e 20 punti base in Portogallo (cfr. grafico 5). Tali ribassi, in un primo momento, sono apparsi accentuati per effetto dei risultati delle elezioni presidenziali tenutesi ad aprile in Francia. In seguito, hanno soprattutto rispecchiato il miglioramento del quadro macroeconomico nell'area dell'euro.

Grafico 5

Differenziali fra rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e tassi OIS

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

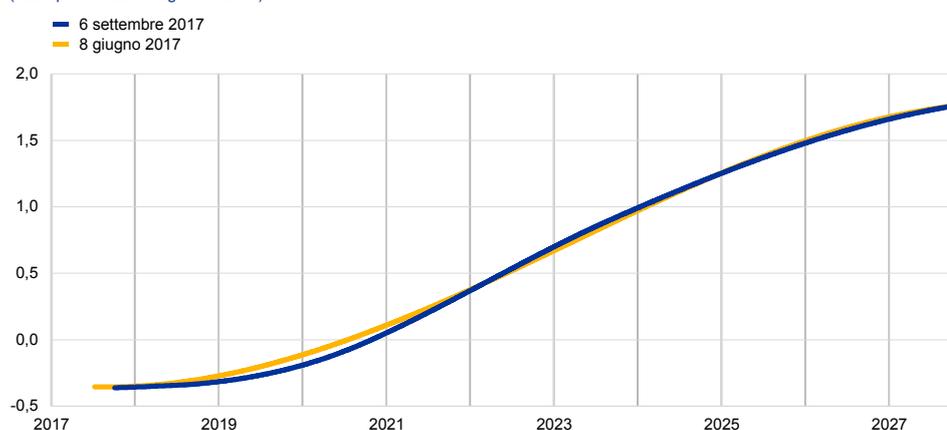
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS dal rendimento del titolo di Stato. Per l'area dell'euro, si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 giugno 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 6 settembre 2017.

La curva a termine dell'Eonia (Euro Overnight Index Average) si è spostata lievemente verso il basso per le scadenze a breve termine, mentre rimane sostanzialmente invariata per quelle a più lungo termine (cfr. grafico 6). L'inclinazione positiva e l'andamento graduale della curva indica che gli operatori

Grafico 6

Tassi a termine Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

continuano ad attendersi un periodo prolungato di tassi Eonia negativi, fino a circa la metà del 2020.

L'Eonia ha oscillato intorno a circa -36 punti base durante il periodo in esame.

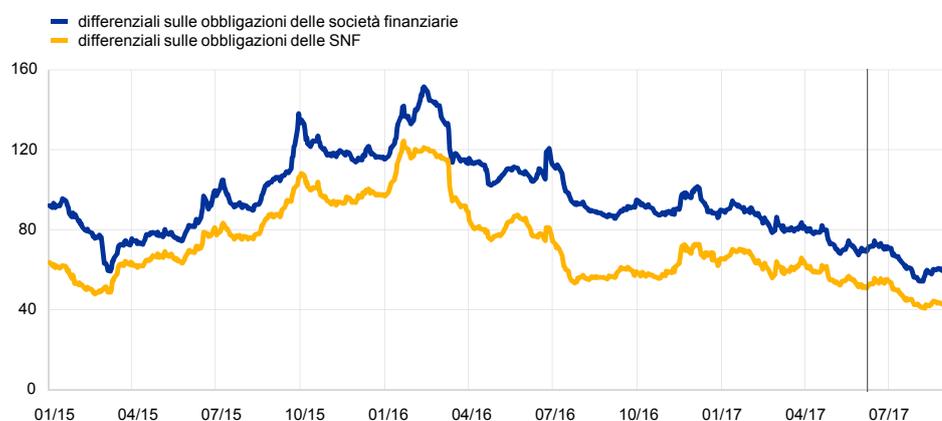
La liquidità in eccesso è aumentata di oltre 100 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.770 miliardi di euro. Tale incremento è ascrivibile al proseguimento degli acquisti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività. Le condizioni di liquidità sono illustrate in maggiore dettaglio nel riquadro 2.

I differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie (SNF) sono diminuiti in misura marginale durante il periodo in esame (cfr. grafico 7). Il 6 settembre i differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade (rispetto alla corrispondente curva dei rendimenti medi con rating AAA dell'area dell'euro) erano in media inferiori di cinque punti base rispetto all'inizio di giugno e inferiori di circa 70 punti base rispetto ai differenziali registrati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del CSPP. Anche i differenziali sulle obbligazioni di tipo non investment grade delle SNF e sul debito del settore finanziario sono scesi nel periodo in esame, con una riduzione rispettivamente pari a 39 e 6 punti base. I livelli contenuti e l'ulteriore compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono in linea con il consolidamento della ripresa economica.

Grafico 7

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 giugno 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 6 settembre 2017.

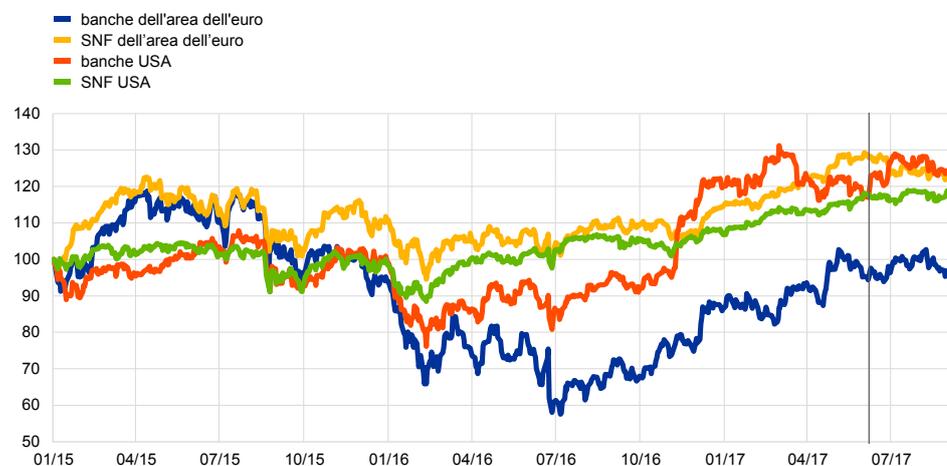
Dagli inizi di giugno le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono diminuite (cfr. grafico 8).

Le quotazioni azionarie delle SNF dell'area dell'euro hanno chiuso il periodo in esame a un livello circa il 3 per cento inferiore rispetto agli inizi di giugno, mentre le quotazioni delle società finanziarie sono diminuite del 2,5 per cento. Tali contrazioni riflettono soprattutto l'intensificarsi della percezione del rischio geopolitico. Ciononostante, le quotazioni delle azioni bancarie continuano ad attestarsi, nel complesso, su valori circa il 65 per cento più alti rispetto ai bassi livelli registrati all'indomani del referendum britannico sull'appartenenza all'UE del giugno del 2016 (le quotazioni delle SNF sono invece aumentate solo del 25 per cento). A differenza delle quotazioni azionarie delle SNF dell'area dell'euro, in ribasso, le

Grafico 8

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 giugno 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 6 settembre 2017.

quotazioni delle SNF statunitensi hanno chiuso il periodo in esame con un rialzo dell'1,5 per cento. Una possibile spiegazione dei risultati inferiori alle aspettative delle azioni delle SNF dell'area dell'euro è che l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro abbia moderato le aspettative di mercato sugli utili a breve termine di quelle imprese che dipendono fortemente dalle esportazioni. Le aspettative sugli utili a più lungo termine, per contro, sono rimaste elevate e hanno continuato a sostenere le quotazioni azionarie delle SNF. Le aspettative del mercato circa la volatilità delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono aumentate in seguito al divampare delle tensioni geopolitiche di metà agosto, per poi tornare ai livelli contenuti osservati nel corso dell'intero 2017. Anche negli Stati Uniti le aspettative sulla volatilità delle quotazioni azionarie sono, nel complesso, diminuite.

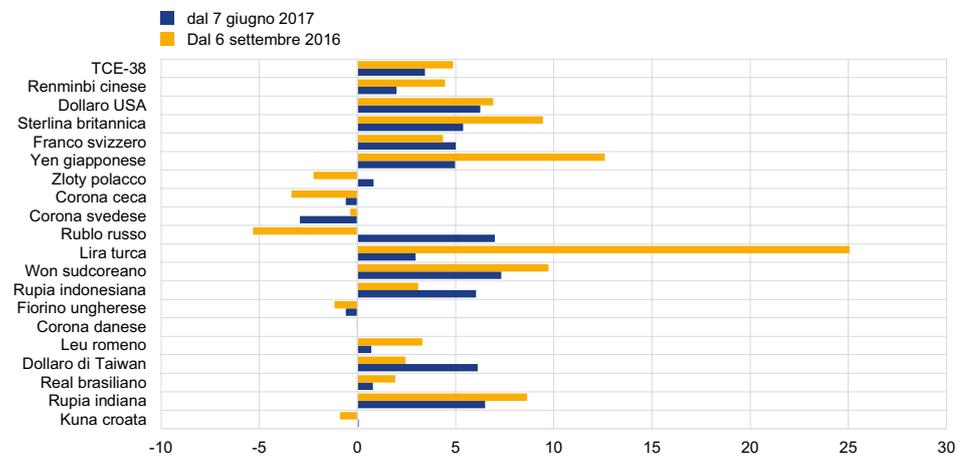
Sui mercati dei cambi, dall'inizio di giugno l'euro si è apprezzato del 3,7 per cento su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9).

L'euro si è apprezzato nei confronti della maggior parte delle altre principali valute, in un contesto di prospettive macroeconomiche in miglioramento per l'area dell'euro. In termini bilaterali, dall'8 giugno l'euro ha guadagnato il 6,3 per cento nei confronti del dollaro USA, il 5,0 per cento nei confronti dello yen giapponese, il 5,4 per cento nei confronti della sterlina britannica e il 5,0 per cento nei confronti del franco svizzero. L'euro si è altresì apprezzato nei confronti delle valute di gran parte delle economie emergenti, fra cui il renminbi cinese (del 2,0 per cento), nonché delle valute di altre economie asiatiche, mentre si è lievemente deprezzato nei confronti delle valute di alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. L'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense è stato trainato da tre fattori equipollenti: il miglioramento delle prospettive di crescita nell'area dell'euro, un orientamento della politica monetaria divenuto più restrittivo rispetto agli Stati Uniti e una componente esogena che potenzialmente riflette un miglioramento nel clima di fiducia in relazione al tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro.

Grafico 9

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

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate applicando i tassi di cambio vigenti il 6 settembre 2017.

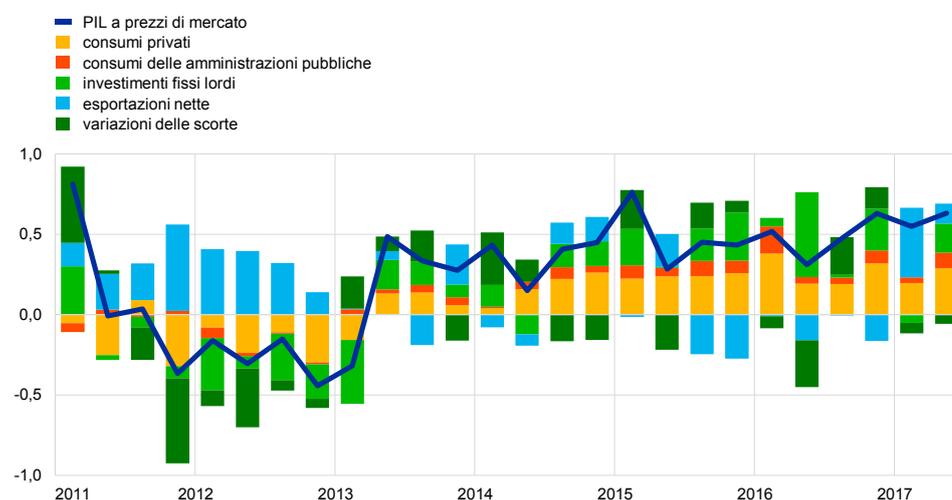
3 Attività economica

L'espansione economica nell'area dell'euro sta proseguendo e mostra segni di crescente tenuta. La crescita del PIL in termini reali è sostenuta in prevalenza dalla domanda interna. Indagini congiunturali e indicatori a breve confermano le prospettive di una robusta dinamica espansiva nel prossimo periodo. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso giugno, quelle formulate dagli esperti della BCE a settembre 2017 sono state riviste al rialzo per l'anno corrente e restano sostanzialmente invariate per gli anni successivi. Le previsioni indicano un aumento PIL in termini reali pari al 2,2 per cento nel 2017, all'1,8 nel 2018 e all'1,7 nel 2019.

L'espansione economica nell'area dell'euro si è rafforzata ed è sostenuta principalmente dalla domanda interna. Nel secondo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo corrispondente, dopo un aumento dello 0,5 per cento nel trimestre precedente (cfr. grafico 10). La domanda interna ha continuato a trainare la crescita insieme a un apporto delle esportazioni nette inferiore a quello del trimestre precedente, mentre la variazione delle scorte ha fornito un lieve contributo negativo. Dal lato della produzione, l'attività economica è stata diffusa, con una crescita positiva del valore aggiunto nell'industria (escluse le costruzioni), nonché nei settori delle costruzioni e dei servizi.

Grafico 10
PIL in termini reali nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

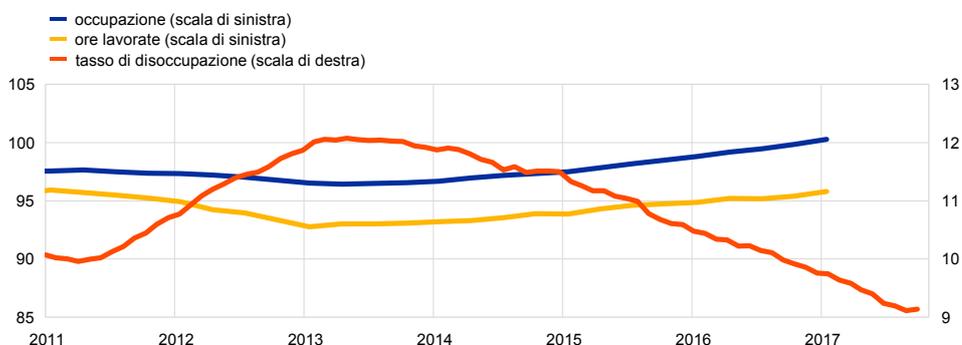
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2017.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a evidenziare dinamiche favorevoli. La crescita dell'occupazione dell'area è proseguita nel primo trimestre del 2017, raggiungendo lo 0,4 per cento sul periodo precedente, e ha così superato per la prima volta il valore massimo pre-crisi registrato nel 2008 (cfr. grafico 11). È continuata anche la ripresa del monte ore lavorate, sebbene restino sostanzialmente stabili le ore medie lavorate per addetto, anche se gli occupati sia a tempo pieno

Grafico 11

Andamenti dei mercati del lavoro nell'area dell'euro

(scala di sinistra, indice: 1° trim. 2008=100; scala di destra: punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2017 per l'occupazione e le ore lavorate e a luglio 2017 per il tasso di disoccupazione.

sia a tempo parziale lavorano in media un numero maggiore di ore, poiché tali incrementi sono stati controbilanciati dalla ricomposizione dell'occupazione verso una maggior quota di occupati a tempo parziale¹. La disoccupazione nell'area dell'euro ha evidenziato un netto calo dopo il massimo del 12,1 per cento raggiunto nel secondo trimestre del 2013. A luglio il tasso di disoccupazione era pari al 9,1 per cento, il livello più basso da febbraio 2009. I dati delle indagini disponibili fino ad agosto segnalano ulteriori miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro, indicando una crescente carenza di manodopera tra le maggiori economie dell'area dell'euro.

Sullo sfondo di un aumento dell'offerta di lavoro, la flessione significativa della disoccupazione dell'area è particolarmente incoraggiante.

L'aumento dell'offerta di lavoro, proseguito per tutto il periodo della crisi e durante la ripresa, si deve soprattutto ai crescenti tassi di partecipazione al mercato del lavoro di addetti più anziani e delle donne (cfr. il riquadro 3 intitolato *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). Tuttavia, misure più ampie della disoccupazione mostrano ancora un considerevole margine di capacità inutilizzata nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Un'indagine tra le grandi imprese dell'area (cfr. il riquadro 5 intitolato *Necessità di riforme strutturali nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le imprese di grandi dimensioni* in questo numero del Bollettino) indica che ulteriori riforme strutturali dei mercati del lavoro ne migliorerebbero il funzionamento e rafforzerebbero le prospettive di crescita in generale.

Il miglioramento del mercato del lavoro continua a sostenere la crescita dei redditi e la spesa per consumi.

Nel secondo trimestre del 2017, la crescita dei consumi privati è continuata ininterrotta allo 0,5 per cento sul periodo precedente, in aumento rispetto allo 0,4 per cento del precedente trimestre. La spesa delle famiglie ha continuato a beneficiare della vigorosa crescita dei redditi da lavoro, che costituiscono la determinante principale del reddito disponibile delle famiglie, e di un tasso di risparmio in leggera flessione. Anche le misure di politica monetaria della BCE, responsabili di più favorevoli condizioni di finanziamento, hanno continuato a sostenere

¹ Cfr. il riquadro intitolato *Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per addetto dal 2008* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

la spesa delle famiglie. La fiducia dei consumatori, ulteriormente cresciuta ad agosto, rimane molto elevata e ben al di sopra del suo livello medio di lungo termine, indicando una forte dinamica di fondo della spesa per consumi nel breve periodo.

Gli andamenti del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro continuano a fornire sostegno alla dinamica espansiva. Nel secondo trimestre del 2017, gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dell'1,3 per cento, in linea con il proseguire della ripresa nell'area dell'euro e in molti dei suoi paesi. Pur partendo da livelli molto bassi in alcuni paesi, tale ripresa è stata sostenuta dalla forte crescita del reddito disponibile delle famiglie, da migliori condizioni del mercato del lavoro, da criteri di finanziamento favorevoli e da una maggiore preferenza per gli investimenti nell'edilizia residenziale, a fronte dei bassi rendimenti delle attività fruttifere di interessi. Inoltre, è cresciuta in misura molto significativa la fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni. L'incremento delle concessioni edilizie, la crescente domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e le migliori condizioni di finanziamento da parte delle banche dovrebbero poi continuare a sostenere la diffusa tendenza al rialzo degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro.

Gli investimenti delle imprese sono risaliti nel secondo trimestre del 2017.

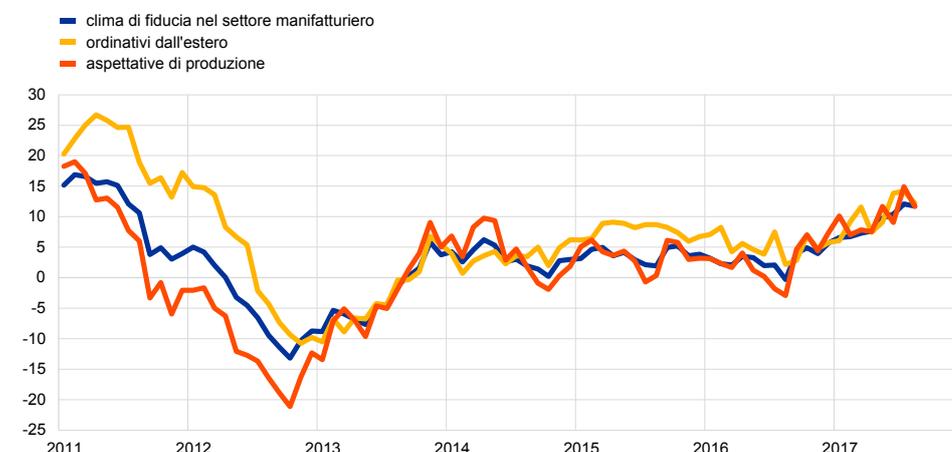
L'aumento (pari all'1 per cento sul periodo precedente) è stato trainato dagli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale e impianti, macchinari e armamenti diversi dai mezzi di trasporto. Dati quali quelli relativi alla produzione industriale nel settore dei beni di investimento, cresciuta dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2017, segnalano una ripresa degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro.

La ripresa degli investimenti delle imprese dovrebbe proseguire. Le prospettive di investimento sono favorite da un insieme di fattori. Il clima di fiducia delle imprese, le aspettative di produzione e gli ordinativi dall'estero nel settore dei beni di investimento rimangono elevati nonostante un lieve calo in agosto (cfr. grafico 12). Il grado di utilizzo

Grafico 12

Andamenti del settore dei beni di investimento nell'area dell'euro

(indice, deviazione dalla media di lungo periodo)



Fonte: Commissione europea.

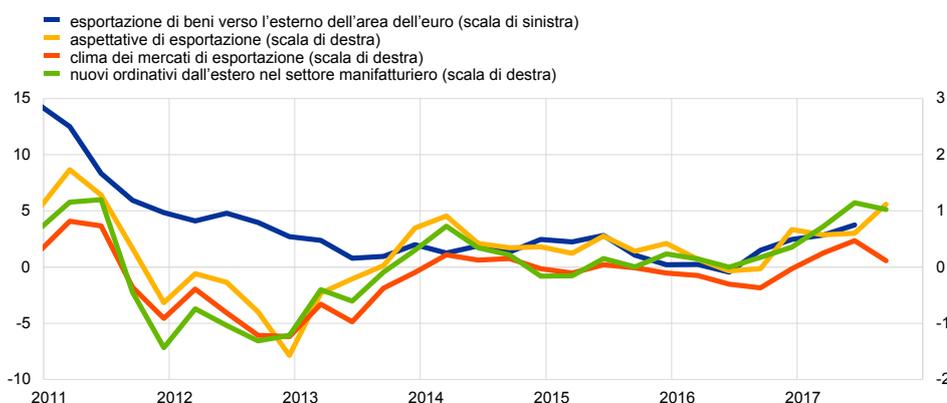
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017.

della capacità produttiva ha continuato ad aumentare oltre i livelli medi pre-crisi, le condizioni di finanziamento restano molto favorevoli, gli utili non distribuiti delle aziende, che costituiscono un potenziale di spesa per investimenti, permangono elevati ed è necessario modernizzare lo stock di capitale dopo vari anni di investimenti contenuti. Si prevede tuttavia che alcuni fattori continuino a gravare sulle prospettive di investimento delle imprese. Fra questi vi sono le aspettative di un potenziale di crescita a lungo termine più debole rispetto al passato, le rigidità nei mercati dei prodotti e il ritmo contenuto delle modifiche al contesto normativo. Inoltre, la scarsa redditività degli enti creditizi e l'entità ancora elevata di crediti deteriorati nei bilanci degli stessi in diversi paesi dovrebbero continuare a pesare sulla capacità di intermediazione delle banche e, di conseguenza, sul finanziamento degli investimenti delle imprese nel breve periodo.

È proseguito il recupero dell'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2017, le esportazioni di beni e servizi nell'area sono cresciute dell'1,1 per cento sul periodo precedente e lo slancio degli scambi commerciali dei beni con i paesi esterni all'area registra un costante miglioramento dall'estate del 2016. Secondo i dati mensili sull'interscambio, le esportazioni di beni verso i paesi esterni all'area nella prima metà del 2017 sono state principalmente spinte dalle esportazioni verso la Cina, il resto dell'Asia e paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Ciò sembra preludere a prospettive positive per la crescita complessiva, in quanto la domanda estera dell'area dell'euro è diventata sempre più generalizzata. Indicatori a breve termine, come le indagini congiunturali e i nuovi ordini dall'estero con effetto sulla seconda metà del 2017, segnalano una sostenuta dinamica delle esportazioni nonostante il recente rafforzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro (cfr. grafico 13). In un orizzonte di più lungo termine, la ripresa mondiale generalizzata sosterrà le esportazioni dell'area dell'euro. I rischi per il commercio restano comunque elevati e principalmente legati a tensioni geopolitiche suscettibili di rallentare la crescita mondiale.

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi sulla base di medie mobili di tre mesi; scala di destra: indice)



Fonti: Eurostat, Markit e Commissione europea.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017 per le indagini e al secondo trimestre del 2017 per le esportazioni.

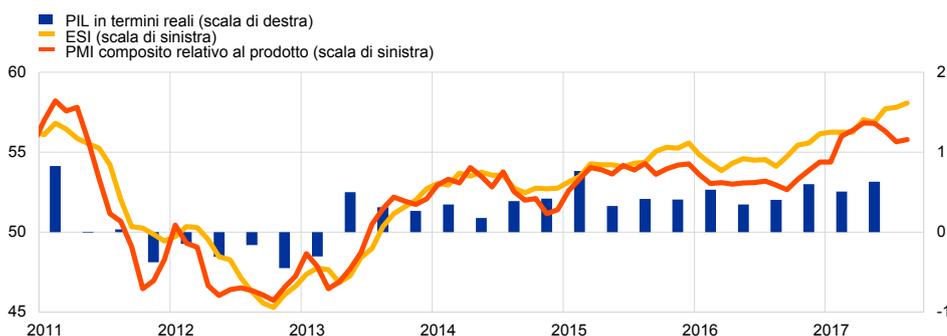
Complessivamente i risultati delle indagini segnalano una robusta dinamica espansiva nel terzo trimestre del 2017. L'indice di fiducia della Commissione

europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) si sono mantenuti su livelli elevati ad agosto e continuano a registrare valori ben superiori alle loro medie (cfr. grafico 14). Nel complesso, quindi, segnalano una crescita robusta nel terzo trimestre del 2017.

Grafico 14

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

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



Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2017 per il PIL in termini reali e ad agosto 2017 per l'ESI e il PMI.

L'attuale espansione dell'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE che vengono trasmesse all'economia reale. I criteri di finanziamento molto favorevoli, i bassi tassi di interesse e il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro continuano a promuovere i consumi privati e la ripresa degli investimenti, in presenza di un aumento dei profitti e di minori necessità di riduzione della leva finanziaria.

Grafico 15

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 settembre 2017.

Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile sul suo sito Internet.

La crescita sarà inoltre supportata da circostanze positive esterne, determinando un rafforzamento dell'attività economica mondiale e un corrispondente aumento della domanda estera dell'area dell'euro.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017 prevedono una crescita del PIL in termini reali del 2,2 per cento nel 2017, dell'1,8 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019 (cfr. grafico 15). Rispetto all'esercizio condotto a giugno 2017 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo per il 2017 e restano sostanzialmente invariate per gli anni successivi. La revisione al rialzo per il 2017 è connessa in misura prevalente alla recente accelerazione della crescita del PIL.

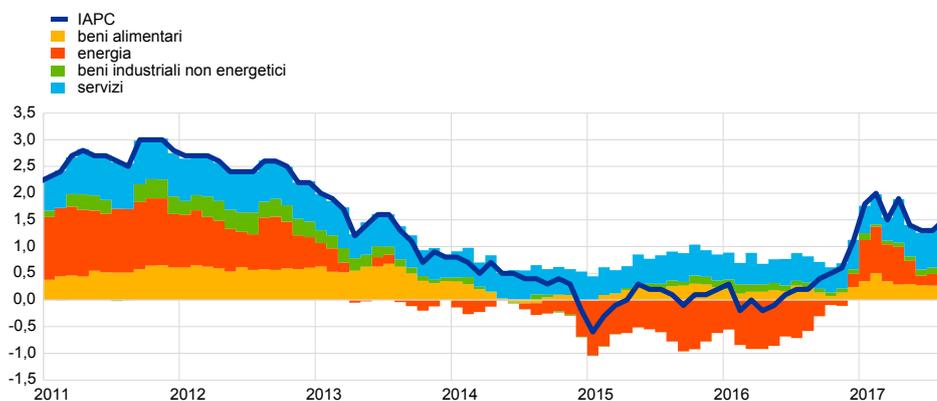
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in agosto 2017 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,5 per cento, in aumento rispetto all'1,3 per cento del mese precedente. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che a fine anno l'inflazione complessiva registri un calo temporaneo, riflettendo principalmente gli effetti base della componente energetica. Nel contempo, le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato una moderata ripresa negli ultimi mesi, ma non hanno per il momento mostrato segni di una convincente tendenza al rialzo. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate in settembre dagli esperti della BCE anticipano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,2 nel 2018 e dell'1,5 nel 2019.

L'inflazione è aumentata ulteriormente nel mese di agosto. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in agosto l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è salita all'1,5 per cento, dall'1,3 per cento in giugno e luglio (cfr. grafico 16). Ciò riflette l'incremento dell'inflazione dei beni energetici e, in misura minore, quello dei beni alimentari trasformati. Il rialzo dell'inflazione dei beni energetici era stato previsto, in quanto riflette l'impatto di un effetto base al rialzo e delle spinte nella stessa direzione derivanti dagli ultimi rincari del petrolio.

Grafico 16

Contributi delle componenti all'inflazione armonizzata complessiva dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

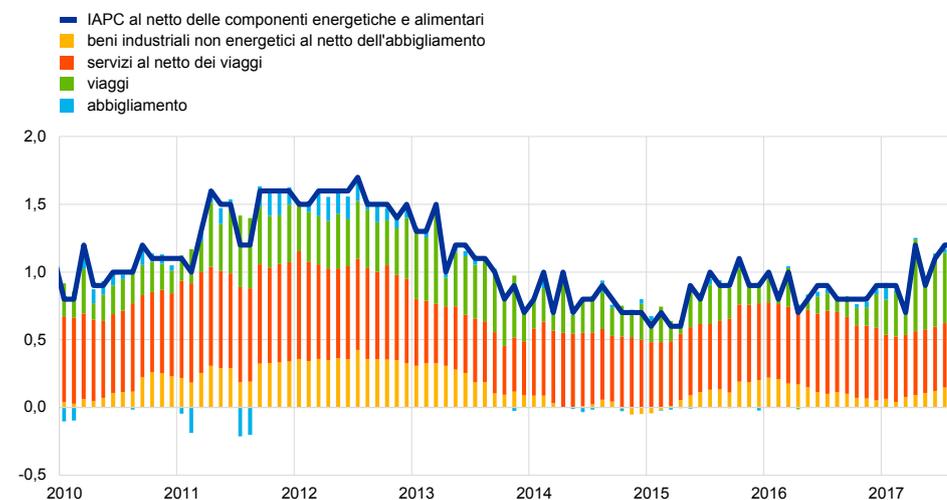
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2017 (stime preliminari).

Le misure dell'inflazione di fondo sono salite su livelli lievemente più alti dalla fine dello scorso anno. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prodotti energetici e alimentari si è confermata all'1,2 per cento in agosto, invariata rispetto a luglio, ma superiore di 0,4 punti percentuali rispetto alla media dell'ultimo trimestre dello scorso anno (cfr. grafico 17). Tuttavia, nello stesso periodo, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici, di quelli alimentari e di componenti molto volatili, come abbigliamento, calzature e voci legate ai viaggi, mostra solo un aumento relativamente modesto.

Grafico 17

Scomposizione dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

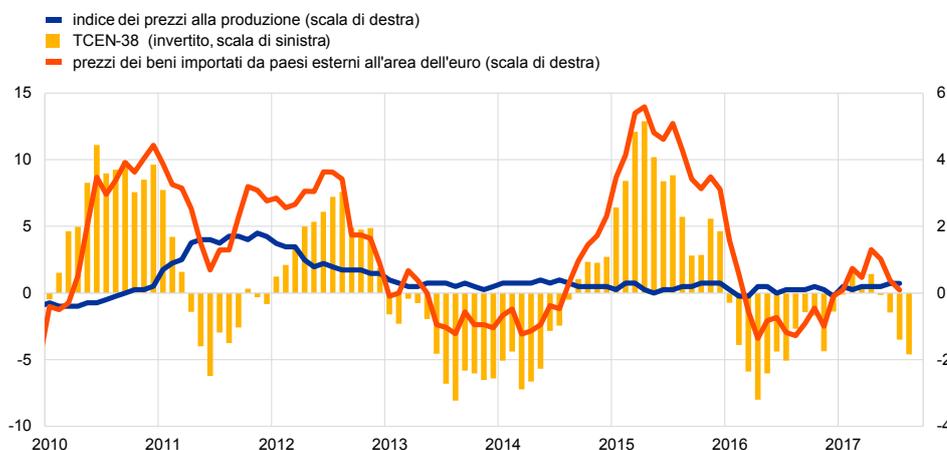
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2017 per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia (stima preliminare) e a luglio 2017 per tutte le altre variabili.

Il recente apprezzamento dell'euro comporta una certa moderazione delle pressioni sui prezzi nelle prime fasi della catena di produzione e di formazione degli stessi. L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro ha negli ultimi mesi cominciato a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi delle importazioni. La variazione annuale dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è scesa dall'1,3 per cento in aprile allo 0,1 per cento in luglio (cfr. grafico 18). Questa pressione al ribasso attenuerà quella al rialzo derivante dal

Grafico 18

Gli andamenti dei tassi di cambio e i prezzi alla produzione e all'importazione per i beni di consumo non alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono ad agosto 2017 per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle monete di 38 dei maggiori partner commerciali dell'area dell'euro (TCEN-38) e a luglio 2017 per i prezzi alla produzione e all'importazione.

forte incremento dell'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni non energetici iniziata a metà 2016. Nonostante le forti pressioni all'origine dall'esterno, che ora potrebbero attenuarsi lievemente, i prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno sono rimasti sostanzialmente stabili, con un innalzamento solo marginale dallo 0,2 per cento in maggio allo 0,3 per cento in giugno e luglio. La trasmissione del recente apprezzamento dell'euro sulle pressioni inflazionistiche interne è caratterizzata da un elevato grado di incertezza e dipende anche dal potenziale adeguamento dei margini di profitto.

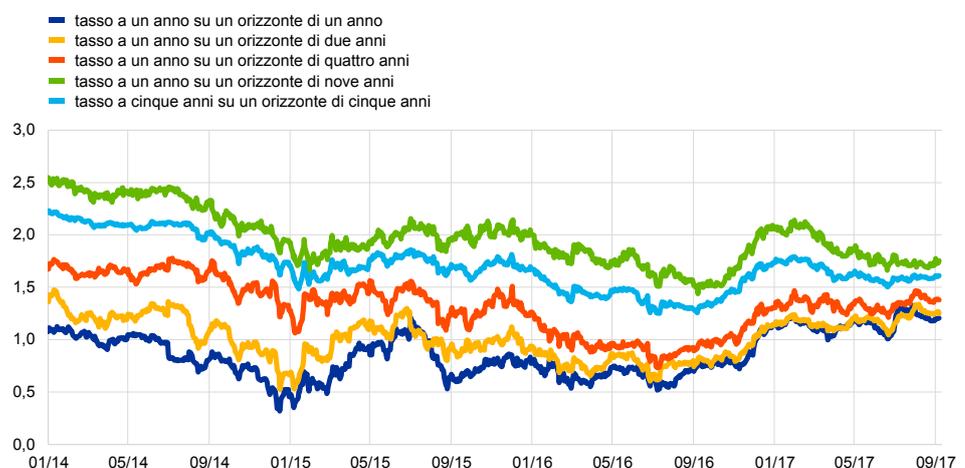
La crescita salariale rimane contenuta. La variazione annuale delle retribuzioni contrattuali per occupato era scesa lievemente dall'1,5 per cento all'1,4 per cento nel secondo trimestre del 2017, ma era rimasta invariata se si escludono i pagamenti una tantum. Anche i redditi per occupato si sono mantenuti bassi fino al primo trimestre del 2017, nonostante si discostino dai redditi per ora a causa della flessione del numero medio di ore lavorate per occupato. In generale, la dinamica salariale potrebbe essere stata frenata da alcuni fattori che includono il perdurare di un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la bassa inflazione, la debole crescita della produttività e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi.

Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste stabili. Il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale il 6 settembre si collocava all'1,61 per cento, lievemente al di sopra dei livelli osservati agli inizi di giugno (cfr. grafico 19). Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini per l'area dell'euro rimangono invariate all'1,8%, secondo quanto segnalato dalla Survey of Professional Forecasters della BCE per il terzo trimestre del 2017.

Grafico 19

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 6 settembre 2017.

In prospettiva, ci si attende che l'aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro risulti lievemente inferiore rispetto a quanto precedentemente prefigurato. Sulla base delle informazioni disponibili a metà agosto, le proiezioni macroeconomiche per l'area formulate dagli esperti della BCE in settembre prevedono un'inflazione misurata sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,2 nel 2018 e dell'1,5 nel 2019 (cfr. grafico 20)¹. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno svolto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al ribasso, principalmente a seguito del recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Gli effetti base implicano un calo significativo del contributo dell'inflazione armonizzata dei beni energetici all'inflazione complessiva fra l'ultimo trimestre del 2017 e il primo del 2018 (cfr. anche il riquadro intitolato *Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo* in questo numero del Bollettino). L'ipotizzato, sebbene modesto, aumento dei corsi petroliferi nella parte restante dell'orizzonte temporale della proiezione (come evidenziato nella curva dei prezzi dei contratti future sul petrolio) comporterà una ripresa dell'inflazione armonizzata dei beni energetici nel 2019.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 settembre 2017.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari

dovrebbe mostrare un incremento graduale nel medio termine. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere pari all'1,1 per cento nel 2017, all'1,3 nel 2018 e all'1,5 nel 2019. L'effetto delle pressioni al ribasso esercitate dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro sull'inflazione di fondo nell'orizzonte temporale di proiezione è parzialmente compensato da migliori prospettive per la domanda interna nell'area dell'euro. Dal lato dei costi interni, un importante fattore alla base della graduale ripresa dell'inflazione di fondo è rappresentato dalla prospettata riduzione dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro e dalle crescenti carenze nell'offerta di lavoro in alcuni paesi dell'area; fattori che dovrebbero comportare un'accelerazione della crescita salariale. Oltre a ciò,

¹ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 settembre 2017.

ci si attenderebbe che il recente significativo rialzo dell'inflazione complessiva si traduca, nel tempo, in aumenti più consistenti dei salari nominali nei paesi dell'area in cui i processi di formazione di questi ultimi includono elementi di aspettativa o di indicizzazione sull'inflazione precedente.

5 Moneta e credito

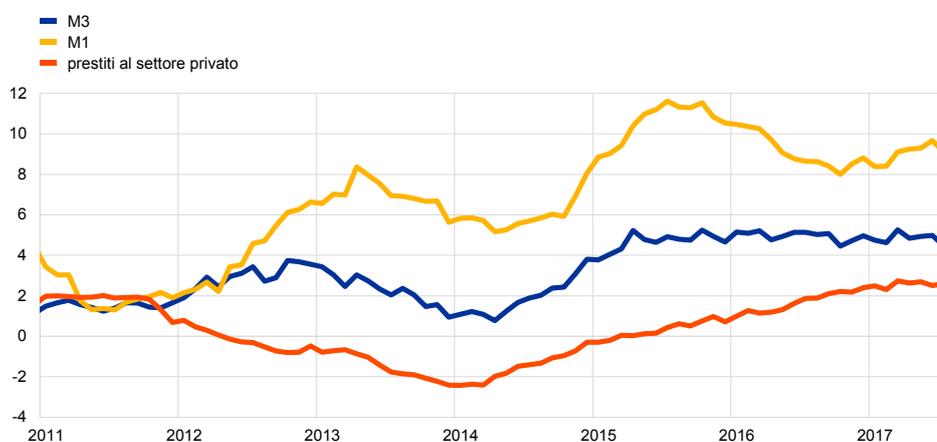
Nel secondo trimestre del 2017, l'aggregato monetario è cresciuto al ritmo sostenuto generalmente osservato dalla metà del 2015, evidenziando un rallentamento a luglio. È proseguita la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato. Si stima inoltre che nel secondo trimestre del 2017 il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie (SNF) sia diminuito lievemente.

Nel secondo trimestre dell'anno, la crescita dell'aggregato monetario ampio è stata robusta, al 5 per cento, in linea con l'espansione osservata dalla metà del 2015, riducendosi poi a luglio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in luglio al 4,5 per cento, probabilmente a causa di fattori temporanei (cfr. grafico 21). Il basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, oltre all'effetto delle misure di politica monetaria della BCE, ha continuato a sostenere l'espansione dell'aggregato monetario. Tuttavia, il contributo delle componenti più liquide alla crescita tendenziale di M3 è diminuito, con il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 che in luglio è sceso al 9,1 per cento (rispetto al 9,3 per cento nel secondo trimestre del 2017 e al 9,7 a giugno).

Grafico 21

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo all'espansione di M3.

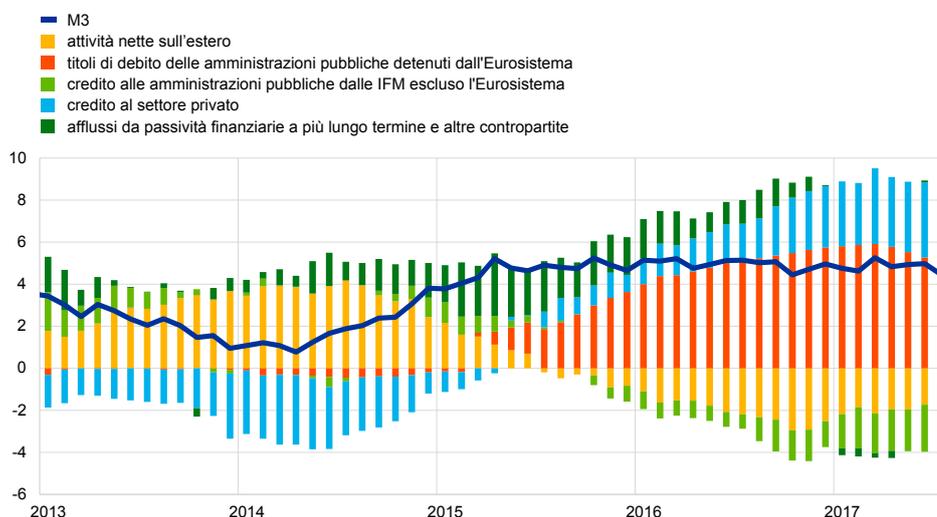
In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie è rimasto elevato nel secondo trimestre del 2017 ma si è attenuato a luglio, presumibilmente a causa di fattori temporanei. Anche la crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è diminuita a luglio, escludendo segnali da parte del settore detentore di moneta di sostituzione dei depositi con circolante in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli

overnight (M2 meno M1) hanno continuato ad avere un impatto negativo su M3 nel secondo trimestre e a luglio. Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), componente esigua di M3, è divenuto sensibilmente negativo a luglio, contribuendo alla moderazione della crescita di M3 osservata in questo periodo. Questo andamento ha fatto seguito a un contributo positivo nel secondo trimestre del 2017 ed è stato per lo più trainato da un'ulteriore diminuzione dell'emissione di titoli di debito a breve termine delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Di contro, il tasso di crescita sui dodici mesi delle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari è rimasto positivo.

Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 22). Dal punto di vista delle contropartite, gli acquisti di titoli di debito pubblico da parte dell'Eurosistema (cfr. l'area rossa del grafico 22), effettuati per lo più nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) della BCE, hanno fornito un contributo positivo all'espansione di M3¹. Anche la ripresa in atto del credito al settore privato (cfr. l'area blu del grafico 22) ha continuato a supportare la crescita di M3. La ripresa ha interessato sia i prestiti delle IFM al settore privato sia le disponibilità delle istituzioni monetarie finanziarie in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Come tale, essa comprende gli acquisti di titoli di debito da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma

Grafico 22
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle istituzioni monetarie finanziarie in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Comprende pertanto le disponibilità dell'Eurosistema di titoli di debito nel contesto del programma di acquisto delle attività del settore societario (CSPP). L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

¹ Cfr. anche il riquadro intitolato *Base monetaria, aggregato ampio e PAA*, in questo numero del Bollettino, che descrive l'andamento della base monetaria negli ultimi anni e l'impatto che le misure non convenzionali della BCE hanno avuto su di esso.

di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Nel complesso, le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno avuto un lieve impatto negativo sulla crescita di M3 per effetto della dinamica delle altre contropartite (principalmente pronti contro termine) (cfr. l'area verde scuro del grafico 22). La persistente contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), tuttavia, ha contribuito all'espansione di M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi di tali passività ha segnato valori negativi sin dal secondo trimestre del 2012, in parte a seguito dell'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II) della BCE, che potrebbero fungere da sostituto della raccolta bancaria a più lunga scadenza basata sul mercato. Infine, le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (ad esclusione dell'Eurosistema) hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti, frenando così l'espansione di M3 (cfr. l'area verde chiaro del grafico 22).

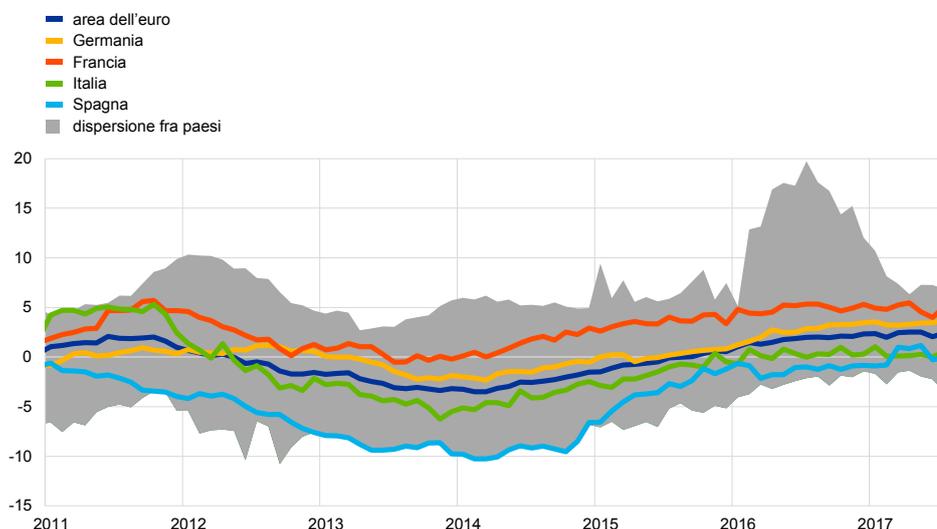
Le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a influire sulla crescita tendenziale di M3. Sebbene il flusso annuo delle attività nette sull'estero sia rimasto negativo nel secondo trimestre del 2017 e a luglio, in quest'ultimo mese è stato registrato un afflusso. Ciò ha contribuito a ridurre la pressione al ribasso esercitata sulla crescita di M3 (cfr. l'area gialla del grafico 22). L'andamento del flusso annuo ha continuato a riflettere i deflussi di capitale dall'area dell'euro, in parte ascrivibili alle cessioni di titoli di Stato dell'area nel quadro del PSPP da parte di soggetti non residenti. Secondo gli andamenti recenti, tuttavia, l'Eurosistema non avrebbe effettuato rilevanti acquisti di titoli da non residenti nell'ambito del PSPP.

È proseguita la ripresa della dinamica dei prestiti osservata a partire dall'inizio del 2014. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è rimasto sostanzialmente stabile nel secondo trimestre del 2017 e a luglio (cfr. grafico 21). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 2,4 per cento in entrambi i periodi, dopo un calo temporaneo subito a giugno a seguito di effetti specifici osservati in alcuni paesi (cfr. grafico 23). La crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal livello minimo raggiunto nel primo trimestre del 2014. Tale andamento è stato diffuso tra i maggiori paesi, sebbene i tassi di crescita dei prestiti rimangano negativi in alcuni di essi. Anche il tasso di espansione annuale dei prestiti alle famiglie è aumentato nel secondo trimestre del 2017, portandosi al 2,6 per cento a luglio (cfr. grafico 24). Queste dinamiche sono state favorite dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro fin dall'estate 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se i crediti deteriorati in alcuni paesi permangono su livelli elevati e potrebbero limitare l'erogazione dei prestiti.

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



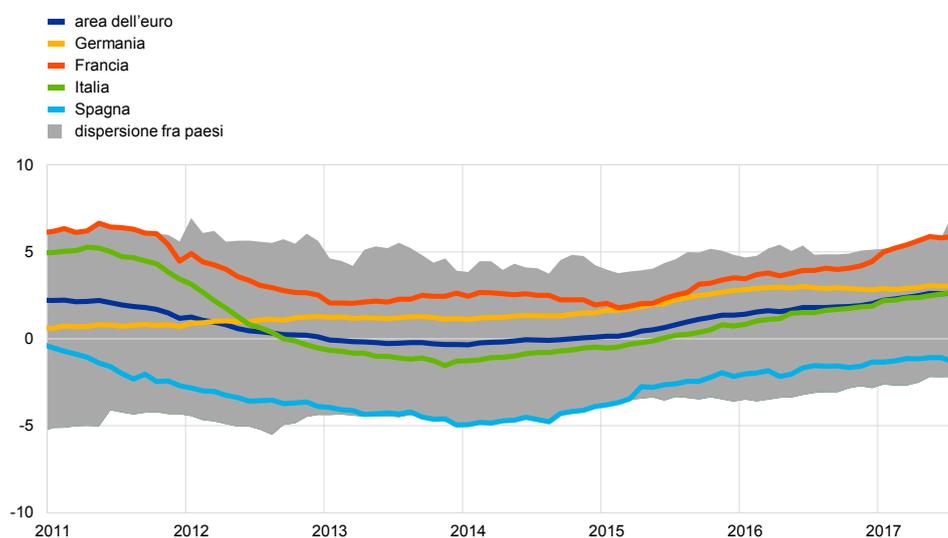
Fonte: BCE.

Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

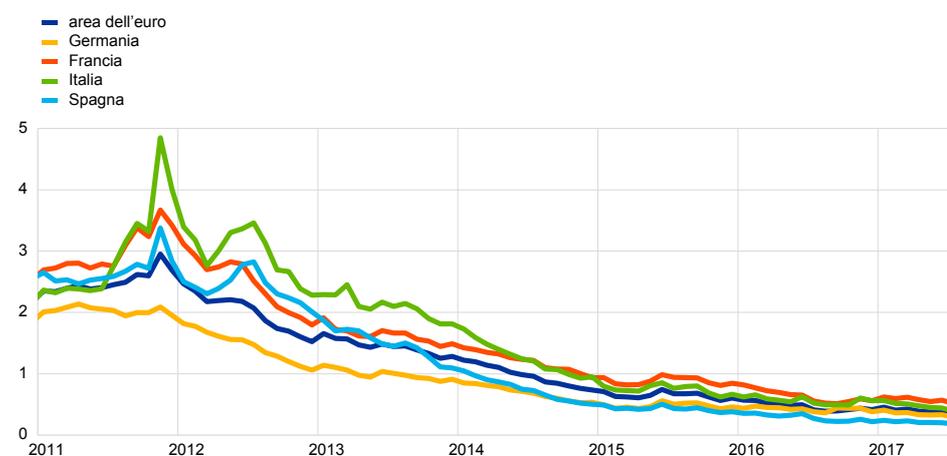
Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli. Il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso a un nuovo minimo storico in luglio, dopo essersi sostanzialmente stabilizzato nel secondo trimestre dell'anno (cfr. grafico 25). Questa tendenza è riconducibile soprattutto agli andamenti del costo dei depositi, che è sceso lievemente a un nuovo minimo storico

a luglio dopo essersi mantenuto sostanzialmente stabile nel secondo trimestre del 2017. Nello stesso periodo, anche i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno continuato a mostrare una sostanziale stabilità, registrando tuttavia un temporaneo aumento a giugno, seguito da un calo in luglio. Hanno contribuito al crearsi di queste condizioni favorevoli l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci bancari e la riduzione della frammentazione nei mercati finanziari.

Grafico 25

Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche

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



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

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

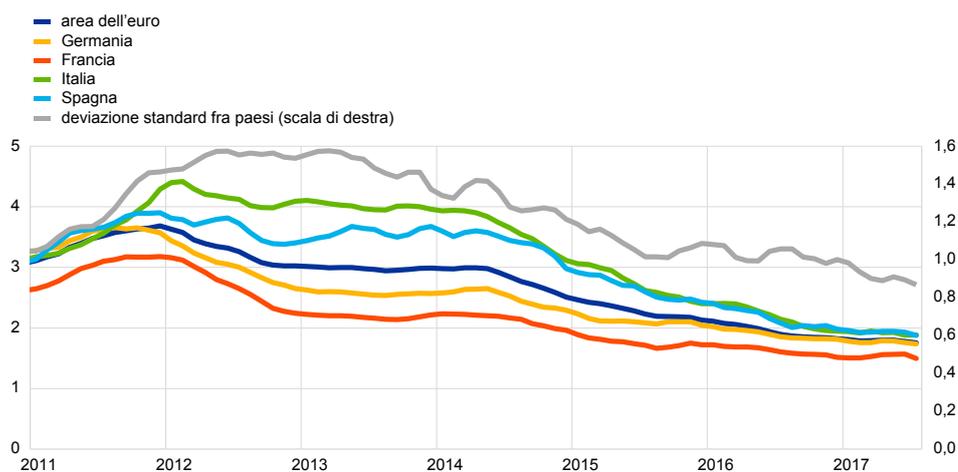
I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello pari o prossimo ai minimi storici nel secondo trimestre del 2017 e a luglio (cfr. grafici 26 e 27). Dopo aver registrato un calo tra l'inizio del 2014 e la fine del 2016, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie hanno intrapreso un'evoluzione diversa che ha visto aumentare lievemente il tasso composito sui prestiti bancari per i mutui residenziali fino a luglio 2017 e diminuire ulteriormente il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF fino a raggiungere un nuovo minimo storico a luglio. Complessivamente, dopo l'annuncio delle misure di allentamento del credito della BCE nel giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativamente maggiore dei tassi di riferimento del mercato, segnalando un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Il calo del costo composito della provvista bancaria richiamato in precedenza ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra maggio 2014 e luglio 2017 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 119 e 103 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili dell'area, a indicare una più omogenea trasmissione della politica monetaria a tali tassi tra i diversi paesi. 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 si è considerevolmente ridotto, portandosi su un valore prossimo al minimo storico a luglio 2017. 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 26

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



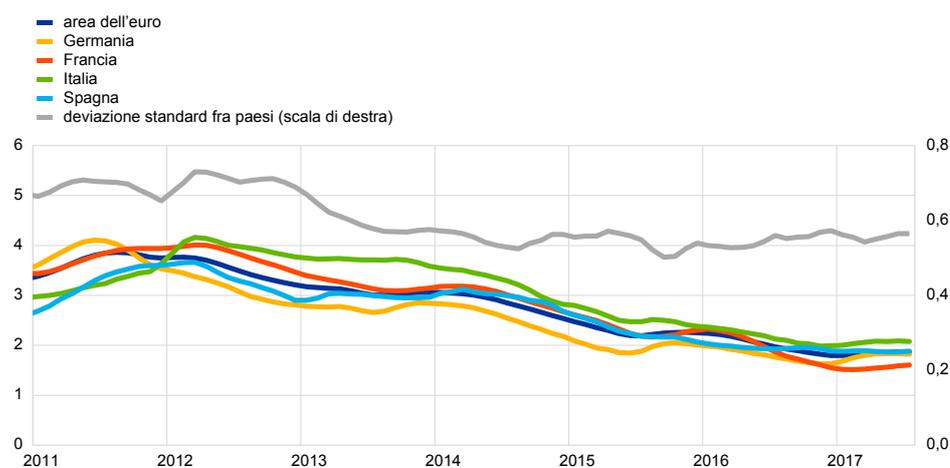
Fonte: BCE.

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

Grafico 27

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

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



Fonte: BCE.

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

Si stima che il flusso annuo totale di finanziamenti esterni a favore delle SNF dell'area dell'euro si sia lievemente ridotto nel secondo trimestre. Tale

evoluzione riflette un indebolimento sia della dinamica dei prestiti bancari sia dell'emissione di titoli di debito, in parte attribuibile a fattori specifici e di natura temporanea nel caso dei prestiti bancari. In generale, la ripresa osservata nei finanziamenti esterni delle SNF dagli inizi del 2014 è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore diminuzione del costo del finanziamento mediante ricorso al debito, dall'allentamento delle condizioni di prestito e da un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, tuttavia, il livello senza precedenti raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

L'emissione lorda di titoli di debito da parte delle SNF è stata contenuta a luglio e agosto 2017, dopo essersi rafforzata a giugno. Gli ultimi dati della BCE indicano

una robusta attività di emissione a giugno, che ha seguito un periodo di moderazione ad aprile e maggio. Ciò detto, l'attività di emissione è stata negativa su base netta a causa di significativi rimborsi di titoli a breve scadenza. Occorre inoltre tenere presente che i dati di mercato che segnalano un'attività di emissione contenuta a luglio e agosto rispecchiano in larga misura fattori stagionali. Intorno a questo periodo, l'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF è stata più consistente rispetto ai primi mesi del 2017, in cui è stata frenata da significativi riacquisti di azioni proprie.

I costi di finanziamento per le SNF permangono favorevoli. 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 sceso lievemente al 4,4 per cento ad agosto 2017, dopo essere salito moderatamente a giugno e luglio. Tali andamenti riflettono, in larga parte, quelli del costo del capitale di rischio. Il costo del finanziamento si colloca oggi 40 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, prima che i mercati iniziassero a inglobare nei prezzi le aspettative in merito al preannunciato programma di acquisto di attività. Il costo del debito, espresso come media ponderata del costo del credito bancario e di quello del debito sul mercato, oscilla ancora attorno ai minimi storici.

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2019) per effetto del miglioramento delle condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. Secondo le proiezioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro dovrebbe essere lievemente espansivo nel 2017 e sostanzialmente neutro nel 2018-2019. Anche se il rapporto debito pubblico/PIL continuerà a scendere nell'area dell'euro, esso è ancora elevato. In particolare, i paesi con alti livelli di debito dovrebbero compiere ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni macroeconomiche¹ formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1,5 per cento del PIL del 2016 allo 0,9 per cento del PIL nel 2019 (cfr. la tavola). Il lieve miglioramento delle prospettive per i conti pubblici rispetto alle proiezioni di giugno 2017 è principalmente sostenuto da condizioni cicliche favorevoli e dal calo degli esborsi per interessi.

Tavola

Andamenti della finanza pubblica nell'area dell'euro

(percentuale del PIL)	2016	2017	2018	2019
a. Entrate totali	46,2	46,0	45,9	45,8
b. Spese totali	47,7	47,3	46,9	46,6
di cui:				
c. Spese per interessi	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Spese primarie (b - c)	45,5	45,3	45,0	44,8
Saldo di bilancio (a - b)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,7	0,7	0,9	0,9
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2
Saldo strutturale di bilancio	0,7	0,6	0,6	0,6
Debito lordo	89,1	87,5	86,0	84,2
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	1,8	2,2	1,8	1,7

Fonti: Eurostat, BCE e *Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2017*.

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

Le proiezioni indicano che l'orientamento delle politiche di finanza pubblica dell'area dell'euro sarà lievemente espansivo nel 2017 e sostanzialmente neutro nel 2018-2019². Le prospettive per il 2017 sono riconducibili alla ripresa

¹ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017*.

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

degli investimenti delle amministrazioni pubbliche e a un pagamento una tantum in Germania ai produttori di energia nucleare³. Nel biennio 2018-2019, l'attesa intonazione neutrale delle politiche di bilancio rifletterà effetti di compensazione nelle entrate e nella spesa pubblica. Allo stesso tempo, l'orientamento sostanzialmente neutro indica che i paesi non stanno sfruttando al meglio la dinamica di crescita favorevole per costruire margini di bilancio.

In base alle previsioni, i livelli elevati di debito pubblico nell'area dell'euro dovrebbero continuare a scendere. Stando alle stime attuali, il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro, che ha raggiunto il suo livello massimo nel 2014, dovrebbe ridursi dall'89,1 per cento del PIL nel 2016 all'84,2 per cento del PIL entro la fine del 2019. Tale riduzione è principalmente sostenuta da un incremento dell'avanzo primario e da un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse, quest'ultima riconducibile alla relativa stabilità delle prospettive macroeconomiche. I raccordi disavanzo-debito dovrebbero avere un impatto lievemente negativo a partire dal 2018. Sebbene le prospettive varino di poco rispetto all'esercizio di giugno, ci si attende che nel 2017 il livello del debito subisca un leggero calo, in particolare a causa del più favorevole differenziale fra crescita e tassi di interesse. Considerate a livello di singolo paese, le prospettive per il debito dovrebbero migliorare nella maggior parte dei paesi dell'area, mentre in alcuni altri paesi ci si attende un incremento dell'incidenza del debito pubblico nell'orizzonte temporale di proiezione. In particolare, i paesi con alti livelli di debito dovrebbero compiere ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente. Ciò contribuirebbe a ridurre la vulnerabilità in caso di nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari o di aumento dei tassi di interesse.

Tutti i paesi dell'area dell'euro trarrebbero beneficio intensificando gli sforzi tesi a conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita. Spostare le spese verso categorie più favorevoli alla crescita, quali l'istruzione e le infrastrutture, o l'onere fiscale verso imposte meno distorsive, come le imposte sui consumi o sulla proprietà immobiliare, può generare effetti positivi sulla crescita del prodotto e quindi contribuire alla costituzione di margini di bilancio⁴.

In prospettiva, è importante che i documenti programmatici di bilancio, da presentare entro la metà di ottobre, rispettino appieno i requisiti del Patto di stabilità e crescita. Il processo riguardante i documenti programmatici di bilancio, se attuato in modo completo e coerente, è importante ed efficace come allarme preventivo e come strumento correttivo. Una volta ricevuti tali documenti da parte dei paesi dell'area dell'euro, la Commissione valuterà se sono rispettati appieno i requisiti del Patto di stabilità e crescita. In caso di non conformità, la Commissione dovrà rinviarli ai paesi interessati.

³ Il pagamento una tantum ammonta allo 0,2 per cento del PIL della Germania.

⁴ Cfr. l'articolo *La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro*, nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

Riquadri

1 Dinamiche di investimento nelle economie avanzate dopo la crisi finanziaria

Il presente riquadro si propone di analizzare, in una prospettiva internazionale, gli shock che hanno avuto ripercussioni negative sugli investimenti nelle economie avanzate dopo la crisi finanziaria.

A giudizio di molti, uno dei fattori principali che hanno frenato la ripresa economica mondiale nell'attuale ciclo economico è stato il debole andamento degli investimenti, in particolare nelle economie avanzate. Tale andamento è stato attribuito al malfunzionamento dei mercati finanziari, ai vincoli di bilancio del settore pubblico, all'accresciuta incertezza delle politiche e alle deboli prospettive economiche. Allo stesso tempo lo scarso dinamismo del settore delle imprese appare più marcato rispetto alle precedenti fasi di ripresa e ciò, unitamente al calo più pronunciato nella spesa per gli investimenti all'indomani della Grande recessione, ha determinato dei livelli di investimento persistentemente inferiori alle medie di lungo periodo.

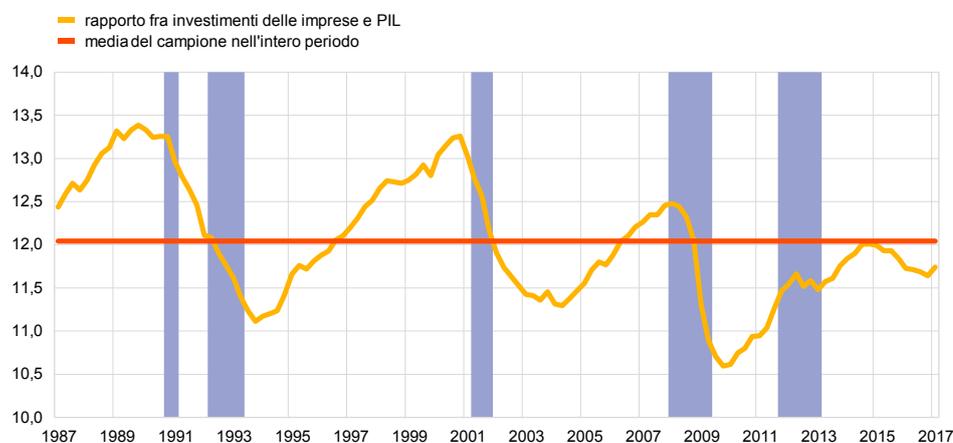
Il consueto andamento in base al quale gli investimenti delle imprese toccano il livello minimo poco dopo una recessione per poi tornare in tempi relativamente brevi sui livelli antecedenti la recessione non si è concretizzato nella stessa misura dopo la Grande recessione¹. Tale andamento, evidente nei cicli economici degli anni '90 e nei primi anni 2000, non si è ancora verificato nel ciclo attuale: la ripresa iniziale degli investimenti, dopo il livello minimo registrato nel primo trimestre del 2009, è stata interrotta da una seconda recessione nell'area dell'euro legata alla crisi del debito sovrano. Questa battuta di arresto della ripresa si può osservare nel grafico A, che illustra il rapporto tra investimenti e PIL nelle economie avanzate. Tale rapporto ha iniziato a ridursi partendo da un livello relativamente basso rispetto ai cicli passati (12,5 per cento) e calando al 10,5 per cento circa nel 2009. Dopo aver registrato questo punto di minimo, si è avviata una ripresa rapida e sostenuta degli investimenti delle imprese, che è stata però interrotta dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Il rapporto tra investimenti e PIL ha poi registrato un nuovo calo tra la seconda metà del 2015 e la fine del 2016. Ciò è da ricondurre in ampia misura ai paesi produttori di materie prime, quali Canada, Australia e, in misura minore, Stati Uniti, che hanno ridotto la spesa per investimenti, in parte a causa della brusca flessione dei prezzi delle materie prime (il petrolio in particolare), che hanno raggiunto livelli molto bassi. Solo più di recente (all'inizio del 2017) si è registrata una ripresa degli investimenti. Nel complesso, tuttavia, nel primo trimestre del 2017 il rapporto tra investimenti delle imprese e PIL nelle economie avanzate era ancora al di sotto della sua media di lungo periodo.

¹ Il concetto di investimento qui adottato è rappresentato dagli investimenti da parte delle imprese (non residenziali del settore privato) e include gli investimenti del settore privato in strutture, attrezzature (nei comparti informatico, industriale e dei trasporti) e i diritti di proprietà intellettuale. Il concetto potrebbe variare in misura marginale tra i diversi paesi.

Grafico A

Rapporto tra investimenti e PIL nelle economie avanzate

(valori percentuali; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati di Haver Analytics.

Note: il campione di economie avanzate include: Australia, Canada, area dell'euro, Giappone, Nuova Zelanda, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. L'aggregato è una media ponderata del rapporto fra investimenti delle imprese e PIL dei diversi paesi, che utilizza pesi per il PIL basati sulle parità di potere di acquisto, variabili nel tempo. Le aree ombreggiate si riferiscono a un indicatore integrato per i periodi di recessione nell'area dell'euro (Centre for Economic Policy Research) e negli Stati Uniti (National Bureau for Economic Research). L'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2017.

Quattro sono i fattori comunemente considerati come potenziali determinanti degli investimenti a livello macroeconomico: le aspettative sulla domanda, le condizioni finanziarie, l'incertezza e gli shock dell'offerta². Dopo la crisi finanziaria questi fattori sono stati al centro del dibattito sugli investimenti, sia dal punto di vista teorico sia empirico. Condizioni finanziarie tese e shock negativi dal lato della domanda sono annoverati tra i fattori sfavorevoli per gli investimenti delle imprese³. In particolare, si ritiene che l'indebolimento delle prospettive riguardanti l'economia mondiale possa portare a un calo dei rendimenti sugli investimenti, frenando così la formazione di nuovo capitale e ritardando la sostituzione di quello obsoleto. Anche gli shock di incertezza possono avere effetti persistentemente negativi sugli investimenti delle imprese⁴. Infine, shock negativi inattesi dal lato dell'offerta, come ad esempio il calo della produttività del lavoro tra i diversi paesi, possono ridimensionare le aspettative di profitto e determinare una riduzione delle attività di investimento.

Gli andamenti degli investimenti a seguito dei differenti shock considerati sono confermati a livello empirico utilizzando funzioni di risposta agli impulsi. Sulla base del modello impiegato, i principali risultati sono che gli shock di incertezza hanno

² È stato utilizzato un modello vettoriale autoregressivo bayesiano su dati panel, che tiene conto dell'eterogeneità fra paesi; il modello è stato stimato per Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Le variabili includono l'incertezza, misurata dalla dispersione delle aspettative di crescita tra previsori professionali; le condizioni finanziarie, misurate da appositi indici calcolati sulla base dei tassi di interesse a breve e lungo termine e delle quotazioni azionarie; la crescita attesa; gli andamenti dei prezzi. L'identificazione degli shock strutturali è effettuata imponendo delle restrizioni sugli zeri, di segno e grandezza.

³ Poiché l'incertezza e le variabili finanziarie sono strettamente correlate, per identificare gli shock strutturali vengono imposte restrizioni sulla dimensione relativa.

⁴ Per un'analisi più approfondita degli effetti sugli investimenti delle imprese in relazione agli Stati Uniti, cfr. Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, Vol. 77, 2009.

un marcato effetto, negativo e persistente sul rapporto tra investimenti delle imprese e PIL⁵; il deteriorarsi della domanda attesa e l'aumento dei vincoli finanziari determinano un calo della spesa per gli investimenti da parte delle imprese, mentre una maggiore produttività ne determina un aumento persistente. In tutti i paesi considerati, i fattori dal lato della domanda hanno rappresentato la principale determinante degli investimenti, spiegando più della metà della varianza negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, e circa il 40 per cento in Canada (dopo 16 trimestri). La seconda determinante per ordine di rilevanza è rappresentata dai fattori di offerta (per Stati Uniti e Regno Unito), dall'incertezza (per Canada) e dai fattori finanziari (per Giappone).

Durante la Grande recessione i fattori sfavorevoli dal lato della domanda sono stati chiaramente la principale determinante della contrazione negli investimenti delle imprese nel campione dei paesi preso in esame. Tuttavia, nel periodo successivo alla crisi, gli andamenti nei vari paesi sono stati più eterogenei (cfr. grafico B)⁶. Nel 2012, i tassi degli investimenti negli Stati Uniti erano tornati in linea con il proprio livello tendenziale e da allora hanno oscillato intorno a quel livello. Il modello indica che il miglioramento graduale dei fattori di domanda, il calo dell'incertezza e le condizioni finanziarie favorevoli hanno contribuito a tale ripresa. Nel 2015, tuttavia, gli investimenti sono tornati a indebolirsi, in parte a causa del calo dei corsi petroliferi e della conseguente forte ricaduta negli Stati Uniti, sugli investimenti nel settore della produzione di petrolio di scisto. In Giappone la ripresa è stata trainata principalmente da condizioni finanziarie più positive, legate all'allentamento monetario e al miglioramento delle aspettative sulla domanda. In Canada, invece, i tassi degli investimenti hanno recuperato velocemente dopo la Grande recessione, portandosi al di sopra dei livelli tendenziali fino alla seconda metà del 2014. Il modello suggerisce che gli investimenti delle imprese sono stati sorretti da prospettive di domanda positive, da livelli di incertezza bassi e da condizioni finanziarie accomodanti, e dall'evoluzione favorevole dei corsi delle materie prime. Il successivo calo nel 2015 ha determinato una brusca flessione degli investimenti delle imprese, che è stata in seguito accentuata da un aumento dell'incertezza e dall'inasprimento delle condizioni finanziarie. Per contro, il tasso di investimento nel Regno Unito si è mantenuto per lo più sotto i propri livelli di lungo periodo. Il modello suggerisce che shock dal lato sia della domanda che dell'offerta hanno più che controbilanciato le condizioni finanziarie lievemente favorevoli e i benefici associati a un contesto di bassa incertezza. Più di recente, nella seconda metà del 2016, l'accresciuta incertezza in seguito all'esito del referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'Unione europea ha determinato una riduzione del tasso degli investimenti. All'inizio del 2017, il tasso degli investimenti si collocava intorno ai livelli tendenziali negli Stati Uniti e nel Regno Unito, al di sopra in Giappone, mentre in Canada il differenziale di investimento rispetto al livello di lungo periodo risultava negativo.

Estendendo l'analisi all'area dell'euro, si conferma il ruolo dei fattori dal lato della domanda quale determinante principale della contrazione negli

⁵ Quest'evidenza empirica è in linea con le stime disponibili per singoli paesi e con la teoria economica.

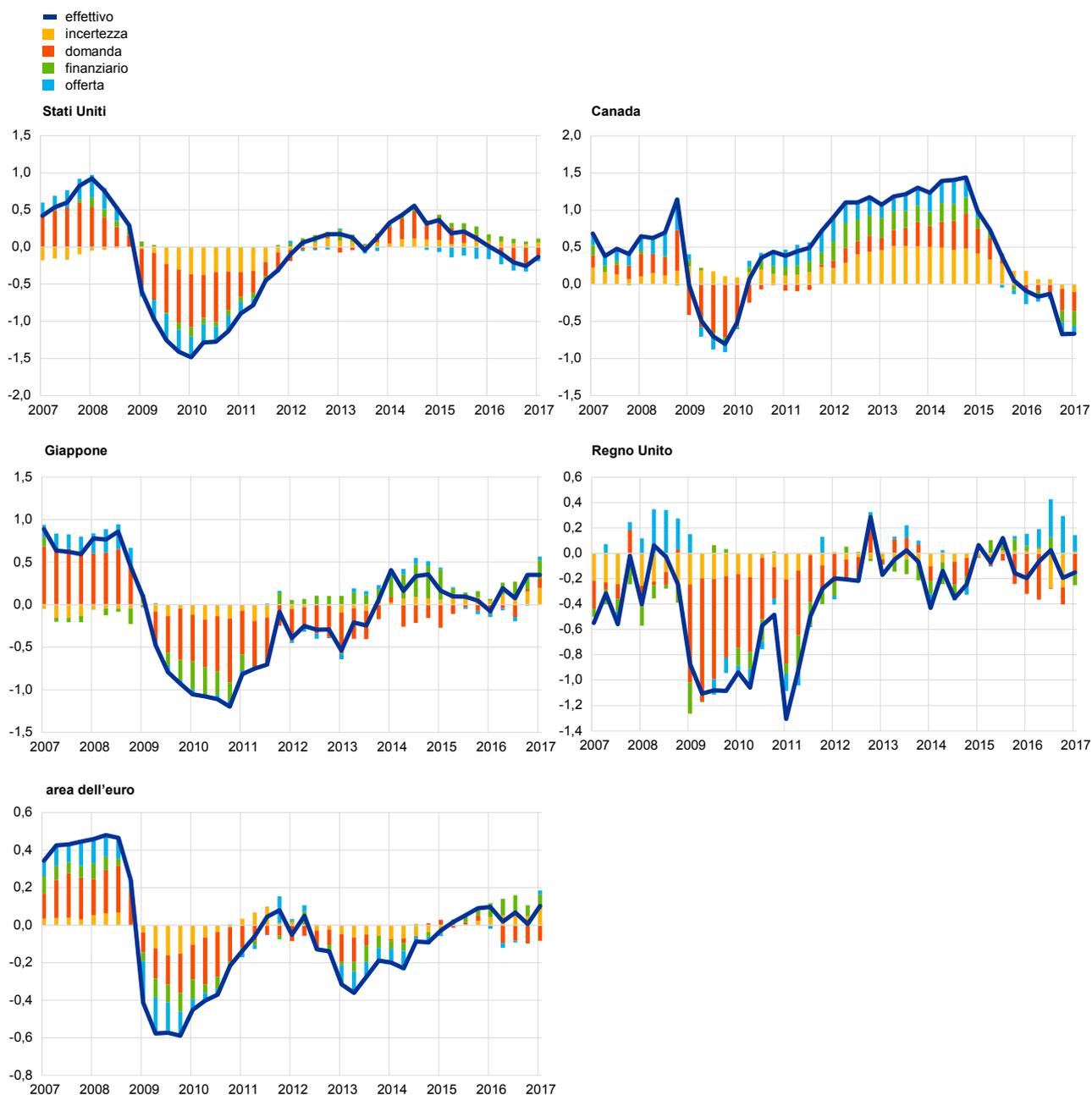
⁶ I risultati rimangono validi anche in presenza di differenti misure di incertezza (incertezza relativa alla politica economica), domanda e fattori finanziari (incluse le misure basate sulle indagini e gli indicatori dell'attività economica) e le misure dei prezzi (prezzi alla produzione).

investimenti delle imprese dopo la crisi finanziaria. Tuttavia, a differenza di altre economie avanzate, la ripresa degli investimenti ha subito una battuta di arresto con l'intensificarsi della crisi del debito sovrano. Questo ha determinato ulteriori shock sulla domanda negativi e persistenti, congiuntamente a una maggiore incertezza economica e shock finanziari fino agli inizi del 2015. Agli inizi del 2017 il tasso di investimento nell'area dell'euro era poco al di sopra dei livelli tendenziali, sospinto da condizioni finanziarie favorevoli e da livelli contenuti di incertezza.

Grafico B

Scomposizione storica del rapporto tra investimenti e PIL

(valori percentuali e contributi; deviazione dall'andamento tendenziale; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2017.

In prospettiva, il miglioramento complessivo del clima di fiducia fra le imprese registrato negli ultimi mesi, congiuntamente a prospettive mondiali più favorevoli, dovrebbero sostenere la ripresa degli investimenti delle imprese nelle economie avanzate. Inoltre, gli indicatori che misurano l'incertezza, quali la dispersione delle aspettative di crescita tra previsori professionali, sono in calo dall'inizio del 2017. Oltre a ciò, la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime dovrebbe favorire la ripresa degli investimenti nei paesi produttori.

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

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2017, ossia dal 3 maggio al 13 giugno 2017 e dal 14 giugno al 25 luglio 2017, rispettivamente. Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, 0,25 e -0,40 per cento.

In parallelo, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma ampliato di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 60 miliardi di euro al mese.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato in media a 1.168,7 miliardi di euro, in rialzo di 82,5 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2017). Il maggiore fabbisogno di liquidità è quasi interamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi che, cresciuti di 80,6 miliardi di euro, hanno raggiunto il massimo storico di 1.046,3 miliardi nel periodo in esame, a fronte di un incremento solo marginale delle riserve obbligatorie minime, che sono cresciute di 2 miliardi di euro, portandosi a 122,5 miliardi.

L'aumento dei fattori autonomi aggregati è principalmente il risultato di un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità. Il principale contributo è derivato dai depositi delle amministrazioni pubbliche, cresciuti di 25,6 miliardi di euro per attestarsi a 196,7 miliardi in media nel periodo in esame. Anche gli altri fattori autonomi sono aumentati di 22,5 miliardi di euro, portandosi in media a 720,5 miliardi. La domanda di banconote è aumentata, in media, di 16,6 miliardi di euro e si è attestata a 1.131,2 miliardi, riflettendo in gran parte l'aumento stagionale della domanda nel periodo estivo.

I fattori autonomi di immissione di liquidità, inoltre, sono diminuiti nel periodo in esame, in ragione di un protratto calo delle attività nette denominate in euro e di una leggera diminuzione delle attività nette sull'estero. Le attività nette medie denominate in euro sono scese a 332,4 miliardi di euro, 15,4 miliardi in meno rispetto al periodo di riferimento precedente, per lo più a causa di una riduzione delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema per fini diversi dalla politica monetaria. Inoltre, le passività detenute presso le banche centrali nazionali da istituti esteri sono aumentate, riducendo ulteriormente, in questo modo, l'effetto netto di immissione di liquidità di tale fattore autonomo. Le attività nette sull'estero hanno registrato, in media, un calo marginale di 0,5 miliardi di euro, attestandosi a 670 miliardi.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 3 maggio 2017 al 25 luglio 2017		Dal 25 gennaio 2017 al 2 maggio 2017		Quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)								
Fattori autonomi di liquidità	2.048,3	(+64,6)	1.983,7	2.071,6	(+46,6)	2.025,0	(+10,2)	
Banconote in circolazione	1.131,2	(+16,6)	1.114,6	1.136,3	(+10,3)	1.126,0	(+7,7)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	196,7	(+25,6)	171,1	229,8	(+66,2)	163,6	(-18,3)	
Altri fattori autonomi	720,5	(+22,5)	698,0	705,5	(-29,9)	735,4	(+20,8)	
Conti correnti	1.174,0	(+153,0)	1.021,0	1.169,2	(-9,5)	1.178,7	(+97,6)	
Strumenti di politica monetaria	717,0	(+81,9)	635,1	717,9	(+1,9)	716,0	(+45,4)	
Riserve obbligatorie minime	122,5	(+2,0)	120,5	122,6	(+0,3)	122,3	(+1,7)	
Depositi presso la banca centrale	594,5	(+79,9)	514,6	595,3	(+1,6)	593,7	(+43,8)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)								
Fattori autonomi di liquidità	1.002,4	(-15,9)	1.018,3	983,3	(-38,2)	1.021,5	(+6,7)	
Attività nette sull'estero	670,0	(-0,5)	670,5	656,9	(-26,2)	683,1	(+4,5)	
Attività nette denominate in euro	332,4	(-15,4)	347,8	326,4	(-11,9)	338,4	(+2,2)	
Strumenti di politica monetaria	2.814,7	(+313,4)	2.501,3	2.853,1	(+76,8)	2.776,3	(+144,8)	
Operazioni di mercato aperto	2.814,5	(+313,5)	2.501,0	2.852,9	(+76,8)	2.776,1	(+144,9)	
Operazioni d'asta	779,0	(+124,4)	654,6	776,8	(-4,3)	781,1	(+55,2)	
ORP	11,5	(-12,2)	23,8	9,4	(-4,3)	13,7	(-4,8)	
ORLT a tre mesi	6,1	(-2,1)	8,2	6,7	(+1,2)	5,5	(-1,9)	
Prima serie di OMRLT (OMRLT-I)	21,1	(-11,4)	32,5	20,5	(-1,2)	21,7	(-4,8)	
Seconda serie di OMRLT (OMRLT-II)	740,2	(+150,1)	590,1	740,2	(+0,0)	740,2	(+66,7)	
Portafogli definitivi	2.035,5	(+189,1)	1.846,4	2.076,1	(+81,1)	1.995,0	(+89,7)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	8,0	(-2,3)	10,3	7,7	(-0,6)	8,3	(-1,3)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	5,5	(-0,9)	6,4	5,3	(-0,4)	5,7	(-0,3)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	221,3	(+8,1)	213,3	223,3	(+3,9)	219,4	(+4,1)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	98,3	(-1,2)	99,5	98,2	(-0,2)	98,4	(-0,8)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	24,0	(+0,2)	23,8	24,2	(+0,5)	23,7	(-0,4)	
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	1.585,6	(+163,6)	1.422,0	1.619,7	(+68,1)	1.551,5	(+78,0)	
Programma di acquisto di attività del settore societario	92,8	(+21,7)	71,1	97,7	(+9,8)	87,9	(+10,4)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,2	(-0,1)	0,3	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.168,7	(+82,5)	1.086,2	1.211,3	(+85,0)	1.126,2	(+5,1)	
Fattori autonomi ¹	1.046,3	(+80,6)	965,7	1.088,6	(+84,7)	1.003,9	(+3,5)	
Liquidità in eccesso	1.645,8	(+231,0)	1.414,8	1.641,6	(-8,3)	1.649,9	(+139,8)	
Andamento dei tassi di interesse (valori medi; in percentuale)								
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,358	(-0,004)	-0,354	-0,359	(-0,002)	-0,357	(-0,002)	

Fonte: BCE.

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

1) Il valore globale dei fattori autonomi comprende anche le "voci in via di definizione".

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

Liquidità offerta attraverso operazioni di mercato aperto

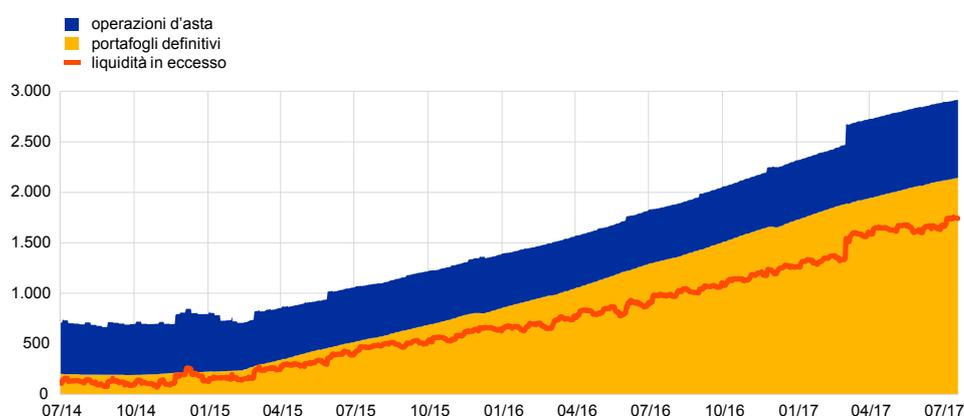
L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti in via definitiva nell'ambito del PAA) è aumentato di 313,5 miliardi di euro, raggiungendo i 2.814,5 miliardi (cfr. grafico A).

L'aumento è riconducibile principalmente al PAA della BCE e alla quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine della seconda serie di OMRLT (OMRLT-II), regolata per un importo pari a 233,4 miliardi di euro il 29 marzo 2017.

Grafico A

Evoluzione delle operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Il livello medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è aumentato di 124,4 miliardi di euro, a 779 miliardi. Tale aumento riflette principalmente la liquidità offerta tramite la quarta operazione di OMRLT-II che, a differenza del precedente periodo di riferimento, si riflette pienamente nella media delle condizioni di liquidità del periodo in esame. L'ammontare medio in essere delle OMRLT è aumentato di 138,7 miliardi di euro, per effetto netto del regolamento della quarta operazione OMRLT-II e dei rimborsi volontari anticipati delle somme prese in prestito tramite le operazioni OMRLT-I. La liquidità media fornita tramite ORP e ORLT a tre mesi è diminuita, rispettivamente, di 12,2 e 2,1 miliardi di euro.

La liquidità offerta dai portafogli definitivi di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata di 189,1 miliardi per assestarsi su una media di 2.035,5 miliardi di euro, mentre proseguono gli acquisti nell'ambito del PAA.

La liquidità media immessa mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma di acquisto di attività del settore societario è cresciuta in media di 163,6, 8,1, 0,2 e 21,7 miliardi di euro, rispettivamente. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati pari, complessivamente, a 4,4 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità media in eccesso è aumentata di 231 miliardi rispetto al periodo precedente, arrivando a 1.645,8 miliardi di euro (cfr. grafico). Come già menzionato, tale aumento riflette in larga parte la liquidità immessa attraverso il PAA a un ritmo di 60 miliardi di euro al mese, oltre all'aggiudicazione di 233,4 miliardi nell'ambito della quarta operazione di OMRLT-II, in parte compensato da un aumento del fabbisogno di liquidità risultante da fattori autonomi. Un'analisi più dettagliata, focalizzata unicamente sul periodo in esame, mostra che la liquidità in eccesso è aumentata di 139,8 miliardi di euro nel terzo periodo di mantenimento a causa della liquidità offerta dalla quarta operazione di OMRLT-II e dagli acquisti nell'ambito del PAA. Nel quarto periodo di mantenimento, tuttavia, si è osservata una lieve diminuzione della liquidità in eccesso, pari a 8,3 miliardi di euro, poiché la liquidità immessa attraverso gli acquisti nell'ambito del PAA è stata più che compensata dall'aumento dell'effetto di assorbimento di liquidità dei fattori autonomi e da un minore ricorso alle ORP e alle ORLT a tre mesi, come indicato in precedenza.

L'espansione della liquidità in eccesso si è accompagnata a un incremento medio delle disponibilità di conto corrente, che sono aumentate di 153 miliardi di euro, arrivando a 1.174 miliardi nel periodo in esame; al contempo, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato di 79,9 miliardi di euro, portandosi a 594,5 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, mentre alcuni tassi riferiti a specifici panieri di collaterali, nei segmenti garantiti, sono scesi al di sotto di tale livello. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (euro overnight index average) si è collocato in media a -0,358 per cento, marginalmente in calo rispetto alla media di -0,354 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato entro un intervallo relativamente stretto, con un picco pari a -0,331% prima della festività del lunedì di Pentecoste all'inizio di giugno 2017 e il minimo storico di -0,373% subito dopo. Inoltre, nel segmento garantito, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling sono scesi lievemente a -0,433 per cento per il paniere dei collaterali standard, in ribasso di 0,001 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente, mentre per il paniere ampliato, i corrispondenti tassi medi dei pronti contro termine overnight si sono attestati a -0,401 per cento, in aumento di 0,002 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

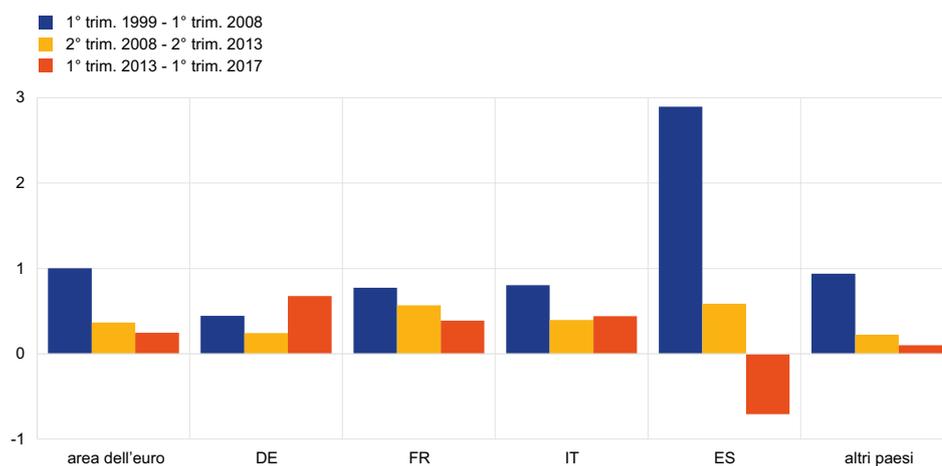
A giugno 2017, il calo di fine trimestre dei principali tassi dei pronti contro termine è stato relativamente lieve, se paragonato al calo di fine anno del 2016 e a quello di fine trimestre di marzo 2017. Ciò implica che gli operatori hanno adottato delle prassi di gestione delle garanzie più efficienti. Inoltre, tale andamento indica anche effetti positivi derivanti dalle garanzie in contanti per il prestito di titoli nell'ambito del PSPP.

Gli andamenti dell'offerta di lavoro sono una determinante significativa sia della ripresa economica sia della crescita a lungo termine. Dal punto di vista strutturale, l'offerta di lavoro può contribuire in maniera considerevole alla crescita potenziale, mentre in un'ottica congiunturale influisce direttamente sull'occupazione e sulla disoccupazione. Inoltre, non è solo la dimensione della forza lavoro che rileva, ma anche la sua composizione. L'offerta di lavoro nell'area dell'euro è in crescita da molto tempo. Sebbene tale aumento sia proseguito durante la recente ripresa, il tasso di crescita della forza lavoro è diminuito in confronto al periodo della crisi e al periodo che l'ha preceduta (cfr. grafico A). Il presente riquadro esamina i fattori sottostanti l'aumento dell'offerta di lavoro nel corso della ripresa economica, la riduzione del suo tasso di crescita nonché le variazioni nella sua composizione.

Grafico A

Tasso di incremento medio della forza lavoro nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(tassi di crescita medi sul periodo corrispondente, valori percentuali)



Fonti: Eurostat, statistiche di contabilità nazionale e statistiche a breve termine.

Nota: la forza lavoro è definita come la somma del dato di contabilità nazionale sugli occupati e il numero dei disoccupati.

Sebbene l'offerta di lavoro nell'area dell'euro stia continuando ad aumentare, negli ultimi dieci anni il suo tasso di crescita ha subito un rallentamento.

Nel periodo immediatamente successivo alla Grande recessione il tasso di crescita medio della forza lavoro ha segnato una moderazione in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro rispetto al periodo precedente la crisi. Tale moderazione è proseguita durante la ripresa (dal terzo trimestre del 2013 al primo trimestre del 2017) con l'eccezione degna di nota della Germania, dove si è registrata un'accelerazione nella crescita della forza lavoro, che attualmente supera i tassi di espansione rilevati prima della crisi. L'indebolimento della dinamica della forza lavoro è stato particolarmente eclatante in Spagna, per effetto soprattutto dei cambiamenti nei flussi migratori. Prima della crisi si osservava una consistente immigrazione netta verso la Spagna, ma tale dinamica si è invertita dopo che nel paese si è registrato un marcato aumento del tasso di disoccupazione. Ciò ha avuto un forte impatto negativo sia sulla popolazione in età lavorativa sia sull'offerta di lavoro in Spagna, riverberandosi anche sugli andamenti dell'offerta

di lavoro a livello di area dell'euro. Nell'area dell'euro nel suo complesso, tuttavia, durante la ripresa l'immigrazione ha dato un ampio contributo positivo alla popolazione in età lavorativa, riflettendo soprattutto l'afflusso di lavoratori dai nuovi stati membri dell'Unione europea. A sua volta, ciò ha verosimilmente avuto un effetto considerevole sulla forza lavoro, in particolare in Germania e Italia, ma anche in altre economie minori dell'area.

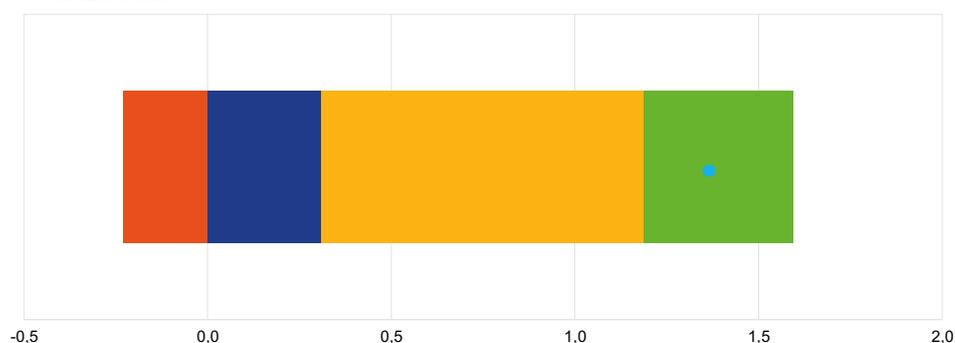
Dall'inizio della ripresa l'aumento del tasso di partecipazione ha rappresentato una determinante molto significativa nell'incremento della forza lavoro (cfr. grafico B). La variazione della forza lavoro può essere scomposta in contributi forniti dalle variazioni nella popolazione in età lavorativa (15-64) da un lato, e nel tasso di partecipazione dall'altro. Il rallentamento della crescita dell'offerta di lavoro rispetto al periodo precedente la crisi riflette una moderazione nella crescita sia della popolazione in età lavorativa, sia del tasso di partecipazione. Entrambe le componenti hanno tuttavia fornito un contributo positivo nel corso della ripresa. Nondimeno, il contributo più significativo alla crescita della forza lavoro è stato dato dall'aumento del tasso di partecipazione.

Grafico B

Scomposizione della variazione cumulata nella forza lavoro a partire dal secondo trimestre del 2013

(punti percentuali)

- per effetto della variazione nella popolazione in età lavorativa
- per effetto della variazione dei tassi di partecipazione nelle varie classi di età
- per effetto della variazione nella composizione per età della popolazione in età lavorativa
- residuo
- variazione totale



Fonte: Eurostat, Indagine sulle forze di lavoro.

Note: fascia d'età 15-64. Dati non destagionalizzati. La variazione nella forza lavoro può essere scomposta nella variazione della popolazione in età lavorativa e nella variazione del tasso di partecipazione. Quest'ultima può essere ulteriormente scomposta in cambiamenti intervenuti nelle dimensioni relative delle varie fasce d'età che compongono la popolazione e in variazioni nei tassi di partecipazione delle diverse fasce d'età. Per le elaborazioni abbiamo utilizzato fasce d'età di cinque anni. Il residuo include altre variazioni nella composizione, ad esempio in base al genere.

La forza lavoro dell'area dell'euro sta subendo un processo di invecchiamento e un numero sempre maggiore di individui rimane in attività lavorativa più a lungo. La percentuale della popolazione d'età compresa fra i 50 e i 64 appartenente alla fascia di forza lavoro 15-64 è salita dal 30 al 32 per cento nel corso della ripresa, in linea con la tendenza al rialzo di più lungo periodo¹. Poiché questa fascia

¹ L'aumento tendenziale nelle generazioni più anziane rispecchia il fatto che la generazione del "baby-boom" postbellico ha raggiunto le classi d'età in questione e la quota di popolazione più giovane ha subito un calo. Cfr "Population structure and ageing", *Eurostat Statistics Explained*, Eurostat, giugno 2017, disponibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/eurostat>.

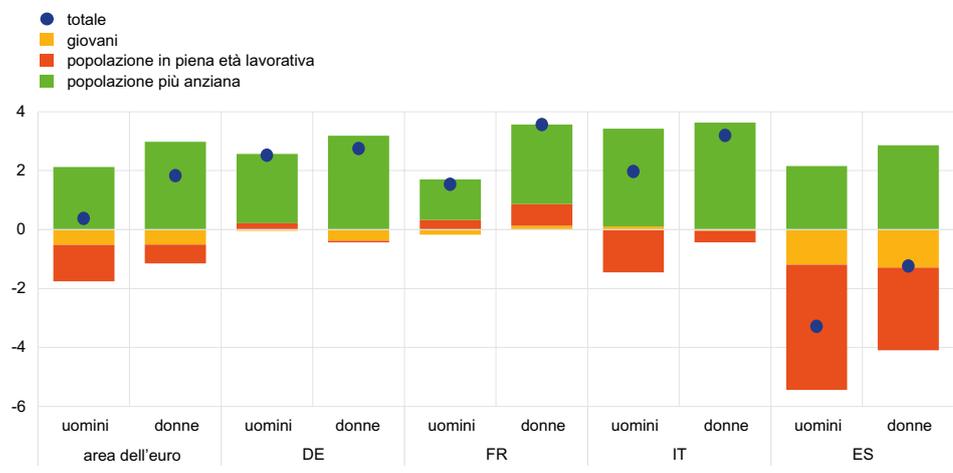
d'età presenta tradizionalmente tassi relativamente bassi di partecipazione alla forza lavoro ci si potrebbe aspettare che l'aumento del suo peso nella popolazione riduca il tasso complessivo di partecipazione alla forza lavoro. Tuttavia, negli ultimi quattro anni il tasso di partecipazione delle persone d'età compresa tra i 50 e i 64 anni è salito (tra il secondo trimestre del 2013 e il primo trimestre del 2017 il tasso di partecipazione è salito di 0,7 punti percentuali per la fascia 50-54, di 3,8 punti percentuali per la fascia 55-59 e di 7,6 punti percentuali per la fascia 60-64). Ciò è riconducibile all'innalzamento dell'età pensionabile nella maggior parte dei paesi, ma anche ad altri fattori, ad esempio il sempre più elevato livello di istruzione della popolazione (illustrato più avanti). Questi fattori stanno sospingendo il tasso di partecipazione complessivo, controbilanciando l'impatto altrimenti negativo della variazione nella composizione per età (cfr. l'istogramma rosso nel grafico B). Inoltre, il calo della quota di popolazione appartenente alla fascia d'età 15-24 ha altresì contribuito all'aumento del tasso di partecipazione complessivo poiché questa fascia d'età tradizionalmente presenta un tasso di partecipazione relativamente basso. Questo effetto di composizione positivo, tuttavia, è stato in parte controbilanciato da una diminuzione del tasso di partecipazione di tale fascia d'età a partire dal 2008.

Proseguendo un trend di lungo periodo, l'aumento della forza lavoro durante la ripresa economica è stato trainato dalla partecipazione femminile. Se l'aumento della percentuale di persone appartenenti a fasce d'età più elevate caratterizza entrambi i generi, per le donne la crescita del tasso di partecipazione nel corso della ripresa è stata più sostenuta, mentre il calo della forza lavoro in piena età lavorativa (tra i 25 ed i 54 anni di età) è stato più contenuto (cfr. grafico C). L'aumento del tasso di partecipazione femminile e il modo in cui tale partecipazione differisce da quella maschile sono riconducibili in larga parte alle divergenze esistenti fra il livello di istruzione degli uomini e quello delle donne. Nella popolazione femminile in età lavorativa la percentuale di donne con un'istruzione terziaria è più elevata rispetto

Grafico C

Scomposizione della variazione cumulata nella forza lavoro per genere ed età nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi nel corso della ripresa economica (dal secondo trimestre del 2013 fino al primo trimestre del 2017)

(forza lavoro in valori percentuali nel secondo trimestre del 2013)



Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.

Note: giovani: 15-24, popolazione in piena età lavorativa: 25-54, popolazione più anziana: 55-64; dati non destagionalizzati.

all'analogia percentuale fra gli uomini². Tale percentuale ha inoltre subito una crescita più pronunciata nel corso degli ultimi dieci anni sia nella popolazione in piena età lavorativa, sia nelle classi d'età più elevate, rappresentando una delle determinanti più importanti della crescente partecipazione femminile alla forza lavoro³.

I diversi andamenti nei tassi di partecipazione di uomini e donne in piena età lavorativa sono stati influenzati anche da effetti congiunturali. Dall'inizio della crisi il tasso di partecipazione degli uomini in piena età lavorativa ha subito un calo, probabilmente per effetto di una flessione ciclica dell'occupazione in settori e professioni tradizionalmente a predominanza maschile (il settore delle costruzioni e i lavori manuali poco qualificati)⁴. La recente moderazione di tale tasso di riduzione nel corso della ripresa rispecchia il miglioramento della situazione del mercato del lavoro in questi settori a predominanza maschile. Nel contempo, nell'arco del ciclo economico, sul tasso di partecipazione femminile potrebbe aver inciso l'effetto dei "lavoratori aggiuntivi", vale a dire la tendenza da parte delle donne a entrare nel mercato del lavoro quando il proprio compagno perde il lavoro o abbandona la forza lavoro. È possibile che l'effetto dei lavoratori aggiuntivi abbia acquisito particolare rilevanza a causa del forte impatto che la crisi ha avuto sul reddito (e sulla ricchezza), ed è quindi probabile che nel corso della crisi tale dinamica abbia contribuito alla crescita della partecipazione femminile in diversi paesi dell'area dell'euro⁵. Più di recente, il tasso di partecipazione delle donne in piena età lavorativa è cresciuto a un ritmo inferiore durante la ripresa rispetto al periodo precedente. Analogamente, ciò potrebbe essere dovuto al fatto che, a fronte di un aumento dell'occupazione maschile, al momento c'è minor necessità che le donne partecipino al mercato del lavoro al solo fine di assicurare il reddito familiare.

La composizione della forza lavoro per competenze sta altresì cambiando, per effetto di forze strutturali. Nel corso della ripresa l'aumento dell'offerta di lavoro è dipeso in prevalenza dai lavoratori altamente qualificati. Si registra una chiara transizione di più lungo periodo verso una sempre maggiore presenza di lavoratori altamente qualificati nell'offerta di lavoro, mentre il numero di coloro che hanno al massimo solo un'istruzione primaria è sceso a partire dal secondo trimestre del 2013. Il numero di lavoratori mediamente qualificati è cresciuto solo in maniera moderata, per effetto della crescente offerta di lavoro mediamente qualificato nelle classi d'età più elevate e dei cali registrati nel segmento della piena età lavorativa

² Nella popolazione in età lavorativa la percentuale di coloro che hanno un'istruzione terziaria è inferiore per le donne rispetto agli uomini solo nella fascia d'età più elevata, cioè quella compresa tra i 55 e i 64 anni, ma il divario rispetto agli uomini si è ridotto considerevolmente nell'arco degli ultimi dieci anni.

³ Cfr. Thévenon, O., Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n. 145, OCSE, 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.oecd-ilibrary.org>.

⁴ Cfr. Black, S., Furman, J., Rackstraw, E. and Rao, N., The long-term decline in US prime-age male labour force participation, VOX, Policy Portal del CEPR (Centre for Economic Policy Research), 2016, disponibile all'indirizzo <http://voxeu.org>, che illustra le ragioni del calo della partecipazione degli uomini in piena età lavorativa negli Stati Uniti. Fattori analoghi possono essere presenti nell'area dell'euro. Fra i maggiori paesi dell'area dell'euro, nel corso della crisi, la più forte diminuzione del tasso di partecipazione di uomini in piena età lavorativa si è registrata in Italia, ma anche in Germania e in Francia c'è stata una certa riduzione (in Francia, anche prima della crisi).

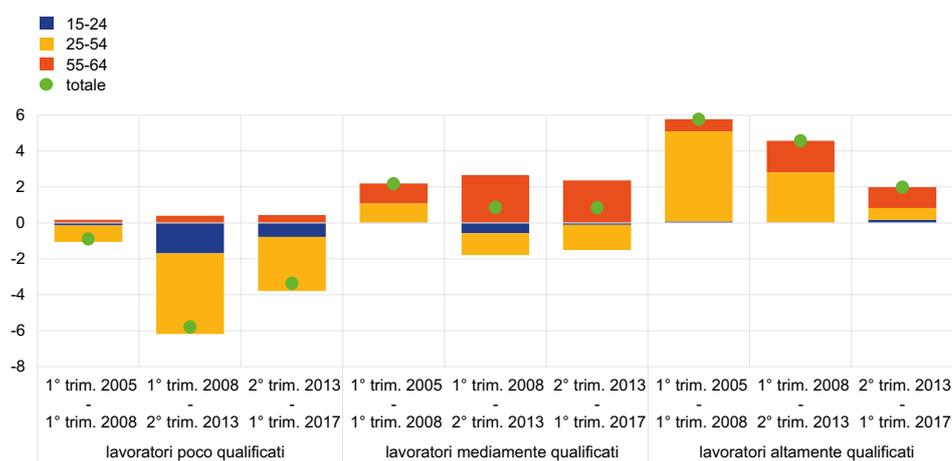
⁵ Per un esame dell'effetto dei lavoratori aggiuntivi nei paesi europei, cfr. Riedl, A. e Schoiswohl, F. "Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis", *Focus on European Economic Integration*, n. Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

(cfr. grafico D). Tutti questi cambiamenti sono dovuti principalmente agli andamenti della composizione della popolazione per livello di istruzione.

Grafico D

Composizione per età e per livello di istruzione del cambiamento nella forza lavoro dell'area dell'euro prima della crisi, durante la crisi e nel corso della ripresa

(milioni di persone)



Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.

Note: fascia d'età 15-64. Lavoratori poco qualificati: istruzione pre-elementare, elementare e secondaria inferiore (livelli 0-2), mediamente qualificato: istruzione secondaria superiore e post-secondaria non terziaria (livelli 3 e 4), altamente qualificato: istruzione terziaria. Dati non destagionalizzati.

Nel complesso, se da un lato il tasso di crescita si è moderato, dall'altro l'offerta di lavoro ha continuato a aumentare nel corso della ripresa, ampiamente sospinta da fattori strutturali perduranti. L'aumento dei tassi di partecipazione delle generazioni più anziane rappresenta il fattore singolo più importante che spiega gli incrementi recenti, ma anche la crescente partecipazione delle donne ha fornito un contributo positivo. Per contro, sia la variazione nella composizione per età della forza lavoro, sia la diminuzione della partecipazione di uomini in piena età lavorativa e giovani hanno contribuito negativamente all'offerta di lavoro. Infine, l'aumento della forza lavoro è stato trainato dai lavoratori altamente qualificati, mentre l'offerta di lavoro scarsamente qualificato è diminuita. Questi andamenti sono in linea con le tendenze di più lungo periodo, mentre il ciclo economico mostra un impatto minore sull'offerta di lavoro. I contributi crescenti forniti all'offerta di lavoro dalle classi d'età più elevate, dalle donne e dai lavoratori altamente qualificati si riverberano anche sulle variazioni nella composizione dell'occupazione. Nel contempo, le politiche possono avere un ruolo nell'incoraggiare l'offerta di lavoro, come suggerisce anche l'eterogeneità dei tassi di partecipazione fra i vari paesi dell'area dell'euro. Tali politiche potrebbero, fra l'altro, prevedere maggiore flessibilità degli orari di lavoro, disposizioni fiscali che incentivino la partecipazione dei percettori di secondo reddito, la predisposizione di strutture per l'infanzia economicamente accessibili e di qualità, nonché misure per la formazione e la riqualificazione professionale in linea con le esigenze del mercato del lavoro.

Riduzione della disoccupazione: un'analisi storica

Il presente riquadro esamina in prospettiva storica le condizioni macroeconomiche e strutturali che hanno favorito riduzioni significative della disoccupazione. Il campione di indagine comprende tutti i paesi dell'OCSE negli ultimi 35 anni. Dal confronto tra le caratteristiche dell'esperienza storica e quelle dell'attuale ripresa accompagnata da un particolare aumento dell'occupazione nell'area dell'euro, è possibile trarre insegnamenti utili per l'analisi dei futuri andamenti della disoccupazione.

In linea con la letteratura esistente, il presente riquadro definisce un episodio di riduzione significativa della disoccupazione quello che soddisfa tre condizioni: 1) dopo aver toccato il valore massimo, il tasso di disoccupazione scende di almeno 3 punti percentuali nell'arco dei tre anni successivi; 2) il calo del tasso di disoccupazione nell'arco dei tre anni è pari ad almeno il 25 per cento del tasso iniziale; 3) a distanza di cinque anni il tasso di disoccupazione rimane inferiore rispetto al livello registrato all'inizio dell'episodio¹.

Applicando queste tre condizioni all'Unione europea (UE) e ad altri paesi dell'OCSE nel periodo compreso tra il 1980 e il 2015, è possibile individuare 25 episodi di riduzione significativa della disoccupazione. In media, per questi 25 episodi, il livello iniziale di disoccupazione era pari al 13,4 per cento, dopo tre anni era diminuito di 4,5 punti percentuali, corrispondenti al 35 per cento del tasso iniziale, e dopo cinque anni il tasso di disoccupazione era pressoché dimezzato (cfr. tavola). La maggior parte di questi episodi nei paesi dell'area dell'euro ha avuto inizio a metà degli anni '90². Nella prima metà di quegli anni il tasso di disoccupazione ha raggiunto livelli storicamente elevati e l'Europa è stata interessata da una crescita senza occupazione. Il periodo tra la seconda metà degli anni '90 e i primi anni 2000 è stato caratterizzato dalla più alta intensità di riforme nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Il maggiore impulso all'azione di riforma è stato indotto non soltanto dall'alto tasso di disoccupazione, ma anche, con ogni probabilità, dall'introduzione dell'euro e dal processo di integrazione nell'UE³.

Al momento sono cinque i paesi dell'area dell'euro che sembrano soddisfare i criteri descritti (cfr. tavola)⁴. Si tratta di Irlanda, Spagna, Cipro, Portogallo e Slovacchia. Altri paesi con un alto tasso di disoccupazione che va attualmente riducendosi sono la Grecia, l'Italia e la Slovenia. Questi ultimi, tuttavia, non soddisfano ancora i tre requisiti. L'Italia e la Slovenia non ne soddisfano nessuno, mentre la Grecia potrebbe essere considerata un caso limite dal momento che

¹ Freund, C. e Rijkers, B., "Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies", *Journal of Comparative Economics*, vol. 42, numero 4, dicembre 2014, pagg. 907-923.

² I paesi dell'area dell'euro che hanno registrato episodi di riduzione della disoccupazione dalla metà degli anni '90 sono l'Irlanda (1993-1998), i Paesi Bassi (1995-2000), la Finlandia (1995-2000) e la Spagna (1996-2001).

³ Cfr., ad esempio, Dias da Silva, A., Givone, A. e Sondermann, D., "When do countries implement structural reforms?", *Working Paper Series*, n. 2078, BCE, giugno 2017.

⁴ Considerato che gli attuali episodi di riduzione della disoccupazione sono cominciati nel 2013, per valutare la rispondenza al secondo requisito sono state utilizzate, con riferimento agli anni 2017 e 2018, le proiezioni elaborate a giugno 2017 dalla Commissione europea.

non rispetta soltanto il secondo criterio, ossia un calo della disoccupazione pari ad almeno il 25 per cento del tasso iniziale dopo tre anni.

Tavola

Episodi attuali di riduzioni significative della disoccupazione

	Inizio dell'episodio	Tasso iniziale di disoccupazione (valori percentuali)	Riduzione del tasso di disoccupazione dopo tre anni (punti percentuali)	Riduzione del tasso di disoccupazione dopo tre anni (valori percentuali)	Riduzione del tasso di disoccupazione dopo cinque anni (punti percentuali)
Media storica	-	13,4	4,5	35	6,2
Irlanda	2012	14,7	5,3	36	8,3
<i>episodio precedente</i>	1993	15,6	3,9	25	8,1
Spagna	2013	26,1	6,5	25	10,2
<i>episodio precedente</i>	1996	19,9	6,3	32	9,3
Cipro	2014	16,1	4,4	27	5,5*
Portogallo	2013	16,4	5,2	32	7,2
<i>episodio precedente</i>	1985	9,8	3,1	32	4,2
Slovacchia	2013	14,2	4,5	32	6,6
<i>episodio precedente</i>	2004	18,3	7,1	39	6,2
Per memoria:					
Grecia	2013	27,5	3,9	14	-5,9
Italia	2014	12,7	1,2	9	1,4*
Slovenia	2013	10,1	2,1	21	3,8
area dell'euro	2013	12,0	2,1	17	3,2

Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea.

Note: *dati fino a quattro anni dall'inizio della riduzione della disoccupazione. La media storica si riferisce alla media semplice dei 25 episodi individuati nei 41 paesi dell'UE e dell'OCSE tra il 1980 e il 2010.

Le condizioni macroeconomiche e strutturali all'inizio degli episodi di riduzione significativa della disoccupazione erano considerevolmente diverse rispetto a quelle prevalenti laddove tali episodi non si verificarono. Il grafico A confronta le caratteristiche macroeconomiche e strutturali dei 25 episodi di notevole riduzione della disoccupazione con quelle di un gruppo di paesi non interessati da tali episodi, nonostante nell'ultimo gruppo il tasso di disoccupazione fosse alto almeno quanto quello medio del primo gruppo all'inizio dell'episodio.

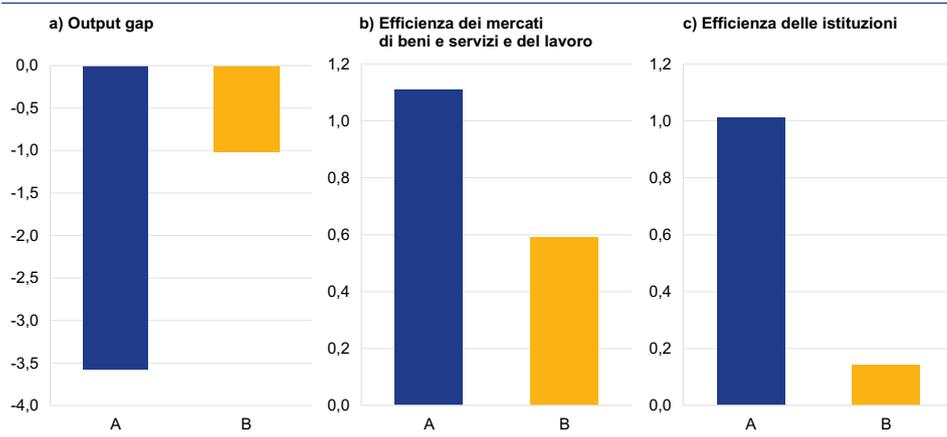
Un episodio di riduzione significativa della disoccupazione generalmente prende avvio in presenza di un grado elevato di sottoimpiego della capacità produttiva. Il grafico A (riquadro a) mostra che i paesi interessati da un episodio di considerevole riduzione della disoccupazione sono caratterizzati da un output gap maggiormente negativo rispetto ai paesi nei quali il tasso di disoccupazione rimane elevato.

Gli episodi di riduzione significativa della disoccupazione si verificano laddove le strutture e le istituzioni sono più efficienti. Dal confronto tra il gruppo nel quale la disoccupazione si riduce considerevolmente e quello non interessato da tale fenomeno, quest'ultimo appare caratterizzato da strutture/istituzioni economiche molto più deboli, misurate in termini di efficienza dei mercati di beni e servizi e di efficienza complessiva delle istituzioni economiche (cfr. grafico A riquadri b, c). Ciò sembra suggerire che gli episodi con esiti favorevoli di riduzione della disoccupazione si verificano quando le condizioni strutturali, compresi i quadri normativi che regolano

il mercato di beni e servizi e quello del lavoro, nonché la qualità complessiva delle istituzioni, sono più solide.

Grafico A

Confronto delle caratteristiche macroeconomiche e strutturali tra paesi con alto tasso di disoccupazione interessati da riduzioni significative della disoccupazione (A) e paesi non interessati da tale fenomeno (B)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati dell'Eurostat.

Note: A si riferisce a casi aventi tasso medio di disoccupazione superiore al 13 per cento, in seguito significativamente diminuito. B si riferisce a casi aventi tasso medio di disoccupazione superiore al 13 per cento, in seguito non significativamente diminuito. La soglia del 13 per cento è relativa al tasso medio di disoccupazione all'inizio degli episodi di riduzioni significative della disoccupazione (cfr. tavola).

L'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche e strutturali durante gli episodi storici di riduzione della disoccupazione può fornire ulteriori indicazioni sugli schemi di riduzione della disoccupazione.

Il grafico B mostra gli andamenti di tasso di disoccupazione, crescita del PIL, redditi per occupato e orientamento alle riforme⁵ nei paesi che sono stati interessati da considerevoli riduzioni della disoccupazione rispetto alla media del campione⁶. Indica che i redditi per occupato in termini reali si contraggono sensibilmente prima dell'inizio di un episodio di riduzione significativa della disoccupazione e non registrano pressoché alcun aumento nei tre anni successivi. La crescita del PIL scende notevolmente nei due anni antecedenti l'episodio. Una volta cominciato l'episodio, durante il quinquennio il PIL cresce in maniera considerevole. Oltre al ruolo svolto dalla congiuntura economica, l'aumento delle iniziative di riforma è associato alla conseguente riduzione del tasso di disoccupazione, come si evince dal grafico B, nel quale il numero delle riforme raggiunge il picco prima che l'episodio di riduzione della disoccupazione cominci.

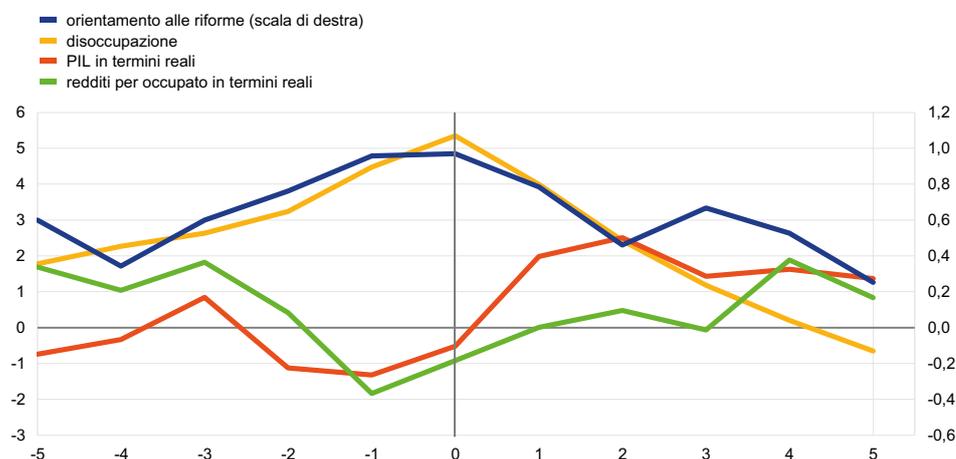
⁵ L'orientamento alle riforme è calcolato mediante la variazione degli indicatori dell'OCSE relativi alla legislazione a tutela dell'occupazione (employment protection legislation, EPL) e alla regolamentazione delle industrie di rete, ossia energia, trasporti e comunicazioni (energy, transport and communications, ETCR), e utilizzando una misura del grado di accentrimento della contrattazione salariale elaborata dal Fraser Institute. Le variazioni di queste serie sono usate come un indicatore delle riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, che verosimilmente incidono su domanda e offerta di lavoro e, di conseguenza, sul tasso di disoccupazione. L'analisi è incentrata su riforme relativamente ampie, definite come le riforme che vanno oltre due deviazioni standard della variazione dell'indicatore in tutte le osservazioni di ciascuna serie. L'indicatore dell'orientamento alle riforme assume valore zero se non sono attuate riforme ampie, uno se è attuata una riforma ampia, due se sono attuate riforme ampie in due aree e tre se sono contemporaneamente attuate riforme ampie nell'ambito di tre indicatori.

⁶ Tutte le variabili sono al netto della media per tener conto degli shock comuni e delle tendenze temporali.

Grafico B

Evoluzione delle variabili macroeconomiche e dell'orientamento alle riforme prima e dopo gli episodi di riduzione significativa della disoccupazione

(orientamento alle riforme (indice 0-3, al netto della media); tasso di disoccupazione (in percentuale delle forze di lavoro, al netto della media); PIL in termini reali (variazione percentuale sul periodo corrispondente, al netto della media); redditi per occupato in termini reali (variazione percentuale sul periodo corrispondente, al netto della media)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea e dell'OCSE.

Note: "0" indica l'inizio dell'episodio di riduzione della disoccupazione. Ogni variabile è al netto della media calcolata sul campione di osservazioni in ciascun anno. Il tasso di disoccupazione è espresso in percentuale delle forze di lavoro. La crescita del PIL e i redditi per occupato in termini reali sono espressi come tassi di incremento sul periodo corrispondente. L'orientamento alle riforme è misurato come un indice che varia da zero (nessuna riforma) a tre ed è al netto della media calcolata sul campione di osservazioni in ciascun anno. I dati sulle variabili strutturali non sono disponibili dopo il 2013.

Nel complesso, le analisi statiche e dinamiche degli episodi passati indicano che i fattori strutturali sono elementi chiave del buon esito della riduzione della disoccupazione. Diminuzioni ampie e sostenute della disoccupazione si sono verificate in presenza di condizioni congiunturali favorevoli e politiche salariali responsabili, e dopo riforme di vasta portata del mercato di beni e servizi e del mercato del lavoro.

5 **Necessità di riforme strutturali nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le imprese di grandi dimensioni**

Questo riquadro riassume i risultati di un'indagine ad hoc condotta dalla BCE tra le imprese leader dell'area dell'euro sulle riforme strutturali all'interno dell'area¹. L'importanza delle riforme strutturali come strumento per incrementare il tasso di crescita potenziale e rafforzare la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro è stata ripetutamente enfatizzata dai responsabili delle politiche negli ultimi anni². Tuttavia, l'opinione della comunità imprenditoriale su questo argomento è stata finora raramente sondata. L'indagine si poneva tre obiettivi: 1) acquisire informazioni sull'impatto delle riforme recentemente implementate nell'area dell'euro, valutandole dal punto di vista delle imprese; 2) comprendere i principali ostacoli percepiti all'attuazione delle riforme e 3) raccogliere indicazioni utili sulle priorità di riforma necessarie a migliorare ulteriormente il contesto operativo delle imprese e i mercati del lavoro dell'area dell'euro, nonché a completare il mercato unico europeo.

Sono state raccolte le risposte di 55 imprese leader dell'area dell'euro, società non finanziarie che operano in un'ampia varietà di settori. Le imprese partecipanti erano generalmente aziende di punta nei rispettivi comparti. Nel complesso, le 55 imprese rappresentano circa l'1 per cento dell'occupazione totale dell'area dell'euro. In termini di composizione settoriale, 30 società partecipanti erano principalmente attive nel comparto industriale in senso lato (comprese le costruzioni), mentre 25 erano aziende fornitrici di servizi. Circa due terzi delle imprese erano impegnate primariamente nella fornitura di beni e servizi ad altre imprese, mentre il restante terzo era composto da aziende produttrici in prevalenza di beni di consumo.

La maggior parte delle imprese ha indicato che le recenti riforme strutturali hanno avuto un impatto positivo sulle proprie attività commerciali. Le valutazioni positive sono state principalmente correlate agli effetti delle riforme del mercato del lavoro. Le imprese partecipanti hanno sottolineato, in particolare, l'impatto delle riforme introdotte nel 2012 in Spagna³, che hanno migliorato la flessibilità del mercato del lavoro.

L'andamento delle riforme nel periodo 2013-2016 (cfr. grafico A) è stato giudicato "lento e frammentario" da oltre il 60 per cento dei partecipanti. Appena più di un quarto delle imprese partecipanti, appartenenti a un'ampia gamma di settori, ha definito l'implementazione delle riforme "lenta ma esauriente". Le imprese che operano in misura consistente in Spagna hanno rappresentato

¹ L'indagine è stata condotta nella primavera del 2017.

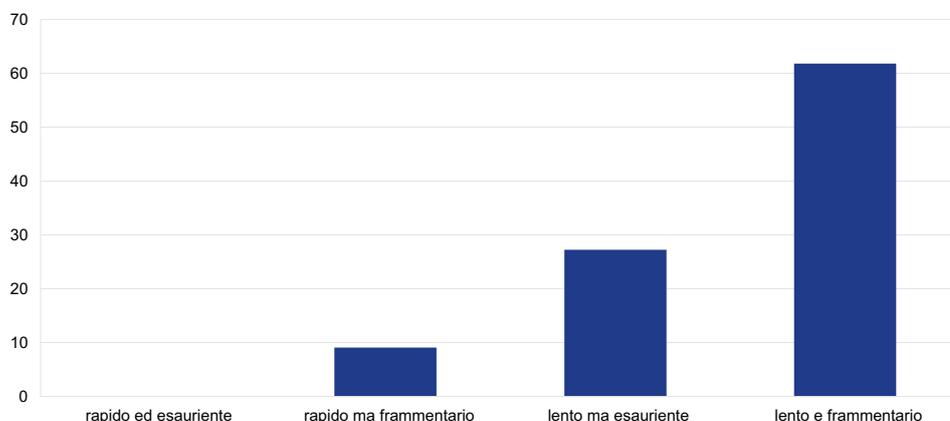
² Cfr., ad esempio: Draghi, M., *Riforme strutturali, inflazione e politica monetaria*, intervento introduttivo in occasione dell'ECB Forum on Central Banking, Sintra, 22 maggio 2015; Praet, P., *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, osservazioni in occasione della tavola rotonda di Observatory Group, New York, 18 novembre 2016.

³ Per la Spagna, circa un terzo delle aziende interpellate ha valutato positivamente l'impatto sugli investimenti delle riforme attuate a partire dal 2008 (in particolare, grazie all'aumento degli investimenti totali destinati a ricerca e sviluppo, che hanno fornito impulso all'innovazione). Nel contempo, oltre il 40 per cento delle imprese ha considerato tali riforme favorevoli alla crescita della produttività e quasi il 40 per cento ha ritenuto che esse abbiano contribuito a una più solida crescita dell'occupazione, riducendo i rischi (e i costi) di assunzione e agevolando la flessibilità retributiva.

Grafico A

Andamento delle riforme (2013-2016)

(percentuale di partecipanti)



Fonti: Indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: risultati basati sulle risposte alla domanda "Come valuterebbe l'andamento delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro negli ultimi tre anni?"

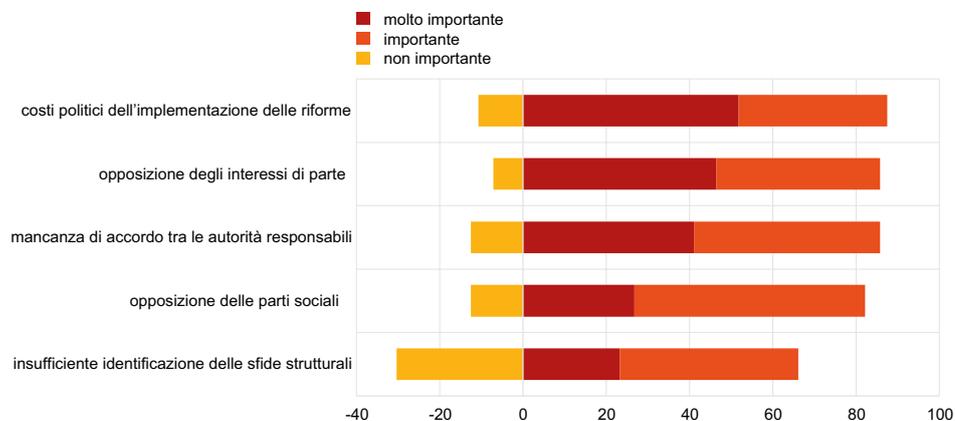
un'eccezione rilevante, tendendo a opinioni più positive su questo fronte. Nel complesso, tuttavia, solo poche aziende (per lo più operanti nel settore dei servizi) hanno considerato l'attuazione delle riforme "rapida", mentre nessuna delle imprese rispondenti ha definito le recenti riforme "rapide ed esaurienti".

Gli ostacoli a ulteriori tentativi di riforma (cfr. grafico B) sono stati attribuiti principalmente a vincoli politici e all'opposizione di interessi di parte. Pochi partecipanti all'indagine hanno percepito un arresto degli sforzi riformatori attribuibile alla mancanza di chiarezza sulle necessità di riforma. Al contrario, circa l'85 per cento delle imprese ha indicato che l'implementazione delle riforme è stata principalmente ostacolata da considerazioni di natura politica. Anche l'opposizione di "interessi di parte" e l'assenza di accordo tra le autorità responsabili sono stati

Grafico B

Ostacoli alla spinta riformatrice

(percentuale di partecipanti)



Fonti: Indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: risultati basati sulle risposte alla domanda "A suo parere, quali sono i più importanti ostacoli all'implementazione delle riforme strutturali nell'area dell'euro?" Le percentuali negative si riferiscono ai partecipanti che hanno definito gli elementi "non importanti".

considerati ostacoli sostanziali agli interventi di riforma (almeno il 40 per cento dei partecipanti li ha giudicati ostacoli “molto importanti”).

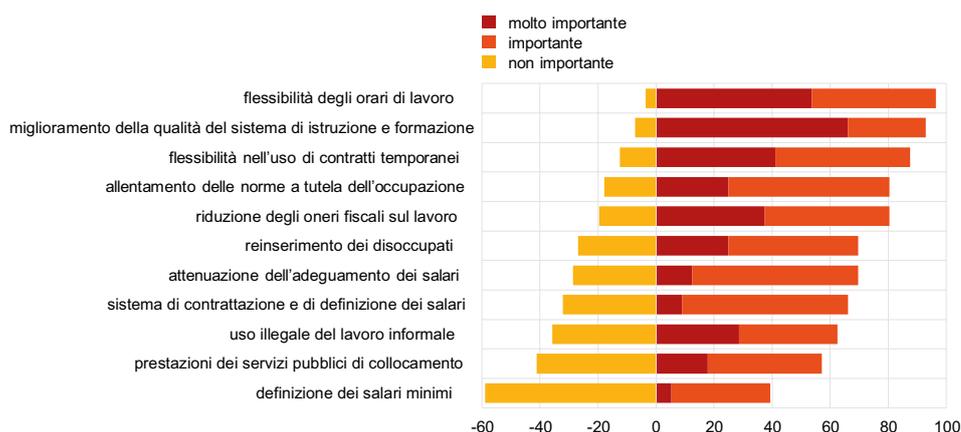
Interrogate sulle attuali esigenze di riforma, le aziende hanno coerentemente individuato nel mercato del lavoro l’area in cui gli interventi sono più urgenti, ma sono state indicate come importanti anche ulteriori riforme mirate ai mercati di beni e servizi e al contesto economico generale. Questo risultato riflette sia le più alte posizioni assegnate alle variabili del mercato del lavoro, classificate come “importanti” e “molto importanti” nell’ambito di domande standardizzate sulla necessità di riforme in tre diverse aree (completamento del mercato unico europeo, contesto operativo a livello di paese e mercati del lavoro), sia le risposte a una domanda più aperta in cui si richiedeva ai partecipanti di specificare le riforme “più urgenti” dal proprio punto di vista⁴.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro (cfr. grafico C), sono state considerate degne di priorità le riforme volte a migliorare ulteriormente la “flessibilità” della forza lavoro; almeno l’80 per cento delle imprese ha individuato nell’impegno per una maggiore flessibilità degli orari di lavoro, in un più agevole utilizzo dei contratti temporanei e in norme a tutela dell’occupazione meno stringenti tre delle quattro principali priorità. Inoltre, circa il 50 per cento dei partecipanti ha suggerito che le riforme destinate a migliorare la flessibilità della forza lavoro potrebbero esercitare l’impatto più consistente sui risultati d’impresa, data la loro importanza per il recupero della competitività e poiché consentirebbero alle aziende di rispondere meglio alla crescente volatilità e alle variazioni nella struttura della domanda.

Grafico C

Esigenze di riforma del mercato del lavoro nell’area dell’euro

(percentuale di partecipanti; risposte classificate in ordine decrescente di punteggio complessivo)



Fonti: Indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: risultati basati sulle risposte alla domanda “Come valuta le esigenze di riforma del mercato del lavoro nei paesi dell’area dell’euro nel suo settore?” Le percentuali negative si riferiscono ai partecipanti che hanno definito gli elementi “non importanti”.

⁴ I risultati sono coerenti con quelli ottenuti da altre indagini condotte dalla BCE su aziende di grandi dimensioni, come esposto in precedenti edizioni del Bollettino economico. Cfr., in particolare, i riquadri intitolati *I fattori alla base degli scarsi investimenti nell’area dell’euro: evidenze da un’indagine tra le grandi imprese* (n. 8/2015) e *L’andamento della produzione mondiale in una prospettiva europea: evidenze da un’indagine tra le grandi imprese dell’area dell’euro* (n. 6/2016).

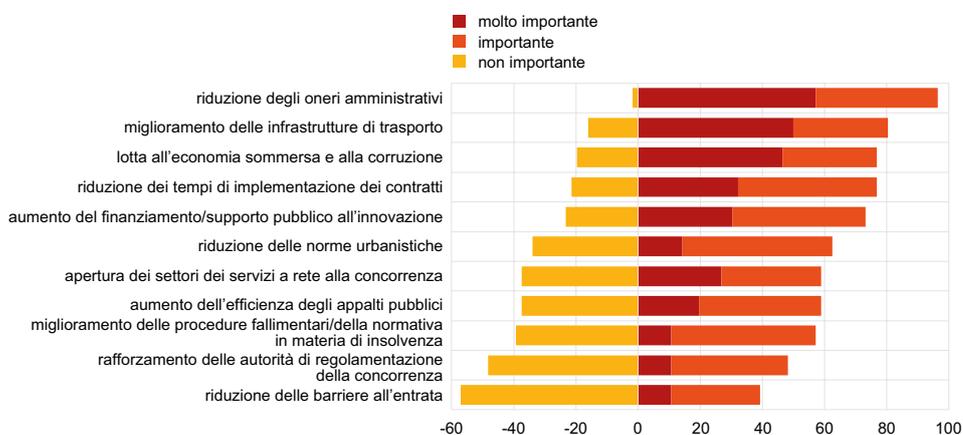
Inoltre, la rilevanza delle riforme mirate a migliorare la qualità dei sistemi di istruzione e formazione è stata sottolineata da oltre il 90 per cento delle aziende. Questo è stato considerato un fattore particolarmente rilevante alla luce del movimento verso profili di competenze ad alto contenuto di conoscenza, della digitalizzazione e delle persistenti carenze strutturali in termini di competenze ingegneristiche. Ulteriori azioni per ridurre le imposte e gli oneri sociali sul lavoro sono state altresì ampiamente individuate come importanti aree di riforma, mentre ulteriori riforme dei sistemi di contrattazione salariale e dei processi di definizione dei salari (inclusi i salari minimi) sono state invocate più di rado.

Riguardo alle potenziali priorità di riforma volte a migliorare il contesto operativo generale delle imprese (cfr. grafico D), oltre il 90 per cento delle aziende ha posto l'accento sulle iniziative tese a ridurre gli oneri amministrativi. In effetti, quasi il 60 per cento ha ritenuto ulteriori interventi in quest'area "molto importanti"⁵. Le imprese partecipanti hanno suggerito che tali riforme potrebbero contribuire a ridurre i costi amministrativi dei fornitori, diminuire le risorse destinate all'adempimento di obblighi di conformità e accelerare l'apertura di nuovi punti vendita⁶. Sono stati considerati importanti anche i vincoli concernenti i servizi a rete: circa l'80 per cento delle aziende ha evidenziato la necessità di ulteriori miglioramenti alle infrastrutture di trasporto⁷ e il 60 per cento ha enfatizzato la mancanza di concorrenza nei settori dei servizi a rete.

Grafico D

Esigenze di riforma del contesto operativo delle imprese nell'area dell'euro

(percentuale di partecipanti; risposte classificate in ordine decrescente di punteggio complessivo)



Fonti: Indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: risultati basati sulle risposte alla domanda "Come valuta le esigenze di riforme strutturali relative al contesto operativo delle imprese a livello di paese nell'area dell'euro nel suo settore?" Le percentuali negative si riferiscono ai partecipanti che hanno definito gli elementi "non importanti".

⁵ È stato assegnato un punteggio più elevato solo alle riforme volte a migliorare la qualità dei sistemi di istruzione e formazione.

⁶ Sebbene si tratti di un punto di vista chiaramente minoritario, un partecipante ha sostenuto che, dal suo punto di vista, gli oneri amministrativi sarebbero aumentati a partire dal 2008. Altri hanno argomentato che l'eccesso di regolamentazione e di obblighi di segnalazione potrebbe rappresentare un ostacolo al rispetto degli obblighi di conformità o alla supervisione da parte delle autorità di sorveglianza.

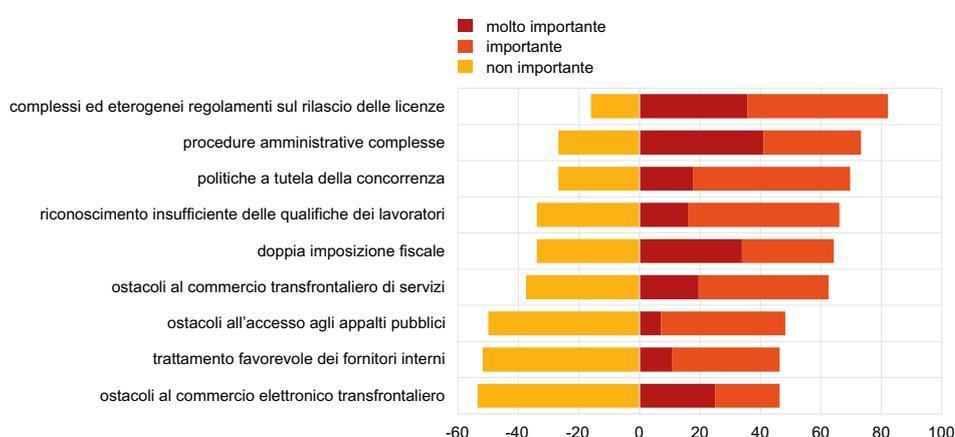
⁷ Le imprese hanno sostenuto che i miglioramenti alle infrastrutture di trasporto consentirebbero di ridurre i costi di approvvigionamento, di fornire impulso agli investimenti e all'occupazione e di incrementare il volume di affari.

Sono state inoltre evidenziate le esigenze di riforma correlate al completamento del mercato unico (cfr. grafico E). Circa l'80 per cento delle imprese rispondenti ha individuato la necessità di ulteriori riforme intese ad affrontare la complessità e l'eterogeneità dei regolamenti sul rilascio delle licenze nei paesi dell'area dell'euro e il 75 per cento ha segnalato l'esigenza di ulteriori riforme volte a semplificare le procedure amministrative che impediscono alle aziende di operare in altri paesi dell'area dell'euro. Le imprese hanno rilevato come ancora oggi sia particolarmente complesso condurre attività commerciali a livello transfrontaliero all'interno del mercato unico.

Grafico E

Esigenze di riforma legate al completamento del mercato unico

(percentuale di partecipanti; risposte classificate in ordine decrescente di punteggio complessivo)



Fonti: Indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: risultati basati sulle risposte alla domanda "Secondo lei quali delle seguenti esigenze di riforma legate al completamento del mercato unico europeo rendono difficile per le imprese operare a livello transfrontaliero nell'area dell'euro nel suo settore?" Le percentuali negative si riferiscono ai partecipanti che hanno definito gli elementi "non importanti".

È stata enfatizzata anche la mancanza di armonizzazione nelle politiche fiscali.

Diverse aziende hanno individuato la necessità di armonizzare le politiche fiscali tra tutti i paesi dell'UE in relazione alle imposte sul reddito d'impresa, alla tassazione locale e agli oneri sociali. È stato proposto anche un più omogeneo "approccio europeo" ai prezzi di trasferimento, che risulti accettabile per tutte le autorità fiscali europee.

I risultati dell'indagine sulle riforme strutturali condotta dalla BCE nel 2017 evidenziano un sostanziale accordo sulla necessità di ulteriori riforme dei mercati del lavoro nazionali, indicano alcune aree importanti in cui attuare ulteriori riforme volte a migliorare il contesto operativo delle imprese a livello nazionale e rivelano inoltre gli ambiti in cui le imprese ancora avvertono l'esigenza di un maggiore impegno a supporto dell'armonizzazione all'interno dell'UE. Dal punto di vista delle politiche, i risultati dell'indagine (inclusi i riscontri sui principali ostacoli all'implementazione delle riforme) sembrano sottolineare la necessità di maggiore coordinamento e supervisione, a livello nazionale e sovranazionale, dei processi di riforma. Considerata l'ampia portata delle riforme strutturali nel giovare al potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro, sembra giustificata una maggiore attenzione a ulteriori sforzi di riforma.

Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo

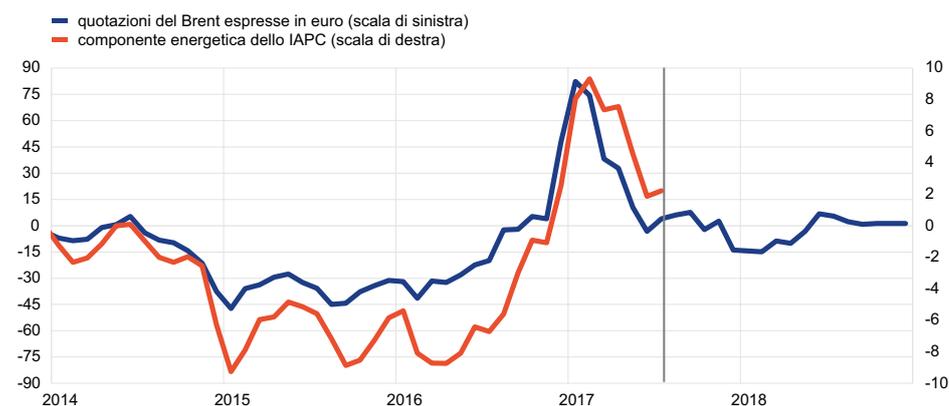
Gli effetti base avranno un forte impatto sulle proiezioni relative all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nei prossimi trimestri. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a settembre 2017 dagli esperti della BCE prevedono un'evoluzione a V per gli andamenti dell'inflazione complessiva nei trimestri a venire, con un minimo dello 0,9 per cento nel primo trimestre del 2018¹. Questo profilo è sostanzialmente riconducibile all'incidenza degli effetti base sui tassi tendenziali di variazione dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari non trasformati, che rappresentano le componenti più volatili dell'inflazione armonizzata.

Le pronunciate oscillazioni del tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi si rifletteranno sull'inflazione dei beni energetici un anno avanti, assumendo le quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio. I prezzi del petrolio sono aumentati dall'inizio del 2016 a febbraio 2017, per poi diminuire fino ad giugno successivo. Tali andamenti hanno comportato incrementi notevoli del tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi, seguiti da pronunciate contrazioni. Entrambi i movimenti hanno inoltre trovato riscontro negli andamenti dell'inflazione armonizzata dei beni energetici (cfr. grafico A). In prospettiva, ipotizzando che i corsi del greggio seguano la curva appena inclinata positivamente indicata dai prezzi dei contratti future per il petrolio, il tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi e l'inflazione dei beni energetici rifletteranno in prevalenza le passate oscillazioni delle quotazioni del greggio. L'evoluzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei corsi del petrolio (e quindi dell'energia) sarà dunque influenzata da effetti base, ossia variazioni mensili "atipiche" dell'indice occorse 12 mesi prima.

Grafico A

Prezzi del petrolio e dei beni energetici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la linea verticale separa i tassi di variazione sui dodici mesi dei corsi del petrolio calcolati sui prezzi a pronti da quelli ricavati dai prezzi dei contratti future del 14 agosto 2017, data di aggiornamento delle ipotesi delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017.

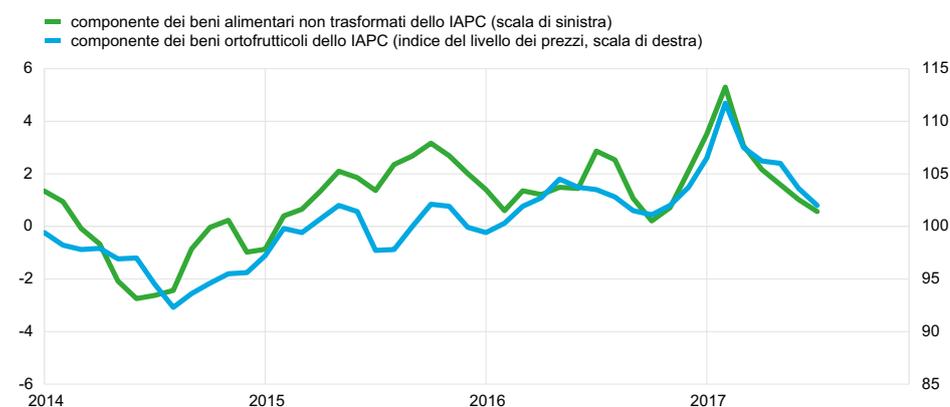
¹ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 settembre 2017.

Anche l'inflazione dei beni alimentari non trasformati ha registrato un forte incremento temporaneo nei primi mesi del 2017. Tale incremento riflette l'impatto al rialzo al volgere dell'anno sui prezzi dei prodotti ortofrutticoli, che costituiscono circa il 40 per cento della componente degli alimentari non trasformati, determinato dalle condizioni meteorologiche (cfr. grafico B). A seguito delle notevoli variazioni di questi prezzi, il profilo dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati sarà anche influenzato da effetti base negativi, soprattutto a febbraio 2018.

Grafico B

Inflazione dei beni alimentari non trasformati

(variazioni percentuali sui dodici mesi; indice: 2015=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

L'impatto combinato degli effetti base sulle componenti dell'energia e dei beni alimentari non trasformati dello IAPC abbasserà l'inflazione complessiva nel primo trimestre del 2018, ma ne determinerà un aumento nel trimestre successivo. La quantificazione degli effetti base comporta un certo grado di

incertezza, perché non c'è un unico metodo per misurare l'impatto di una variazione mensile atipica. In analisi precedenti riportate nel Bollettino della BCE, tale impatto è stato calcolato sottraendo la variazione effettiva mensile dal movimento tipico (ossia un effetto stagionale stimato e un "trend", misurato come variazione mensile media dalla metà degli anni '90)². Il grafico C mostra, per il resto del 2017 e la prima metà del 2018, il contributo stimato degli effetti base della componente energetica e dei beni alimentari non trasformati alle variazioni del tasso di inflazione tendenziale da un mese all'altro. Si stima che gli effetti base della componente energetica saranno soprattutto negativi fino a gennaio 2018 e positivi in seguito, mentre per la componente dei beni alimentari non trasformati saranno negativi da dicembre 2017 a febbraio 2018 e positivi dal marzo successivo. L'impatto cumulato di tali effetti base sull'inflazione generale armonizzata è sempre mostrato relativamente a un specifico mese di riferimento. Ad esempio, rispetto al tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi di luglio 2017, l'impatto cumulato negativo di questi effetti base sull'inflazione armonizzata nel febbraio 2018 sarà pari a mezzo punto percentuale. Tuttavia, dal momento che nei mesi successivi gli effetti base saranno positivi, l'impatto cumulato

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

sull'inflazione complessiva avrà segno opposto e corrisponderà a circa più 0,2 punti percentuali entro luglio 2018 (cfr. grafico C).

Grafico C

Contributo degli effetti base di energia e beni alimentari non trasformati all'andamento dell'inflazione armonizzata

(contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Pur risentendo degli effetti base, il profilo futuro dell'inflazione armonizzata sui dodici mesi potrebbe anche essere notevolmente influenzato da andamenti inattesi dei prezzi. Nel valutare l'impatto degli effetti base sui probabili tassi di inflazione complessiva, dei beni energetici e degli alimentari non trasformati nei periodi a venire, si deve considerare altresì che l'inflazione sui dodici mesi dipenderà, naturalmente, anche dalle effettive variazioni mensili dei prezzi dei beni energetici e degli alimentari non trasformati nel periodo intercorrente.

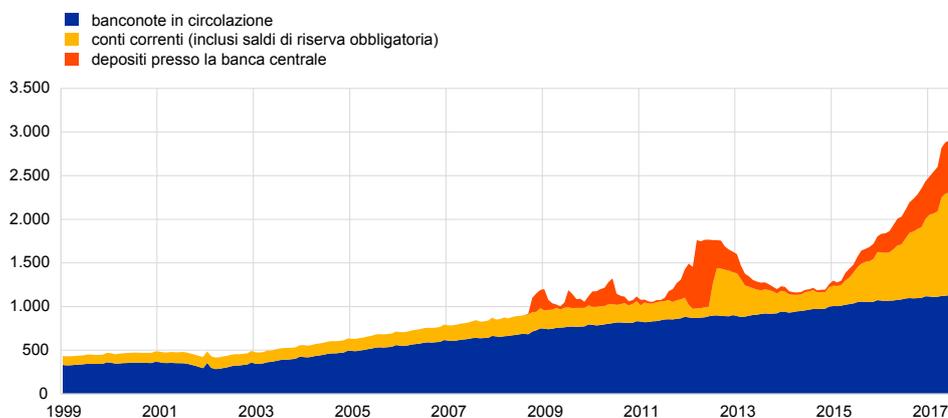
Base monetaria, aggregato monetario ampio e PAA

La considerevole espansione della base monetaria indotta dal programma di acquisto di attività (PAA) ha attirato sempre più l'attenzione del pubblico. Il presente riquadro passa in rassegna le recenti dinamiche della base monetaria¹ ed esamina in che misura tali dinamiche abbiano influenzato l'aggregato monetario ampio².

Nel periodo precedente la crisi gli andamenti della base monetaria hanno rispecchiato in ampia misura le variazioni nella quantità di banconote e monete in circolazione e nel livello delle riserve obbligatorie detenute presso la banca centrale (cfr. grafico A.) In una situazione di normale funzionamento dei mercati interbancari l'Eurosistema fornisce le riserve di banca centrale in euro di cui il sistema bancario necessita a livello aggregato, le quali sono successivamente scambiate fra le banche e quindi redistribuite all'interno del sistema bancario secondo le esigenze. La domanda aggregata di riserve di banca centrale è dunque pienamente soddisfatta dall'Eurosistema e i livelli di liquidità in eccesso rimangono molto contenuti. Pertanto, nel periodo precedente la crisi gli andamenti della base monetaria nell'area dell'euro erano prevalentemente un riflesso delle variazioni nella quantità di banconote e monete in circolazione e nelle riserve obbligatorie detenute presso la banca centrale.

Grafico A Base monetaria

(consistenze in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2017.

¹ La base monetaria è composta dal circolante, dai depositi che gli istituti di credito sono tenuti a mantenere nei propri conti correnti presso l'Eurosistema al fine di soddisfare l'obbligo minimo di riserva (riserva obbligatoria di banca centrale) e dai depositi altamente liquidi detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema in eccesso rispetto al livello della riserva obbligatoria (riserve eccedenti l'obbligo di riserva e ricorso ai depositi presso la banca centrale).

² L'aggregato monetario ampio, o M3, è composto da passività molto liquide di IFM nazionali possedute dal settore detentore di moneta (ad esempio, istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro, escluse le amministrazioni centrali): banconote e monete in circolazione, depositi overnight, depositi con durata fino a due anni, depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, pronti contro termine, quote/partecipazioni di fondi comuni monetari e titoli di debito delle IFM con durata fino a due anni. Dal punto di vista dell'analisi monetaria, l'aggregato monetario ampio rileva in quanto si associa alle risorse totali disponibili nell'economia per l'acquisto di beni, servizi e attività non monetarie, e per spese legate agli investimenti.

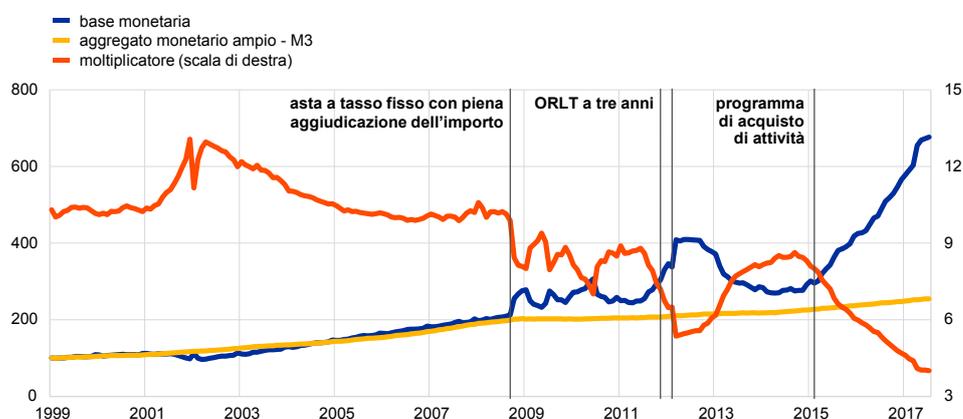
Prima della crisi finanziaria, gli andamenti della base monetaria e dell'aggregato monetario ampio mostravano dinamiche comparabili fra di loro (cfr. grafico B).

La crescita della base monetaria nell'area dell'euro rispecchiava quella dell'aggregato monetario ampio in ragione del fatto che a quel tempo l'immissione di riserve di banca centrale era determinata dalla domanda, vale a dire determinata dalla quantità di banconote e monete in circolazione e dalla dinamica dell'obbligo di riserva imposto alle banche, che a sua volta dipendeva dall'andamento delle passività a breve delle stesse (depositi e titoli di debito con durata residua non superiore ai due anni). Di conseguenza, il moltiplicatore monetario (il rapporto fra aggregato monetario ampio e base monetaria) era sostanzialmente stabile.

Grafico B

Base monetaria e moltiplicatore monetario

(lato sinistro: indice: 1999=100; lato destro: moltiplicatore monetario)



Fonte: BCE.

Note: il moltiplicatore monetario è il rapporto fra aggregato monetario ampio e base monetaria. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2017.

Dall'inizio della crisi finanziaria la base monetaria è stata determinata in misura sempre maggiore dalle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

In linea con le risposte date alla crisi finanziaria da tutte le principali banche centrali, il volume delle operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema è aumentato considerevolmente a partire dal 2007, e in particolare dopo il settembre del 2008. In un contesto di mercati finanziari malfunzionanti e di tensioni di liquidità nei bilanci delle banche, l'Eurosistema ha fornito, per mezzo di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, riserve di banca centrale a ciascuna controparte in modo elastico e in una misura decisamente maggiore rispetto alla domanda aggregata del sistema bancario. Inoltre, nel 2009 è stato avviato il primo programma di acquisti definitivi di obbligazioni garantite (CBPP1). Al conseguente incremento dell'eccesso di liquidità di banca centrale ha corrisposto una considerevole espansione della base monetaria (cfr. grafico A). Il volume delle operazioni di politica monetaria è aumentato di nuovo repentinamente nella seconda metà del 2011, principalmente in ragione delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (very long-term refinancing operations, VLTROs) con scadenza a tre anni condotte nel dicembre del 2011 e nel febbraio del 2012 e, in misura minore, degli acquisti definitivi di titoli nell'ambito del CBPP2. Le riserve in eccesso, e quindi la base monetaria, hanno evidenziato un ulteriore e considerevole incremento a seguito di queste operazioni.

Sin dall'introduzione delle misure non convenzionali, l'aggregato monetario ampio ha smesso di riflettere fedelmente gli andamenti della base monetaria.

A partire dal 2008 si è verificato uno scollamento tra la tendenza della base monetaria e quella dell'aggregato monetario ampio in ragione del fatto che l'espansione della base monetaria legata alle misure non convenzionali non ha indotto un'analoga tendenza al rialzo nella detenzione di moneta al di fuori del settore bancario. Considerato l'alto livello di frammentazione finanziaria, di incertezza economica e di contenuta domanda di credito, non sorprende che l'incremento delle riserve di banca centrale detenute dalle banche, spesso come presidio di liquidità, non abbia comportato un automatico aumento dell'offerta di credito al settore privato non finanziario, e quindi dell'aggregato monetario ampio, il quale è rimasto su livelli contenuti³. Allo stesso tempo, l'espansione della base monetaria è servita a evitare vendite forzate e riduzione dell'offerta di credito, il cui impatto sull'economia reale sarebbe stato, verosimilmente, molto significativo. In virtù dell'allentamento del legame tra base monetaria e aggregato monetario ampio il moltiplicatore monetario ha disegnato una traiettoria discendente dall'inizio della crisi finanziaria fino alla fine del 2012.

Nel 2013 la preferenza delle banche per la liquidità di banca centrale si è affievolita e la base monetaria è tornata a livelli coerenti con la tendenza pre-crisi. La riduzione della frammentazione finanziaria e il miglioramento delle condizioni di finanziamento nei mercati finanziari dell'area dell'euro registrati a partire dalla metà del 2012 hanno ridotto l'incentivo per le banche a mantenere elevati livelli di liquidità. Di conseguenza, le banche nel 2013 si sono avvalse dell'opzione messa a disposizione dalla BCE per il rimborso anticipato volontario delle VLTRO, riportando così la base monetaria vicino ai livelli impliciti nell'estrapolazione della tendenza pre-crisi. La riduzione della base monetaria associata all'assenza di un calo dell'aggregato monetario ampio, quest'ultimo sospinto da elementi di ripresa nelle attività monetarie, ha portato a un aumento del moltiplicatore monetario.

Il PAA ampliato ha segnato l'avvio di una nuova fase di incrementi del volume di base monetaria legati a fattori di offerta. L'annuncio del PAA ha rappresentato un cambiamento di regime che si è posto in evidente contrasto rispetto alla prassi precedente, sulla base della quale le banche esprimevano la propria domanda di liquidità di banca centrale e questa veniva soddisfatta in maniera elastica. Nell'ambito del PAA l'Eurosistema fornisce riserve di banca centrale acquistando attività. Poiché in generale le banche sono gli unici enti, ad eccezione delle amministrazioni centrali, che detengono conti di deposito presso la banca centrale, gli acquisti sono sempre regolati su tali conti, indipendentemente dal venditore ultimo. Di conseguenza, gli acquisti condotti nell'ambito del PAA si sono tradotti in un incremento automatico e diretto della base monetaria.

³ In ultima istanza, nell'economia i saldi complessivi dell'aggregato monetario ampio sono determinati da molti altri fattori, tra cui l'attività economica, i prestiti bancari, la preferenza delle banche a finanziarsi ricorrendo a depositi al dettaglio o a emissioni di debito, nonché la quota di titoli effettivamente venduti da banche residenti o dal settore dei non residenti. Inoltre, l'aumento nell'erogazione del credito bancario dipende da una serie di fattori che determinano la domanda di credito e da altri fattori legati all'offerta di credito. Fra i fattori legati alla domanda si annoverano il debito accumulato, i costi dell'indebitamento e le prospettive di reddito. Fra i fattori legati all'offerta figurano il rendimento degli impieghi corretti per il rischio, la posizione patrimoniale della banca, la sua propensione al rischio, il costo della raccolta e il rischio di liquidità.

Il PAA ha rappresentato una determinante di rilievo per i sostenuti andamenti dell'aggregato monetario ampio registrati a partire dal 2015, e i suoi effetti indiretti hanno svolto un ruolo significativo⁴.

Finora la maggior parte dei titoli di stato ceduti nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (il più ampio programma di acquisto del PAA) è stata venduta da non residenti e da banche, mentre le vendite da parte del settore nazionale detentore di moneta sono state contenute, con un moderato impatto diretto del PAA sull'aggregato monetario ampio⁵. Larga parte degli effetti del PAA sull'aggregato monetario ampio si è manifestata in via indiretta. In primo luogo, gli effetti indiretti scaturiscono dal ribilanciamento dei portafogli che il programma si propone di realizzare. Inoltre, le banche hanno ampliato i prestiti concessi a imprese nazionali e famiglie, dando luogo a un aumento dei depositi posseduti dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro. Alcune banche hanno anche utilizzato la maggiore liquidità a loro disposizione per ridurre le passività più onerose. Ulteriori effetti indiretti del PAA sull'aggregato monetario ampio si sono manifestati tramite numerosi canali attraverso i quali il PAA ha influenzato i mercati finanziari e l'attività economica. Il PAA ha generato un diffuso allentamento delle condizioni finanziarie, nonché effetti positivi sulla ricchezza, sostenendo in maniera determinante la ripresa del credito e la crescita economica. Dall'avvio del PAA in poi il moltiplicatore monetario è diminuito, rispecchiando fedelmente l'impatto positivo del programma sulla base monetaria, il quale è stato proporzionalmente più elevato rispetto a quello osservato sull'aggregato monetario ampio. La base monetaria presenta un rapporto diretto con gli acquisti, mentre l'effetto sull'aggregato monetario ampio, come osservato in precedenza, si manifesta per mezzo di complessi effetti indiretti.

⁴ La recente espansione dell'aggregato monetario ampio ha tratto beneficio anche dalle altre misure di politica monetaria non convenzionali della BCE, come i tassi di interesse negativi, che hanno contribuito a ridurre ai minimi storici il costo-opportunità di detenere strumenti monetari, e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che hanno costituito una valida alternativa al finanziamento a lungo termine sui mercati. Le OMRLT hanno inoltre contribuito ai recenti andamenti dell'aggregato monetario ampio fornendo un incentivo all'espansione del credito alle imprese e alle famiglie.

⁵ Il PAA incide direttamente sull'aggregato monetario ampio solo quando la controparte dell'acquisto appartiene al settore detentore di moneta dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino. Per maggiori dettagli sugli acquisti nell'ambito del PSPP suddivisi per settore, cfr. il riquadro *Quali settori hanno venduto i titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema?* nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

Articolo

1 La formulazione di un modello per la qualità delle banconote in euro

Le banche centrali hanno il compito di garantire la qualità delle banconote. Nel 2016 le apparecchiature ad alta velocità delle banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro hanno verificato la qualità e l'autenticità di 32,3 miliardi di banconote in euro. Una quantità simile è stata trattata dai gestori professionali del contante¹. Questi ultimi erogano ai propri clienti banconote di qualità idonea alla circolazione e restituiscono alle BCN quelle logore (non idonee alla circolazione) e quelle in surplus. Dopo un'ultima verifica di autenticità, le BCN procedono alla distruzione di tutte le banconote non più idonee all'uso. Nel 2016 le BCN hanno sostituito 5,4 miliardi di banconote non idonee (il 27 per cento circa della quantità in circolazione) con banconote nuove. Il deterioramento e la qualità dei biglietti in circolazione sono diversi da paese a paese. La BCE ha pertanto sviluppato un modello informatizzato per comprendere meglio le differenze tra i cicli del contante nell'area dell'euro. Il modello simula un ciclo del contante applicando un metodo teorico fondato su dati di riferimento. Le simulazioni individuano tre elementi come principali determinanti della qualità delle banconote e dei costi del ciclo del contante: la resistenza dei biglietti allo sporco e ai difetti, la frequenza con cui i biglietti sono restituiti alla BCN e la taratura dei sensori delle apparecchiature di selezione delle BCN.

1 Introduzione

Alla fine di dicembre 2016 risultavano in circolazione 20,2 miliardi di banconote, per un valore nominale di 1.120 miliardi di euro. Rispetto alla fine del 2015, ciò ha significato un incremento del 7 per cento in termini di volume e del 3,9 per cento in termini di valore. Questi dati sono in linea con l'incremento annuo medio registrato nel corso degli ultimi cinque anni, pari al 7,8 per cento in volume e al 6,1 per cento in valore (cfr. grafico 1). La circolazione di banconote in euro aumenta se le BCN emettono banconote; diminuisce se ricevono banconote, generalmente logore o in surplus, dai gestori del contante.

L'Eurosistema ha il dovere di salvaguardare la fiducia dei cittadini nelle banconote in euro garantendo la qualità dei biglietti in circolazione.

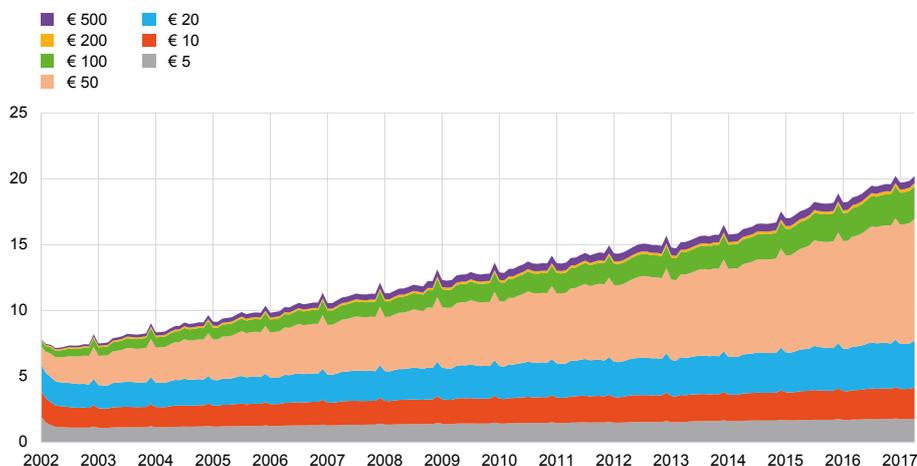
Le banconote logore hanno maggiore probabilità di essere rigettate dai distributori automatici e rendono inoltre più difficile l'individuazione di falsi da parte di cittadini ed esercenti. Il mantenimento della qualità dipende principalmente da due fattori. Il primo è la produzione di banconote durevoli: la durata delle banconote da

¹ I gestori del contante sono gli enti e gli operatori economici citati nell'articolo 6(1) del Regolamento (CE) n. 1338/2001 che definisce le misure necessarie alla protezione dell'euro contro la falsificazione ("Gli enti creditizi e, nei limiti della loro attività di pagamento, gli altri prestatori di servizi di pagamento nonché gli altri operatori economici che partecipano alla gestione e alla distribuzione al pubblico di banconote e monete [...]"). Nel presente articolo sono riuniti sotto la denominazione "gestori del contante" tutti i soggetti diversi dalle BCN che trattano le banconote per il ricircolo.

Grafico 1

Numero complessivo delle banconote in euro in circolazione

(asse delle ordinate: numero delle banconote in euro in miliardi)



Fonte: Sistema informativo sulla circolazione 2 (CIS2) dell'Eurosistema.

Nota: i volumi delle banconote da 5, 10, 20 e 50 euro sono la somma delle banconote della prima serie e della serie Europa.

5 e 10 euro della serie Europa è stata prolungata grazie all'applicazione di un rivestimento protettivo aggiuntivo. Il secondo è il ruolo che le BCN svolgono nel ciclo del contante attraverso la sostituzione dei biglietti sporchi e difettosi individuati dalle apparecchiature. La qualità delle banconote in circolazione dipende tuttavia anche da diversi altri fattori. Se ad esempio pochi ATM erogano biglietti da 5 euro, questi resteranno in circolazione attiva più a lungo, per fornire i resti, data la loro disponibilità limitata. Gli esercenti tratterranno tali biglietti per utilizzarli anziché restituirli alla BCN, che sarà pertanto impossibilitata a ritirare dalla circolazione quelli sporchi.

Dal 2011 ai gestori del contante è consentito ricircolare le banconote, nel rispetto delle regole stabilite nella Decisione BCE/2010/14 relativa al controllo dell'autenticità e idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo ("Quadro di riferimento per il ricircolo")². Nello specifico, tutte le banconote in euro per essere riciclate devono essere trattate da selezionatrici automatiche sottoposte ai test dell'Eurosistema ed elencate nel sito Internet della BCE. I gestori del contante hanno inoltre l'obbligo di comunicare, ogni sei mesi, il numero e il tipo delle macchine selezionatrici in uso, nonché il volume delle banconote trattate, riciclate e selezionate come non idonee. Il Quadro di riferimento per il ricircolo è stato prontamente messo in pratica dai gestori del contante. Rispetto alle prime segnalazioni relative ai dispositivi utilizzati, il numero delle apparecchiature conformi per la selezione e accettazione delle banconote è quasi raddoppiato (da circa 78.000 nel 2012³ a oltre 147.000 alla fine del 2016). Ricircolare banconote idonee anziché restituirle a una BCN consente ai gestori del contante un notevole risparmio di costi di trasporto e gestione.

² In alcuni paesi dell'area dell'euro il ricircolo delle banconote non era consentito prima di allora, mentre in altri veniva effettuato nell'ambito di accordi bilaterali tra i gestori del contante e la BCN.

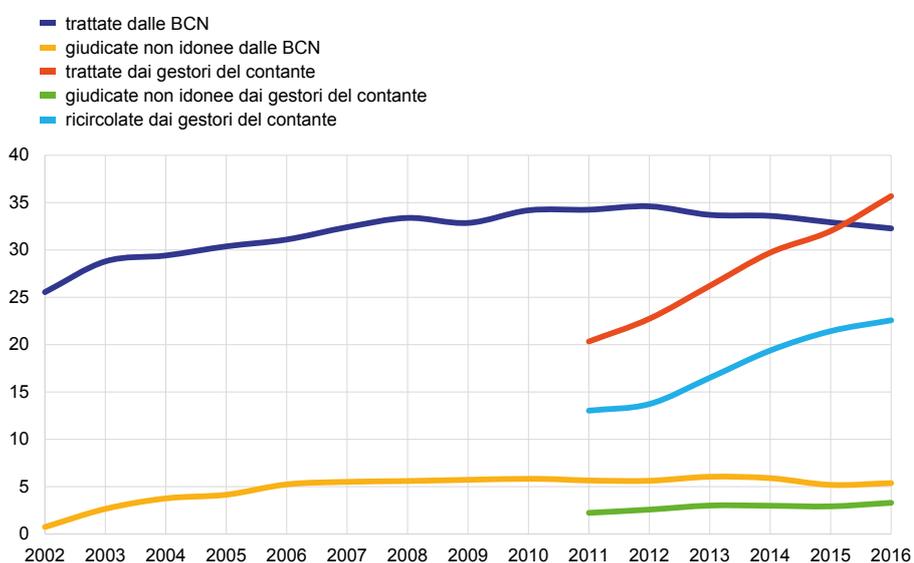
³ Il Quadro di riferimento per il ricircolo è entrato in vigore il 1° gennaio 2011 con un periodo transitorio di un anno per l'attività di segnalazione statistica.

Per la prima volta nel 2016 il numero di banconote trattate dai gestori del contante (35,7 miliardi) ha superato il volume selezionato dalle BCN (32,3 miliardi), indicando, a livello dell'area euro, una modifica nel grado di coinvolgimento operativo nel ciclo del contante delle BCN e dei gestori del contante (cfr. grafico 2). Della quantità totale di banconote trattate dai gestori del contante circa due terzi (22,6 miliardi) sono risultati idonei e sono stati ricircolati, mentre la restante parte è stata restituita alle BCN. Soltanto 2,3 miliardi dei biglietti restituiti sono stati giudicati non idonei e non conformi agli standard minimi di qualità stabiliti dalle norme sul ricircolo; il resto era costituito da surplus di banconote idonee.

Grafico 2

Numero di banconote trattate/riciclate da BCN e gestori del contante

(asse delle ordinate: numero delle banconote in euro in miliardi)



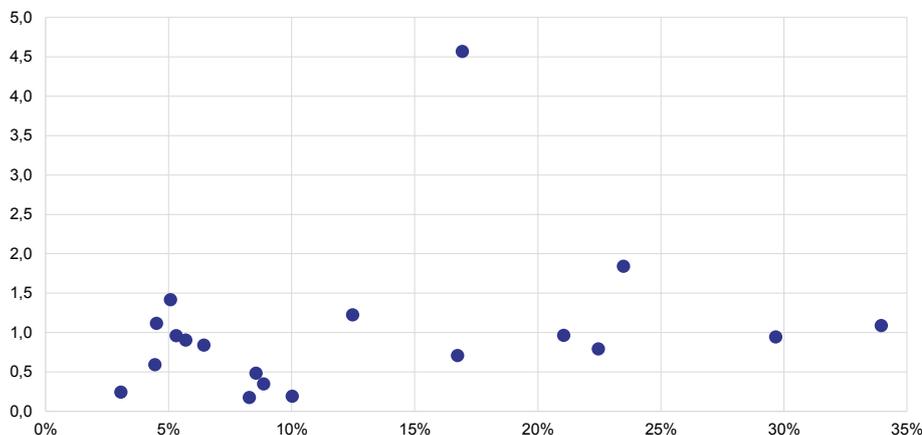
Fonte: Sistema informativo della circolazione 2 dell'Eurosistema.

In relazione alla qualità delle banconote in circolazione nei diversi paesi dell'area dell'euro, è facile supporre che a un maggiore livello di distruzione di biglietti logori, e di sostituzione con esemplari nuovi, dovrebbe corrispondere un miglioramento della qualità. Tuttavia, ciò non appare evidente se si confronta la qualità della circolazione dei vari paesi con la quota pro capite di banconote distrutte (cfr. grafico 3). Il grafico mostra un quadro eterogeneo, con la maggior parte dei paesi che presenta una percentuale di distruzione bassa, pari a circa una banconota per persona all'anno, e alcuni casi significativamente lontani dalla media. Alcuni paesi evidenziano una qualità più bassa della circolazione a fronte di un tasso di distruzione consistente; altri possiedono una qualità molto elevata sebbene distruggano meno della metà delle banconote rispetto alla media dell'area euro. Ciò indica che le differenze nei cicli di cassa nazionali hanno un ruolo fondamentale. Tali specifiche influenze nazionali non sono tuttavia ancora sufficientemente comprese.

Grafico 3

La qualità delle banconote da 5 euro in circolazione rispetto alle banconote distrutte nei paesi dell'area dell'euro

(asse delle ascisse: banconote giudicate non idonee in percentuale delle banconote in circolazione; asse delle ordinate: banconote distrutte pro capite da maggio 2014 ad aprile 2015)



Fonti: indagine 2015 dell'Eurosistema sulla qualità delle banconote, Sistema informativo della circolazione 2 dell'Eurosistema, dati sulla popolazione elaborati dall'Eurostat (per i paesi più piccoli i dati su turismo e flussi migratori sono stati corretti utilizzando fonti statistiche nazionali).

Note: un singolo dato per paese dell'area dell'euro. Percentuale di banconote giudicate non idonee in un campione rappresentativo delle banconote in circolazione in un dato paese rispetto alle banconote da 5 euro della serie Europa distrutte per abitante per anno. Cfr. la sezione 2.4 per un'illustrazione delle modalità di raccolta del campione rappresentativo delle banconote in circolazione nel paese in esame. Il campionamento per l'indagine del 2015 sulla qualità delle banconote è stato eseguito nel periodo tra marzo e maggio 2015. La quantità di banconote distrutte è il dato totale per il periodo che va da maggio 2014 ad aprile 2015.

La BCE ha messo a punto un modello informatizzato che tiene conto di tutti i principali parametri di cui è nota l'influenza sul ciclo del contante, applicabile sia a livello nazionale che a livello aggregato dell'area euro. Il modello è concepito per fornire una migliore comprensione dei cicli del contante nei diversi paesi dell'area così come dei fattori che influiscono sul deterioramento e sulla qualità delle banconote⁴. La sezione 2 del presente articolo illustra i principali soggetti coinvolti nel ciclo del contante e i parametri fondamentali che incidono sulla qualità delle banconote. La sezione 3 descrive il modello. La sezione 4 mostra i risultati ottenuti applicando il modello a due ipotetici cicli nazionali del contante.

2 Il ciclo di vita delle banconote

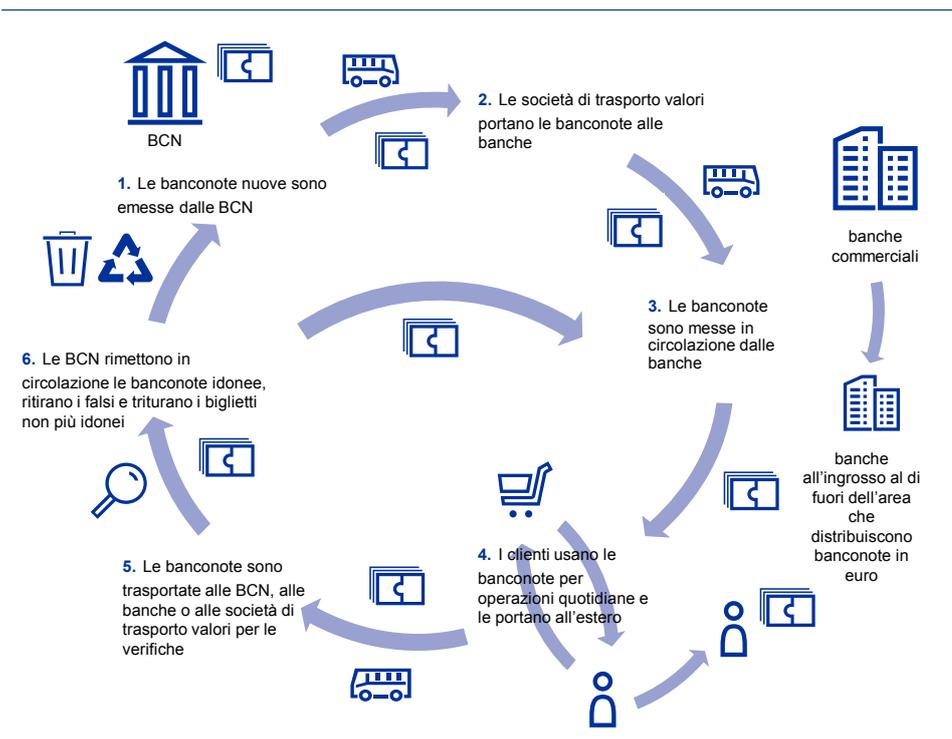
2.1 I soggetti coinvolti

Nel ciclo del contante interagiscono diversi processi e soggetti. La figura 1 schematizza un tipico ciclo del contante dell'area dell'euro. Le BCN emettono le banconote in euro (prodotte da varie stamperie accreditate). I gestori del contante prelevano dalle BCN le banconote, di solito per il tramite di società di trasporto valori, che le trasferiscono a banche o esercizi commerciali, oppure direttamente agli ATM. I cittadini ricevono le banconote principalmente prelevandole dagli ATM o come resto dagli esercizi commerciali e, in misura minore, presso gli sportelli bancari. Le

⁴ Sarà possibile scaricare il modello dal sito Internet della BCE; il modello è applicabile anche a cicli del contante esterni all'area dell'euro. La simulazione di cicli locali del contante è di interesse anche per altri paesi (più grandi) nei quali regioni diverse mostrano un quadro analogamente eterogeneo.

banconote in surplus presso gli esercizi commerciali vengono depositate in una filiale bancaria o prelevate dalle società di trasporto valori. Sono poi restituite alla BCN per le verifiche di qualità e autenticità oppure riciclate da un gestore del contante. A seconda del taglio della banconota e del paese, un biglietto può essere selezionato e rimesso in circolazione molteplici volte prima di essere selezionato come non più idoneo alla circolazione e distrutto.

Figura 1
Il ciclo di vita delle banconote



Le banconote in euro sono inoltre esportate/importate a/da paesi esterni all'area dell'euro, sia da gestori del contante specializzati (ad es. banche che operano nel mercato all'ingrosso delle banconote e forniscono i cambiavalute) che dai cittadini, per turismo o a fini commerciali. Alla fine del 2016, le esportazioni nette complessive verso paesi non appartenenti all'area euro sotto forma di spedizioni di banconote in euro da parte di banche che operano nel mercato all'ingrosso delle banconote ammontavano a 172,8 miliardi di euro. Considerata anche l'esistenza di consistenti flussi non registrati, altre fonti⁵ stimano che oltre il 30 per cento, in valore, delle banconote in euro emesse in Germania, circolano al di fuori dell'area euro. Le stime sulla scomposizione per taglio non sono ancora disponibili.

Questi flussi in entrata e in uscita dall'area euro, o tra i diversi paesi al suo interno, hanno un impatto notevole sui cicli nazionali del contante. Alcuni paesi dell'area evidenziano un'emissione netta negativa di determinati tagli, vale a dire che la loro BCN riceve dai gestori del contante un numero di banconote maggiore rispetto

⁵ Cfr. *The international role of the euro, Interim report*, BCE, giugno 2016 oppure Bartzsch, N., Rösl, G. e Seitz, F., "Foreign demand for euro banknotes issued in Germany: estimation using indirect approaches", *Discussion Paper*, serie 1, n. 21, Deutsche Bundesbank, 2011.

a quelle che emette. Ciò avviene quando i biglietti arrivano nel paese dall'estero, provenienti da un altro paese dell'area o da regioni esterne ad essa. La migrazione di banconote è principalmente imputabile al turismo o al pendolarismo transfrontaliero. Allo scopo di bilanciare questi flussi "naturali", l'Eurosistema re-distribuisce regolarmente volumi consistenti di banconote in euro da un paese all'altro. Ciò consente ai paesi aventi emissioni nette positive di soddisfare in qualsiasi momento la domanda di banconote.

Se, in termini generali, il ciclo del contante riguarda tutte le BCN, la quota di banconote trattata da queste e dai gestori del contante, nonché i rispettivi ruoli, variano in misura considerevole da paese a paese. Ciò è imputabile a specificità nazionali. Nel 2016 il rapporto aggregato tra le banconote trattate dai gestori del contante e quelle trattate dalle BCN era prossimo a 1,1 (cfr. grafico 2), ma i dati nazionali vanno da 0 (ovvero nessun ricircolo di banconote effettuato dai gestori del contante) a situazioni in cui i gestori del contante trattano un volume di biglietti cinque volte superiore a quello della BCN.

2.2 La qualità delle banconote secondo le persone e secondo le apparecchiature

Durante il loro ciclo di vita le banconote si usurano e la loro qualità, vale a dire la loro idoneità alla circolazione, diminuisce. L'idoneità di un biglietto è data dal livello di sporco e dai difetti che può presentare. Ricerche recenti sull'invecchiamento delle banconote hanno individuato nello sporco una delle principali ragioni che rendono i biglietti non idonei alla circolazione. Lo sporco è rappresentato principalmente dal sebo umano (una sostanza cerosa prodotta dalle ghiandole della pelle), che si trasferisce alle banconote attraverso il contatto, e da particelle di sporcizia⁶. La seconda categoria di elementi di idoneità include difetti quali: macchie, scritte, presenza di nastro adesivo, pieghe e strappi. Se lo sporco è generalmente frutto di un processo graduale, una banconota di solito acquista un difetto in un preciso momento (ad es. quando viene strappata o macchiata).

La difficoltà di misurare la qualità attraverso una apparecchiatura sta nel garantire che tale valutazione corrisponda alla percezione umana dello stato di una banconota. Di solito l'idoneità è determinata da selezionatrici automatiche che trattano fino a 33 banconote al secondo, catturano l'immagine del biglietto, vi applicano diversi algoritmi e stabiliscono infine se sia idoneo a circolare. Tuttavia, la valutazione di idoneità delle selezionatrici può essere influenzata da svariati fattori. I più rilevanti sono: 1) anomalie nei meccanismi di trascinamento della banconota e di lettura ottica; 2) presenza di polvere proveniente dalle banconote trattate (ad es. residui di fibre di carta o di inchiostro) che inficia la qualità dell'immagine; 3) la patina lucida presente sulle banconote nuove che, come dimostrato, incide significativamente sulla valutazione dello sporco; 4) possibili differenze qualitative di produzione che, nonostante i rigorosi controlli di qualità, possono comportare lievi variazioni nei nuovi lotti di banconote.

⁶ Cfr. Balke, P., "From Fit to Unfit: How banknotes become soiled", *Watermark*, 2011, Rostov-on-Don.

Per garantire l'applicazione da parte delle BCN di standard in linea con la percezione umana, la BCE ha creato un campione uniforme di banconote in euro, cosiddetto "test deck", raccolte tra quelle in circolazione, da utilizzare per testare le selezionatrici. Il campione contiene biglietti rappresentativi dei vari livelli di qualità. Sulla base di una valutazione visiva effettuata da esperti dell'Eurosistema (percezione umana) è stato assegnato a ciascuna banconota del campione un livello di qualità "effettivo". Inevitabilmente, nessuna valutazione operata da un sensore automatico corrisponderà in modo perfetto al giudizio di idoneità derivante dalla valutazione di un esperto e ci saranno, pertanto, casi di classificazione errata. Banconote di buona qualità saranno erroneamente distrutte prima del tempo (banconote erroneamente classificate non idonee) o banconote logore saranno ritenute idonee e reimmesse in circolazione (banconote erroneamente classificate idonee). La ricerca dell'Eurosistema ha confermato, utilizzando il campione di prova, che selezionatrici automatiche ad alta velocità differenti presentano un'accuratezza di classificazione notevolmente diversa⁷, soprattutto in ragione del variare di tecnologie e algoritmi utilizzati⁸.

2.3 Gli standard dell'Eurosistema per misurare l'idoneità delle banconote

L'Eurosistema ha stabilito soglie minime in base alle quali una BCN deve classificare una banconota come non idonea a circolare (le "soglie dell'Eurosistema"⁹). Tali soglie fissano limiti per lo sporco e per tutte le categorie di difetti. Tutte le BCN hanno l'obbligo di attenersi a questi requisiti minimi ed è ammesso che soltanto una piccola percentuale delle banconote reimmesse in circolazione non soddisfi questi criteri. Tale margine di tolleranza (pari all'8 per cento delle banconote riemesse) tiene conto delle incertezze di classificazione dei biglietti operata dalle apparecchiature. Le BCN possono applicare una politica di selezione più severa se necessario per migliorare la qualità delle banconote circolanti a livello nazionale.

Gli standard minimi di idoneità per i gestori del contante ("soglie dei gestori del contante") sono definiti nel Quadro di riferimento per il ricircolo e risultano inferiori a quelli fissati per le BCN. L'intento è assicurare che, anche in presenza di margini di tolleranza, le banconote riemesse da una BCN risultino idonee anche per i gestori del contante e possano essere riciclate varie volte prima di giungere al termine del loro ciclo di vita.

2.4 Come l'Eurosistema misura la qualità della circolazione

Ogni anno l'Eurosistema raccoglie un campione rappresentativo dei tagli principalmente utilizzati per le transazioni (da 5 a 100 euro) e calcola la

⁷ Metodi alternativi hanno inoltre dimostrato che l'accuratezza di un sensore dipende anche dal taglio della banconota e non risulta coerente lungo un intervallo normalizzato di idoneità.

⁸ Cfr. ad esempio Buitelaar, T., "The Colour of Soil", *DNB Cash Seminar 2008*, Amsterdam, 28-29 febbraio 2008.

⁹ Nell'espone le percentuali di banconote non idonee in circolazione, il presente articolo fa riferimento a biglietti non idonei secondo le soglie dell'Eurosistema.

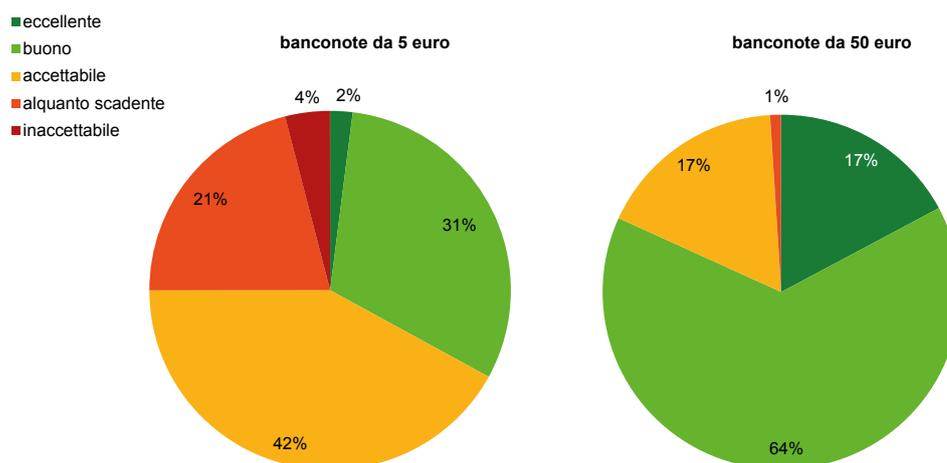
percentuale di banconote non idonee contenute nel campione in base alle soglie dell'Eurosistema. I campioni estratti dal circolante di ciascun paese dell'area dell'euro sono trattati con le selezionatrici automatiche ad alta velocità di due BCN e viene calcolata la percentuale media di biglietti non idonei, per la presenza di sporco o difetti, per ciascun campione. I risultati di questa indagine annuale sulla qualità, tra le altre cose, aiutano le BCN a stabilire se la qualità delle banconote in circolazione sia adeguata e, se occorre, a correggere la politica di selezione.

L'Eurosistema effettua inoltre un'indagine sulla percezione della qualità delle banconote da parte dei cittadini (ogni due anni) e un sondaggio online¹⁰ (dal 2014); entrambi in linea con l'indagine sulla qualità. I due sondaggi esaminano la qualità delle banconote da 5 e da 50 euro. La banconota da 5 euro risulta solitamente di qualità inferiore rimanendo più a lungo in circolazione per fornire i resti. Nella media dell'area dell'euro, la qualità della banconota da 5 euro è considerata buona, con il 75 per cento dei partecipanti che la considera a un livello accettabile o più che accettabile (cfr. grafico 4). Per quanto riguarda la banconota da 50, quasi tutti i partecipanti (99 per cento) considerano il biglietto di livello qualitativo almeno accettabile. Il confronto tra i risultati nazionali dell'indagine sulla qualità e le risposte nazionali al sondaggio online rivela un buon grado di corrispondenza tra la percentuale di banconote non idonee rinvenute nel campione di un paese e l'opinione dei cittadini sul biglietto da 5 euro (cfr. grafico 5). Ciò non vale, tuttavia, per la banconota da 50; dato che quest'ultima è generalmente di buona qualità, non sono presenti dati nell'area delle risposte "non idoneo/negativo" (in alto a destra) del grafico.

Grafico 4

Qualità delle banconote in euro emersa dall'indagine pubblica condotta nel 2012

(medie dell'Eurosistema)



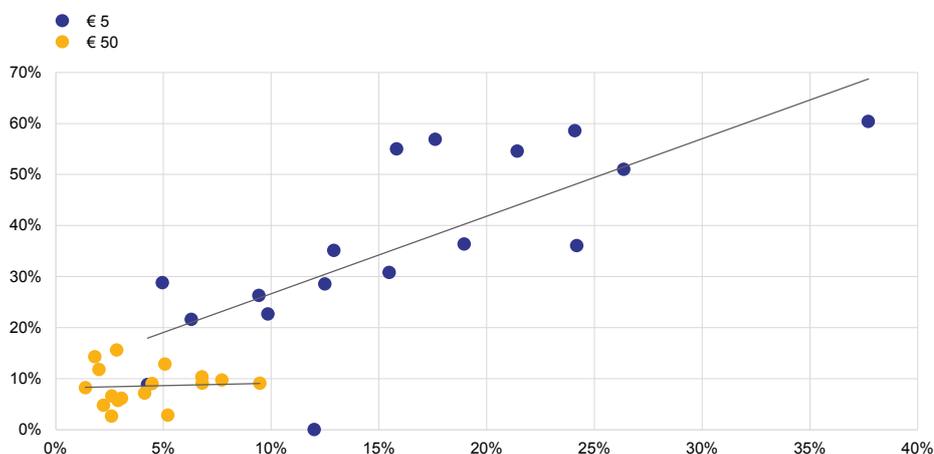
Fonte: indagine pubblica condotta dalla BCE nel 2012 sulle banconote in euro.
 Note: risposte al quesito dell'indagine "In generale come descriveresti lo stato delle banconote da 5/50 euro in circolazione?"
 Vengono mostrati i risultati del 2012 poiché i dati più recenti (2014) sono stati influenzati dall'introduzione della banconota da 5 euro della serie Europa.

¹⁰ Cfr. Indagine online sulla qualità delle banconote in euro

Grafico 5

Correlazione tra le banconote non idonee rinvenute in circolazione e le risposte dei cittadini per paese sui biglietti da 5 e 50 euro

(asse delle ascisse: banconote giudicate non idonee in percentuale delle banconote in circolazione; asse delle ordinate: percentuale di risposte negative (alquanto scadente/inaccettabile) nell'indagine online)



Fonti: indagine online 2012 dell'Eurosistema sulla qualità delle banconote in euro e indagine 2012 dell'Eurosistema sulla qualità. Nota: un dato per paese dell'area dell'euro.

2.5 La durata della vita di una banconota

Tutte le banconote di un determinato taglio hanno lo stesso substrato e le medesime caratteristiche di stampa; tuttavia la vita di una banconota dalla prima emissione alla distruzione presso la BCN dipende sia dalla sua resistenza materiale che dalle caratteristiche del ciclo nazionale del contante. La maniera in cui i cittadini utilizzano le banconote (ad es. se le ripongono nei portafogli o nelle tasche dei pantaloni) e persino fattori ambientali come l'umidità contribuiscono in misura significativa a determinare il tempo che una banconota impiega a diventare non idonea. La frequenza con la quale i biglietti sono restituiti ai gestori del contante o alle BCN incide poi sui tempi di ritiro dalla circolazione delle banconote non idonee.

La durata della vita di una banconota è comunemente definita come il numero totale delle banconote in circolazione rispetto alle banconote distrutte per anno.

Tuttavia, questa impostazione non tiene conto delle banconote che non circolano effettivamente perché sono detenute come riserva di valore, sono andate smarrite oppure sono migrate fuori dai confini nazionali o addirittura fuori dall'area dell'euro¹¹. Più precisamente, la vita di una banconota può essere espressa come:

$$\text{Durata della vita[anni]} = \frac{\text{Banconote in circolazione attiva}}{\text{Banconote distrutte per anno}}$$

I dati disponibili, tuttavia, non consentono di determinare con precisione la circolazione attiva per ciascun paese e per ciascun taglio. L'Eurosistema deve quindi affidarsi a stime che tengono conto dei dati nazionali sulle quantità trattate da BCN e gestori del contante e sui volumi distrutti dalla BCN. Tali stime includono inoltre i flussi

¹¹ Sebbene la banconota da 5 euro della serie Europa venga emessa da maggio 2013, alla fine del 2016 342 milioni di biglietti da 5 euro della prima serie non erano ancora stati restituiti alle BCN.

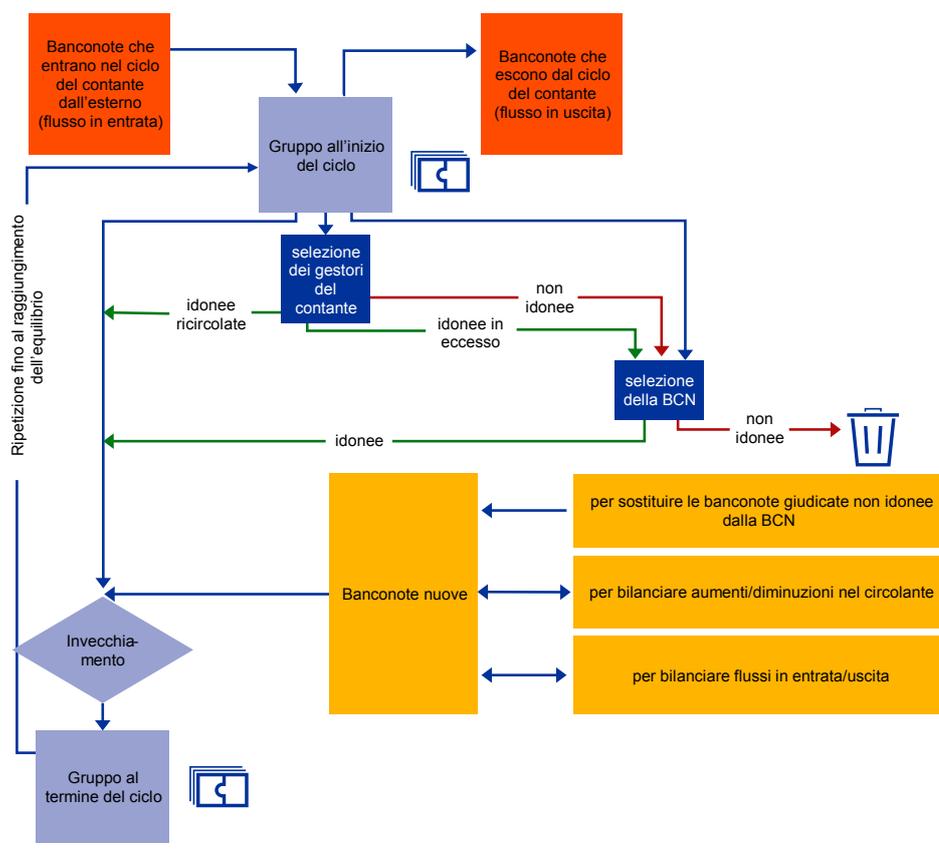
noti di banconote collegati al pendolarismo, al turismo e ai trasferimenti effettuati dai gestori del contante.

3 Il modello – definizioni e metodologia

Il modello della BCE simula un ciclo del contante. I risultati più significativi sono il tasso di triturazione delle BCN, la qualità del circolante (la percentuale di banconote non idonee in circolazione), i costi di sostituzione e la durata effettiva di vita delle banconote circolanti. Il ciclo inizia con un gruppo di banconote la cui qualità può essere definita dall'analista. Dopo l'avvio il gruppo di banconote evolve nel corso di una serie di iterazioni fino a raggiungere una situazione di equilibrio. Ciascuna iterazione simula all'interno del modello i processi di selezione e gli effetti di invecchiamento delle banconote in un ciclo del contante di durata settimanale. L'equilibrio nel modello si raggiunge nel punto in cui attraverso l'attività di selezione svolta dai gestori del contante e dalla BCN avviene la sostituzione delle banconote logore e si bilanciano le variazioni in aumento o diminuzione della circolazione e i flussi in entrata e in uscita¹². Il ciclo del contante adottato nel modello è mostrato nella figura 2 ed esaminato in maniera più approfondita di seguito.

Figura 2

Il modello di circolazione delle banconote



¹² I risultati presentati si basano su cicli del contante in condizioni di equilibrio. Il modello consente inoltre di simulare cambiamenti dinamici significativi in un ciclo del contante e il monitoraggio nel tempo dell'evoluzione dei parametri.

Il modello colloca la qualità delle banconote su una scala da 1 a 100, con la soglia dell'Eurosistema a 50. Il livello di idoneità pari a 1 corrisponde alla banconota fior di stampa mentre la banconota che è sporca più del doppio della soglia si colloca a 100. I difetti seguono una classificazione binaria e la loro presenza determina l'immediata assegnazione alle banconote di un livello di qualità pari a 100 per assicurare che siano selezionati come non idonei in maniera coerente da gestori del contante e BCN¹³. Nel modello ogni gruppo di banconote possiede un profilo di idoneità rappresentativo dei livelli di qualità presenti. Il modello comincia con un gruppo di banconote che sono rappresentative di quelle in circolazione attiva. Ad ogni iterazione si procede alle seguenti fasi:

1. Una parte del gruppo di banconote viene selezionata in biglietti idonei e non idonei dai gestori del contante.
2. Una parte ulteriore è quindi selezionata dalla BCN. Queste banconote sono un insieme di biglietti circolanti, biglietti giudicati non idonei dai gestori del contante, biglietti giudicati idonei dai gestori del contante ma restituiti alla BCN in quanto eccedenti. Le banconote trattate dalla BCN sono selezionate in idonee e non idonee; i biglietti non idonei vengono ritirati dalla circolazione.
3. Vengono aggiunte nuove banconote¹⁴ in numero equivalente a quelle scartate come non idonee dalla BCN a meno di una variazione per tener conto di quelle necessarie a compensare la crescita del circolante e gli eventuali flussi in entrata e in uscita.
4. Tutte le banconote circolanti (ossia non trattate nel ciclo, selezionate come idonee dai gestori del contante e dalla BCN oppure nuove) subiscono un processo di invecchiamento. L'invecchiamento è ottenuto mediante l'applicazione di algoritmi che simulano la maniera in cui le banconote diventano gradualmente sporche e acquistano difetti.
5. Infine, il profilo di idoneità del gruppo alla fine del ciclo è confrontato con quello iniziale. Se i due sono sufficientemente simili, si è raggiunta una situazione di equilibrio e si ottengono i risultati definitivi. In caso contrario si ripetono le fasi dalla uno alla cinque finché necessario.

L'invecchiamento di una banconota è simulato in due passaggi, che rappresentano lo sporco e i difetti. Il livello di sporco medio per ogni ciclo è determinato dalla "vita teorica della banconota" e applicato a ciascun biglietto mediante una funzione di distribuzione definibile¹⁵. La vita teorica di una banconota è data dal tempo che impiega una banconota nuova a divenire logora, ossia a passare dal livello di idoneità 1 al 50. È un parametro di input per il modello e dipende dalla resistenza della banconota, ma anche da fattori ambientali quali l'intensità di utilizzo da parte dei cittadini nel ciclo simulato del contante.

¹³ È ciò che avviene in prevalenza nella realtà dal momento che in linea di massima i sensori ottici rilevano agevolmente difetti come le pieghe della banconota.

¹⁴ Il modello consente di specificare un profilo di idoneità per le nuove banconote. Si utilizza generalmente una distribuzione gaussiana che rispecchia alcune differenze di produzione.

¹⁵ La distribuzione di Poisson è usata come standard, con altre funzioni di distribuzione ugualmente supportate.

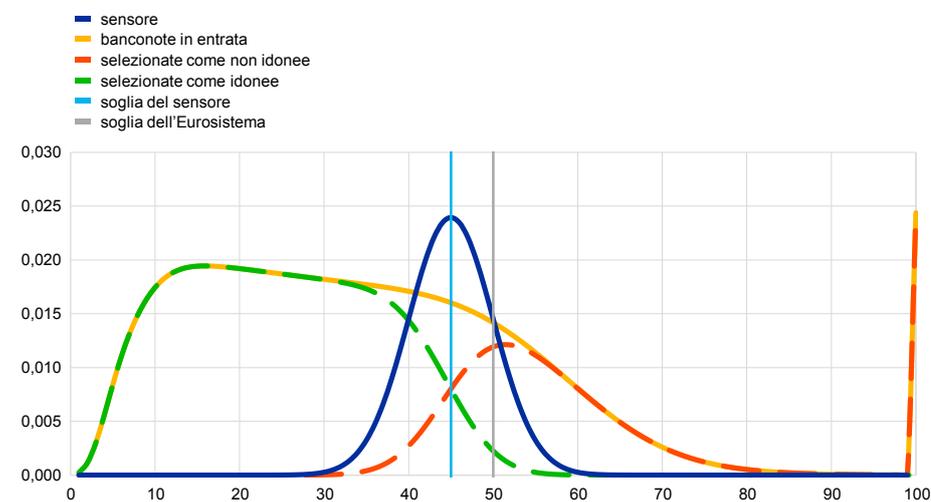
Nel passaggio successivo i difetti sono simulati sulla base della probabilità (espressa come percentuale annua) che ciascuna banconota ne acquisti uno (ossia passi immediatamente dal livello di qualità posseduto a 100). La probabilità del difetto è applicata alla distribuzione delle banconote secondo un profilo selezionabile in relazione ai livelli di qualità dei biglietti. Questo metodo permette di modellizzare, ad esempio, che banconote con un più alto livello di sporco abbiano maggiori probabilità di acquisire difetti¹⁶.

Le fasi di selezione della BCN e dei gestori del contante sono entrambe simulate applicando al profilo di idoneità delle banconote in entrata un sensore modello con imprecisioni che seguono una distribuzione gaussiana¹⁷. La mancanza di accuratezza del sensore modello è espressa come deviazione standard (DS) rispetto alla scala di idoneità. Il grafico 6 mostra come un sensore di qualità, che opera a una soglia di livello di qualità pari a 45 e possiede un grado di imprecisione modellizzato secondo una DS di 5 livelli, separi un profilo tipico di circolante (con il 20 per cento di biglietti non idonei) in banconote idonee e non idonee. Nell'esempio, le imprecisioni del sensore comportano che una piccola quantità delle banconote selezionate come idonee sia più sporca rispetto alla soglia dell'Eurosistema (erroneamente idonee 0,4 per cento¹⁸), ma anche che un considerevole numero di banconote selezionate come non idonee sia ben al di sotto della medesima soglia (erroneamente non idonee 9 per cento).

Grafico 6

Rappresentazione schematica della fase di selezione del modello della circolazione

(asse delle ascisse: livello di idoneità della banconota (1: nuova, 50: soglia dell'Eurosistema, 100: molto sporca); asse delle ordinate: frequenza)



Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

Nota: il picco al livello di idoneità 100 denota banconote difettose e assolutamente non idonee.

¹⁶ Studi hanno dimostrato che è possibile raggiungere la più stretta corrispondenza ai dati reali sulla qualità mediante l'applicazione, in ciascun ciclo, di una probabilità di difetti che aumenta in maniera lineare con il livello di idoneità.

¹⁷ Il comportamento gaussiano è stato identificato nel corso di precedenti studi su larga scala sulle selezionatrici automatiche.

¹⁸ Le cifre relative alle banconote erroneamente idonee e non idonee sono in quota rispetto al totale dei biglietti selezionati.

I flussi modellizzati di banconote in entrata possono avere qualsiasi profilo di idoneità. Il profilo di idoneità dei flussi in uscita si ipotizza uguale a quello dei biglietti in circolazione nel ciclo del contante. Sia i flussi in entrata che quelli in uscita sono modellizzati come neutri rispetto al volume di circolante. Per i flussi in uscita ciò si ottiene sostituendo le banconote mancanti in ciascun ciclo del modello con ulteriori banconote nuove emesse dalla BCN. Per i flussi in entrata si riduce il volume delle banconote nuove sostitutive introdotte dalla BCN a ogni ciclo.

I costi complessivi del ciclo del contante sono modellizzati come la somma tra i costi di selezione della BCN e quelli di sostituzione delle banconote. Gli input del modello per le due componenti di costo sono rappresentati dai costi di selezione della BCN (per mille banconote selezionate)¹⁹ e da quelli di emissione delle nuove banconote²⁰. Come mostrato nella figura 2, le banconote nuove che devono essere emesse equivalgono alle banconote non idonee distrutte dalla BCN, ai flussi in uscita e a ogni aumento del circolante²¹. Una terza componente è data dai costi di lavorazione per i gestori del contante; questa non è modellizzata dal momento che non si dispone di dati consolidati.

4 Applicazione del modello a due cicli teorici del contante

La sezione esamina due cicli teorici del contante che ricalcano i tipici cicli del contante nazionale per diverse BCN e/o per diversi tagli. Sulla base di un'analisi di sensibilità condotta sui due casi base, si illustrano in maggiore dettaglio i due fattori più influenti (la soglia di selezione della BCN e la vita teorica delle banconote).

4.1 Definizione dei due cicli del contante

I due cicli del contante utilizzati, rappresentativi di quelli di due paesi teorici, sono identici sotto ogni aspetto (la vita ipotetica di una banconota, l'accuratezza dei sensori di qualità adottati), ad eccezione del ruolo dei gestori del contante e della BCN. Nel Ciclo del contante 1, la BCN svolge un ruolo attivo e il ricircolo operato dai gestori del contante è limitato. Il Ciclo del contante 2 rappresenta un paese nel quale i gestori del contante ricircolano una quota consistente del volume di banconote in circolazione. La tavola 1 mostra i valori dei parametri di input relativi ai due cicli.

La tavola 2 mostra i risultati del modello per i due cicli teorici del contante.

I due cicli esaminati, pur utilizzando banconote aventi la medesima vita teorica, si traducono in una diversa vita delle banconote in circolazione. Nel Ciclo 2 le banconote restituite alla BCN sono in numero inferiore (2 miliardi rispetto ai 5 del

¹⁹ Inclusi tutti i costi che la BCN sostiene per deposito, apertura delle confezioni, trattamento, distruzione delle banconote non idonee, riconfezionamento di quelle idonee, stoccaggio e reimmissione.

²⁰ Inclusi i costi di produzione, trasporto, stoccaggio e gestione.

²¹ Per studi più approfonditi il modello fornisce anche il valore residuo delle banconote erroneamente non idonee mediante un declassamento lineare dal livello di idoneità 1 a un valore residuo definibile alla soglia dell'Eurosistema (50). Tale aspetto non è trattato nel presente articolo.

Tavola 1

Parametri di input dei due cicli base del contante

Parametro di input	Ciclo del contante 1	Ciclo del contante 2
Costi di emissione delle banconote nuove	50 euro per 1.000 banconote	
Livello di idoneità delle banconote nuove	1	
Variazione dell'idoneità delle banconote nuove (DS nei livelli di idoneità)	5	
Banconote in circolazione attiva	1 miliardo	
Variazione annua del volume di circolante	+5%	
Flussi di banconote in entrata/uscita	nessuno	
Modello di invecchiamento	Poisson	
Vita teorica della banconota (dovuta allo sporco)	24 mesi	
Probabilità del difetto per anno	10 per cento (in aumento lineare con il livello di idoneità)	
Volume di selezione dei gestori del contante per anno	2 miliardi	5 miliardi
Quota di banconote idonee inviate dai gestori del contante alla BCN (come eccedenza)	25%	
Soglia di selezione dei gestori del contante	70	
Soglia di selezione della BCN	50 (soglia dell'Eurosistema)	
Grado di imprecisione dei sensori di gestori del contante e BCN (DS nei livelli di idoneità)	10	
Costi di selezione della BCN	10 euro per 1.000 banconote	
Volume di selezione della BCN per anno	5 miliardi	2 miliardi
Soglia di idoneità/non idoneità dell'Eurosistema	50	

Note: per tutti i parametri di input sono state utilizzate medie e stime dell'Eurosistema arrotondate. In questo esempio, le stime dei costi di emissione delle banconote nuove e di quelli di selezione della BCN sono identiche per entrambi i cicli teorici del contante e non includono economie di scala per volumi diversi di selezione della BCN o di sostituzione annua delle banconote (cfr. tavola 2 di seguito).

Tavola 2

Risultati dei due cicli base del contante

Risultati del modello	Ciclo del contante 1	Ciclo del contante 2
<i>Tecnici</i>		
Percentuale di banconote non idonee in circolazione	6,8%	14,7%
Tasso di distruzione (triturazione) della BCN	11,5%	23,8%
Volume annuo di sostituzione delle banconote*	574,6 milioni	476,5 milioni
Vita media della banconota in circolazione	20,9 mesi	25,2 mesi
<i>Finanziari</i>		
Costi annui di sostituzione delle banconote	28,7 milioni di euro	23,8 milioni di euro
Costi annui di selezione della BCN	50 milioni di euro	20 milioni di euro
Costi complessivi**	78,7 milioni di euro	43,8 milioni di euro

Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

* Il volume e i costi di sostituzione delle banconote riportati non includono le banconote necessarie all'incremento del volume del circolante (poiché non sostituiscono le banconote non idonee). Il costo aggiuntivo legato alle banconote nuove necessarie ad accrescere il volume del circolante è pari, in questo caso, a 2,5 milioni di euro nel primo anno per entrambi i cicli (un miliardo di banconote in circolazione] aumentato del [5 per cento], a [50 euro per 1.000 banconote nuove]).

** Esclusi i costi di trattamento sostenuti dai gestori del contante.

Ciclo 1), ma sono più sporche. Ciò emerge dal tasso di distruzione (triturazione) della BCN, che è significativamente superiore rispetto a quello del Ciclo 2. Sebbene nel Ciclo 2 sia distrutta una percentuale maggiore di banconote selezionate dalla BCN, il volume assoluto di biglietti triturati è inferiore e ciò comporta una sostituzione annua minore, pari a circa 100 milioni di banconote. Ne consegue che i biglietti rimangono in circolazione 4,5 mesi più a lungo, con una qualità del circolante notevolmente più bassa (il 14,7 per cento di banconote non idonee rispetto al 6,8 del Ciclo 1). Si tratta di un fenomeno prevedibile, dato che la soglia dei gestori del contante è meno rigorosa (70) rispetto a quella della BCN (50) e la quota di banconote riciclate nel Ciclo 2 è significativamente superiore. Sotto il profilo dei costi, il Ciclo 1 mostra circa il doppio dei costi annui del Ciclo 2. Ciò si deve soprattutto ai costi/volumi considerevolmente più alti di selezione della BCN e solo in misura limitata ai maggiori costi di sostituzione.

4.2 Analisi di sensibilità del modello basato sui due cicli

Tutti i parametri di input del modello influiscono sulla qualità finale delle banconote in circolazione e sui costi complessivi; la presente sezione esamina la sensibilità dei risultati ai parametri di input, individua le determinanti chiave e verifica se modifiche ai parametri di input abbiano conseguenze identiche sui due cicli teorici. L'analisi utilizza un approccio fondato su scenari. I valori base dei parametri di input per i due cicli (definiti nella tavola 1) sono modificati per giungere a nuovi valori di scenario. Questi ultimi vengono fissati nell'ambito di intervalli compresi tra i margini di imprecisione del parametro corrispondente o nell'intervallo previsto in cui possono essere corretti dall'Eurosistema. L'analisi non comprende i parametri fissi (ad es. il volume di selezione della BCN o dei gestori del contante) o privi di conseguenze sulla qualità (ad es. costi di sostituzione delle banconote o di selezione). La tavola 3 mostra le modifiche a ciascun input del modello per ogni scenario. Per la maggior parte dei parametri di input sono simulati sia un aumento che una diminuzione del valore di base. Per ogni scenario i risultati relativi alla qualità delle banconote (espressa come percentuale delle banconote non idonee in circolazione) e ai costi complessivi del ciclo del contante sono presentati come variazione rispetto ai risultati del caso base.

La tavola mostra che i parametri che hanno maggiore impatto sulla qualità finale delle banconote in circolazione sono, per entrambi i cicli, la soglia di selezione della BCN e la vita teorica della banconota. Tali parametri sono esaminati in maggiore dettaglio nelle sezioni 4.3.1 e 4.3.2. Altri parametri, come i flussi di banconote in uscita, hanno un impatto comparabile, ma sono al di fuori del controllo di una banca centrale.

Anche le differenze qualitative delle banconote nuove, che nel modello sono espresse come DS nei livelli di idoneità, influiscono notevolmente su qualità e costi. Per il Ciclo 1, un cambiamento della DS tra 1 (produzione estremamente uniforme) e 15 (variazioni sostanziali che influenzano la rilevazione dello sporco²²) livelli di idoneità può determinare risparmi per 1,96 milioni di euro o costi aggiuntivi pari a 5,6 milioni rispetto al caso base. L'intervallo complessivo copre circa il 10 per cento del costo totale del ciclo del contante. Inoltre, l'aumento simulato rispetto al caso base ha un impatto negativo sulla qualità, aggiungendo 1,2 punti percentuali ulteriori alla quota di banconote non idonee in circolazione. Lo stesso trend è rintracciabile anche nel Ciclo 2, tuttavia in misura leggermente diversa in relazione a qualità e costi.

Il numero (difficile da determinare) di banconote in circolazione attiva ha un notevole impatto sui risultati del modello. Un volume maggiore di circolante implica un tasso di rientro più basso delle banconote alla BCN o ai gestori del contante²³ e ciò porta alla circolazione di un maggior numero di biglietti non idonei. Di conseguenza, aumenta il volume delle banconote distrutte dalla BCN e ciò si traduce in costi aggiuntivi di sostituzione. L'andamento è simile in entrambi i cicli. Per una

²² Come, ad esempio, differenze nella filigrana o nella tonalità della carta. Le stime della DS per le variazioni di produzione si basano su studi interni della BCE e risultano verificate in passato. L'Eurosistema cerca costantemente di ridurre tali variazioni di produzione.

²³ A volumi di selezione costanti, come nel caso della presente simulazione.

Tavola 3

Analisi di sensibilità dei parametri chiave del modello per i due cicli del contante

(variazioni in punti percentuali per le banconote non idonee in circolazione e milioni di euro per i costi complessivi)

			Risultati			
			Ciclo del contante 1		Ciclo del contante 2	
			Banconote non idonee in circolazione	Costi complessivi	Banconote non idonee in circolazione	Costi complessivi
Risultati del caso base			6,8%	78,73	14,7%	43,82
Input di scenario	Valore del ciclo base del contante	Valore di scenario				
<i>Parametro relativo alla produzione delle banconote</i>						
Variazione dell'idoneità delle banconote nuove (DS nei livelli di idoneità)	5	1 15	-0,5 +1,2	-1,96 +5,60	-0,6 +3,5	-1,04 +4,43
<i>Parametri relativi alla circolazione delle banconote</i>						
Banconote in circolazione attiva	1 miliardo	0,9 miliardi 1,1 miliardo	-0,9 +0,9	-2,33 +2,27	-1,3 +1,2	-1,86 +1,82
Variazione annua del volume di circolante*	+5%	0% +15%	+0,3 -0,5	+1,02 -1,90	+0,8 -0,9	+1,01 -1,37
Flusso di banconote in entrata (5% non idonee)	0	0,25 miliardi	+1,5	-7,31	+3,4	-8,10
Flusso di banconote in entrata (20% non idonee)	0	0,25 miliardi	+2,3	-5,87	+4,7	-6,67
Flusso di banconote in uscita	0	0,25 miliardi	-1,4	+7,44	-3,2	+8,17
<i>Parametri relativi alla durata della vita delle banconote</i>						
Vita teorica della banconota (a causa dello sporco) in mesi	24	18 30	+2,8 -1,7	+6,66 -4,57	+4,6 -2,5	+5,96 -3,27
Probabilità del difetto per anno	10%	5% 15%	-0,5 +0,3	-1,09 +0,86	+0,2 +0,1	-0,84 +1,14
<i>Parametri relativi al gestore del contante</i>						
Quota di banconote idonee inviate dai gestori del contante alla BCN (come eccedenza)	25%	15% 35%	-0,1 +0,1	+0,02 -0,02	-0,3 +0,4	+0,08 -0,09
Soglia di selezione dei gestori del contante	70	60 80	-0,3 +0,1	+0,12 -0,04	-2,3 +1,7	+0,71 -0,24
Grado di imprecisione dei sensori dei gestori del contante (DS nei livelli di idoneità)	10	5 15	+0,1 -0,1	-0,03 +0,05	+0,8 -0,7	-0,21 +0,27
<i>Parametri relativi alla BCN</i>						
Soglia di selezione della BCN	50	45 55	-2,6 +3,5	+2,88 -3,38	-2,6 +4,0	+2,54 -1,35
Grado di imprecisione dei sensori della BCN (DS nei livelli di idoneità)	10	5 15	+1,0 -1,0	-2,87 +3,60	+1,0 -0,1	-0,41 +1,86

Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

* Il volume e i costi di sostituzione delle banconote riportati non includono le banconote necessarie all'incremento del volume del circolante (poiché non sostituiscono le banconote non idonee). I costi aggiuntivi per le banconote nuove legati a un aumento del circolante per i due scenari sarebbero pari a zero (per lo scenario privo di crescita) e a 7,5 milioni di euro (per lo scenario +15%).

modellizzazione accurata di uno specifico ciclo nazionale del contante è necessaria una buona conoscenza della circolazione attiva.

Variazioni nell'accuratezza dei sensori della BCN e nella soglia di selezione o nell'accuratezza dei sensori dei gestori del contante hanno conseguenze molto diverse sui due cicli. Il Ciclo 2 reagisce circa dieci volte più sensibilmente alle variazioni di performance dei sensori dei gestori del contante (espressi come DS nei livelli di idoneità) o delle soglie di selezione rispetto al Ciclo 1. Ciò era prevedibile, ma in misura minore, dal momento che il volume di selezione dei gestori del contante del Ciclo 2 è soltanto 2,5 volte quello del Ciclo 1. Tuttavia segnala in modo chiaro che, in cicli del contante caratterizzati da maggiore ricircolo esterno, è fondamentale un attento monitoraggio delle prestazioni delle apparecchiature utilizzate dai gestori del contante. L'accuratezza dei sensori della BCN ha un impatto sui costi

del ciclo del contante da tre a sette volte superiore nel caso del Ciclo 1, indicando che gli sforzi per il miglioramento delle prestazioni dei sensori della BCN sono economicamente più vantaggiosi laddove è questa a selezionare la quota più ampia di banconote. Contrariamente a ciò che ci si potrebbe attendere, migliori sensori di gestori del contante e BCN conducono a una qualità delle banconote in circolazione leggermente inferiore. La ragione risiede nel fatto che sensori “scadenti” scartano una quantità consistente di banconote prossime alla soglia (aventi, ad esempio, livelli di idoneità tra 40 e 50), a loro volta sostituite con banconote nuove. Ciò ha l'effetto collaterale di pulire la circolazione comportando però la distruzione di banconote ancora idonee.

Il modello conferma che i flussi di banconote in entrata e in uscita svolgono un ruolo fondamentale nei cicli del contante dell'area dell'euro. Nell'analisi di sensibilità sono simulati flussi annui in entrata e in uscita per un quarto del volume complessivo del circolante²⁴. Man mano che nel modello i flussi in uscita sono sostituiti da banconote nuove si osserva un miglioramento della qualità del circolante, accompagnato da un aumento dei costi di sostituzione. Per le banconote in entrata, l'analisi di sensibilità studia i flussi in ingresso di due livelli di qualità (5 e 20 per cento di biglietti non idonei sul gruppo). Anche nel caso in cui banconote di buona qualità (con il 5 per cento di non idonee) entrano in un ciclo del contante, tale flusso ha un impatto negativo sulla qualità del circolante, poiché limita la possibilità di emissione di banconote nuove da parte della BCN. Tale effetto risulta tanto più evidente quanto più bassa è la qualità delle banconote in entrata. In entrambi i casi, in conseguenza dei flussi in entrata, la BCN ha una necessità di banconote nuove significativamente inferiore e sostiene dunque costi di sostituzione più bassi. Gli effetti sono molto simili in entrambi i cicli.

L'impatto di altri parametri, come il modello di invecchiamento e la probabilità di difetti in relazione all'idoneità delle banconote (crescente o costante), risulta contenuto e non è pertanto incluso nella tavola.

4.3 Analisi dettagliata dei parametri chiave del ciclo del contante

L'analisi di sensibilità sopra citata ha variato singoli parametri del modello, ma ha mantenuto la soglia di selezione della BCN al livello di quella dell'Eurosistema (50). In realtà, tuttavia, una BCN può modificare la soglia di selezione delle proprie apparecchiature. La presente sezione esamina la possibilità di correggere la soglia di selezione della BCN per orientare la qualità delle banconote (4.3.1) o beneficiare di una loro maggiore durata (4.3.2).

4.3.1 Soglia di selezione della BCN

L'aggiustamento della soglia di selezione da parte di una BCN ha effetti sia sulla qualità del circolante che sui costi di sostituzione. Nella realtà le BCN impostano una soglia di selezione che soddisfa le necessità del ciclo del contante del proprio paese. I cicli del contante nazionale possono divergere per differenze

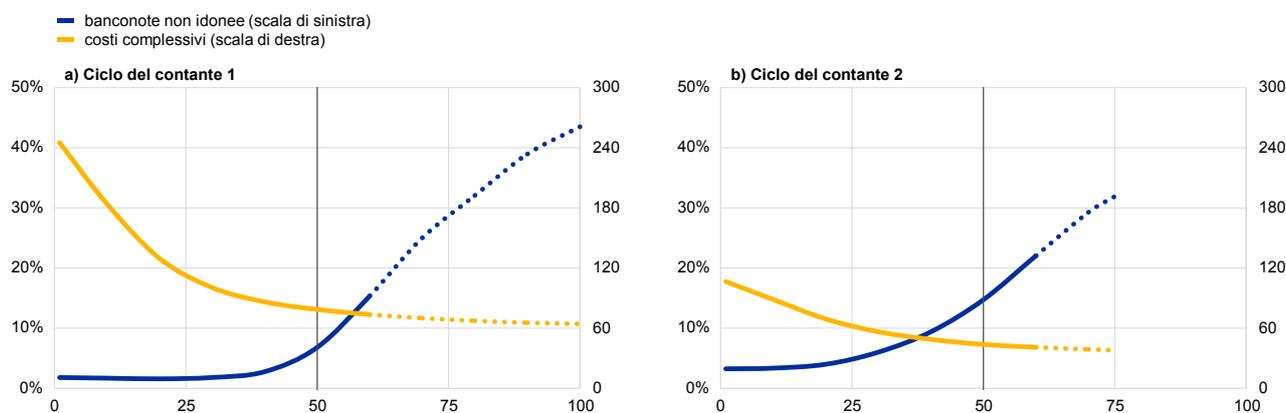
²⁴ Secondo stime dell'Eurosistema, tali flussi in entrata e in uscita sono molto comuni nei cicli nazionali del contante.

geografiche, culturali e sociali. Il grafico 7 mostra gli effetti dell'aggiustamento della soglia di selezione da parte della BCN sui due cicli del contante. La parte tratteggiata delle linee indica le soglie dei sensori che determinerebbero l'inclusione di troppe banconote non idonee (erroneamente idonee > 8 per cento) tra quelle reimmesse dalla BCN determinando una situazione di non conformità agli standard minimi di qualità ammessi nell'Eurosistema²⁵.

Grafico 7

Qualità della circolazione e costi complessivi del ciclo del contante come funzione della soglia di selezione della BCN

(asse delle ascisse: soglia di selezione della BCN; asse delle ordinate di sinistra: percentuale di banconote non idonee in circolazione; asse delle ordinate di destra: costi complessivi del ciclo del contante in milioni di euro)



Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

Note: la linea verticale a 50 è riferita ai casi base definiti nella sezione 4.1. Le parti tratteggiate delle linee corrispondono alle soglie dei sensori della BCN alle quali le banconote da essa reimmesse conterrebbero troppi biglietti non idonei (erroneamente idonei > 8 per cento).

Come previsto, a soglie di selezione più severe (più basse) corrispondono un aumento dei costi complessivi e un miglioramento della qualità in entrambi i cicli del contante. Tuttavia, l'entità è molto diversa nei due cicli. Nel Ciclo 1, contraddistinto da una selezione più rigorosa, è possibile migliorare la qualità fino a raggiungere circa il 2 per cento di banconote non idonee in circolazione. Nel Ciclo 2, anche distruggendo tutte le banconote ricevute e sostituendole con biglietti nuovi²⁶, la migliore qualità raggiungibile corrisponde a circa il 4 per cento di biglietti non idonei in circolazione. In tutti i casi, i costi complessivi del Ciclo 1 permangono a livelli più alti rispetto al Ciclo 2 a causa della differenza costante di 30 milioni di euro annui collegati al più ampio volume di banconote trattate dalla BCN nel Ciclo 1 (cinque milioni di banconote rispetto a due del Ciclo 2).

La questione che si pone è se un volume superiore di selezione della BCN presenti vantaggi. Ciò non emerge immediatamente dai Cicli 1 e 2, dato che una differenza sostanziale nei costi del ciclo del contante è dovuta a una diversa qualità della circolazione, ma anche ai diversi costi annui di trattamento

²⁵ Inoltre, nel caso del Ciclo 2, non sarebbe possibile ricavare una condizione di equilibrio impostando i sensori della BCN a livelli superiori a 75, poiché la qualità della circolazione risultante sarebbe troppo bassa e il numero di banconote restituite dai gestori del contante come non idonee sarebbe maggiore rispetto alla complessiva capacità annua di selezione della BCN di 2 miliardi di biglietti.

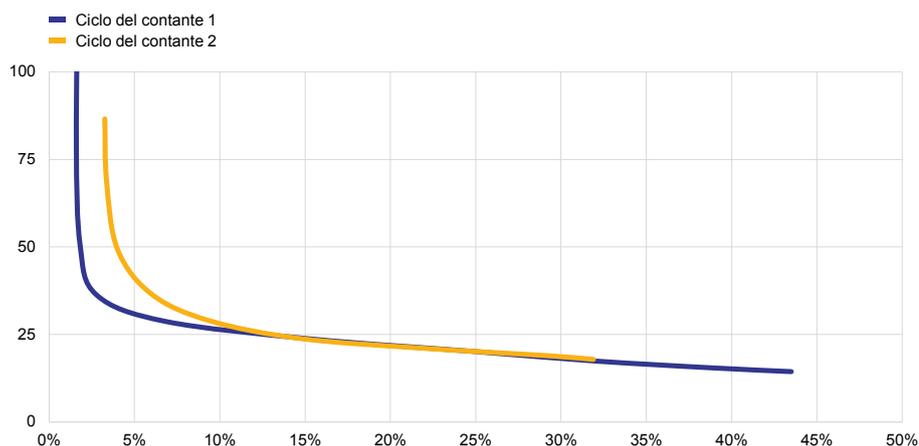
²⁶ Impostando la soglia di selezione della BCN a 1.

della BCN. Per ottenere una risposta è quindi necessario esaminare i costi di sostituzione delle banconote di entrambi i cicli in relazione alla percentuale di biglietti non idonei in circolazione (cfr. grafico 8).

Grafico 8

Costi annui di sostituzione come funzione della qualità delle banconote

(asse delle ascisse: percentuale di banconote non idonee in circolazione; asse delle ordinate: costi annui di sostituzione delle banconote in milioni di euro)



Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

Nota: il grafico rispecchia la modifica nella qualità del circolante indotta dall'aggiustamento della soglia di selezione della BCN.

Il grafico 8 mostra che i costi di sostituzione sono identici in entrambi i cicli finché è in circolazione più del 10 per cento circa di banconote non idonee. Tuttavia, se le banconote rientrano con maggiore frequenza alla BCN (come nel Ciclo 1), è possibile elevare la qualità del circolante a circa il 5 per cento con solo un aumento lineare dei costi di sostituzione. Se i volumi trattati dalla BCN sono minori (Ciclo 2), il punto in cui l'ulteriore miglioramento della qualità si associa a costi di sostituzione esponenzialmente più alti corrisponde già a circa il 10 per cento di banconote non idonee in circolazione.

Comprendere la relazione tra la quantità di banconote trattate dalla BCN, il volume di sostituzione e la qualità raggiungibile nella circolazione è di particolare rilevanza per l'Eurosistema. I costi di sostituzione delle banconote sono condivisi mediante la suddivisione del volume complessivo di produzione secondo la quota di capitale della BCE detenuta da ciascuna BCN²⁷. I costi di trattamento delle banconote di una BCN, d'altra parte, sono sostenuti dalla BCN in questione. Ciascuna BCN deve pertanto assicurare che la propria azione nel ciclo del contante sia sufficiente al raggiungimento, a livello nazionale, della qualità delle banconote richiesta, senza un consumo sproporzionato di biglietti. Il grado di coinvolgimento della BCN deve inoltre tenere conto degli altri fattori che influenzano il ciclo nazionale del contante, come le differenze a livello nazionale nella vita delle banconote, i flussi in entrata/uscita e il ruolo dei gestori del contante.

²⁷ Secondo una ponderazione legata alle quote di ciascun paese rispetto al totale della popolazione e del prodotto interno lordo dell'UE.

4.3.2 Prolungamento della vita delle banconote

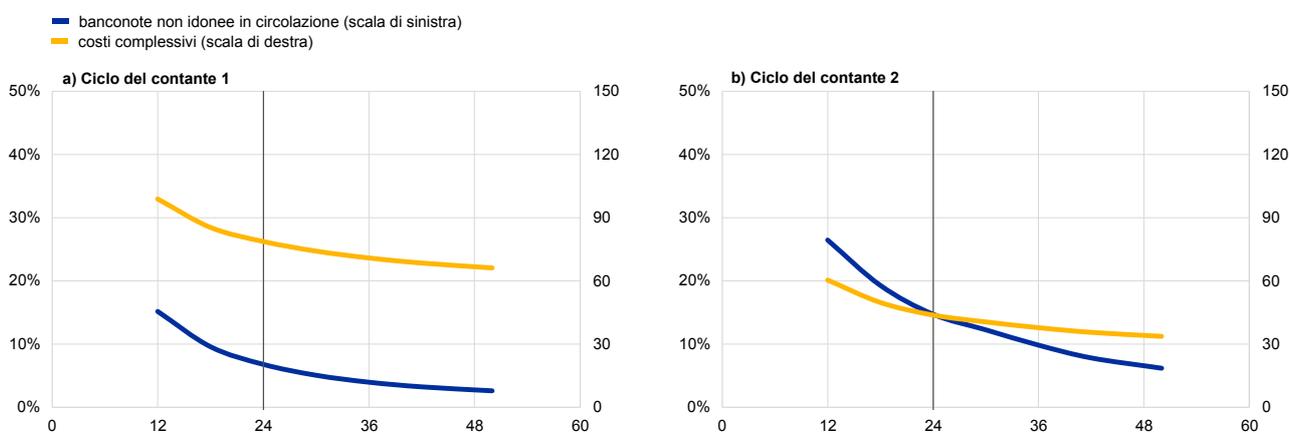
Come già detto, un input nel modello è la vita teorica della banconota, corrispondente al tempo medio che un biglietto impiega per divenire gradualmente sporco, da nuovo (livello di idoneità 1) fino alla soglia dell'Eurosistema (50). Un aumento di questo parametro equivale a un aumento della resistenza allo sporco oppure a una maggiore cura dei cittadini nell'utilizzo delle banconote. La vita media effettiva di una banconota fino alla distruzione è quindi legata alla frequenza con la quale è restituita alla BCN e alla soglia di selezione di quest'ultima.

Il grafico 9 mostra l'effetto molto positivo (come prevedibile) di un prolungamento della vita teorica delle banconote sul totale dei costi del ciclo del contante, dovuto alla riduzione della necessità di sostituire i biglietti, così come un miglioramento significativo della qualità nella circolazione. Se la vita teorica sale da 24 a 36 mesi, i costi di sostituzione delle banconote scendono da 28,7 milioni di euro a 20,9 nel Ciclo 1 e da 23,8 a 17,8 nel Ciclo 2 e la qualità migliora rispettivamente di 2,8 e 4,9 punti percentuali²⁸.

Grafico 9

Impatto del prolungamento della vita teorica delle banconote sulla qualità e sui costi complessivi del ciclo del contante

(asse delle ascisse: vita teorica in mesi; asse delle ordinate di sinistra: percentuale di banconote non idonee in circolazione; asse delle ordinate di destra: costi complessivi annui del ciclo del contante (costi di trattamento e sostituzione della BCN) in milioni di euro)



Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE

Nota: la linea verticale a 50 è riferita ai cicli di base del contante definiti nella sezione 4.1.

I risparmi sui costi complessivi legati al prolungamento della vita delle banconote diventano persino maggiori se, pur emettendo biglietti dotati di una vita più lunga, la BCN decide di mantenere i livelli esistenti di qualità del circolante. Una BCN può raggiungere questo risultato portando la soglia di selezione su valori meno rigorosi rispetto a quella dell'Eurosistema. Tale modifica della politica di selezione, naturalmente, è possibile soltanto entro il limite dell'8 per cento delle banconote erroneamente idonee che la BCN può reimmettere

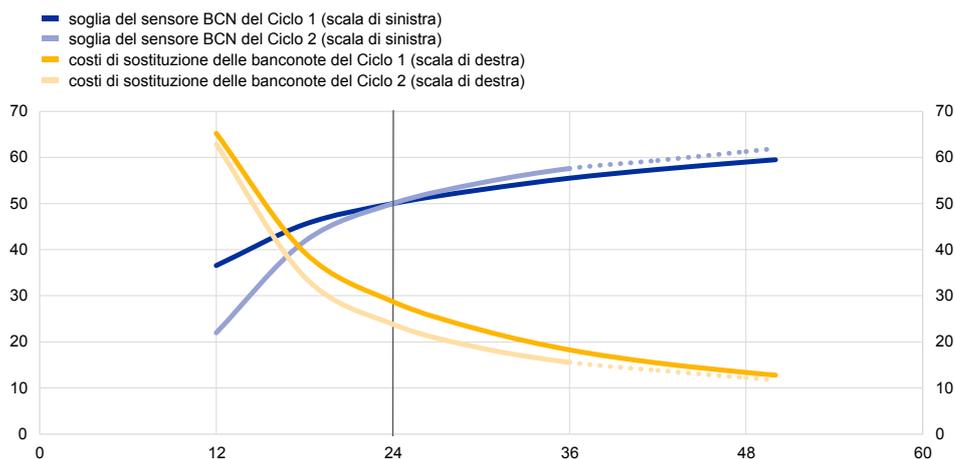
²⁸ Il miglioramento della qualità è maggiore nel Ciclo 2 a causa della minore qualità delle banconote nel caso base.

in circolazione. Il grafico 10 mostra che, attuando tale politica, lo stesso prolungamento della vita delle banconote (da 24 a 36 mesi) riduce ulteriormente i costi di sostituzione a 18,3 milioni di euro (-2,6 milioni) nel Ciclo 1 e a 15,6 (-2,2) nel Ciclo 2.

Grafico 10

Prolungamento della vita teorica delle banconote a qualità costante

(asse delle ascisse: vita teorica delle banconote in mesi; asse delle ordinate di sinistra: soglia dei sensori della BCN; asse delle ordinate di destra: costi di sostituzione in milioni di euro)



Fonte: modello di circolazione delle banconote della BCE.

Note: il grafico mostra l'impatto del prolungamento della vita teorica delle banconote sui costi di sostituzione in presenza di qualità costante nella circolazione. Le linee blu indicano l'aggiustamento della soglia di selezione della BCN necessario a mantenere costante la qualità nella circolazione. Per il Ciclo 2, le curve tratteggiate indicano scenari irrealistici (oltre l'8 per cento di biglietti non idonei sul totale di banconote reimmesse in circolazione dalla BCN).

I risultati del modello sono molto simili a quanto sperimentato dall'Eurosistema con le banconote della serie Europa da 5 e 10 euro (introdotte, rispettivamente, a maggio 2013 e settembre 2014), la cui resistenza allo sporco è stata aumentata con l'applicazione di un rivestimento protettivo.

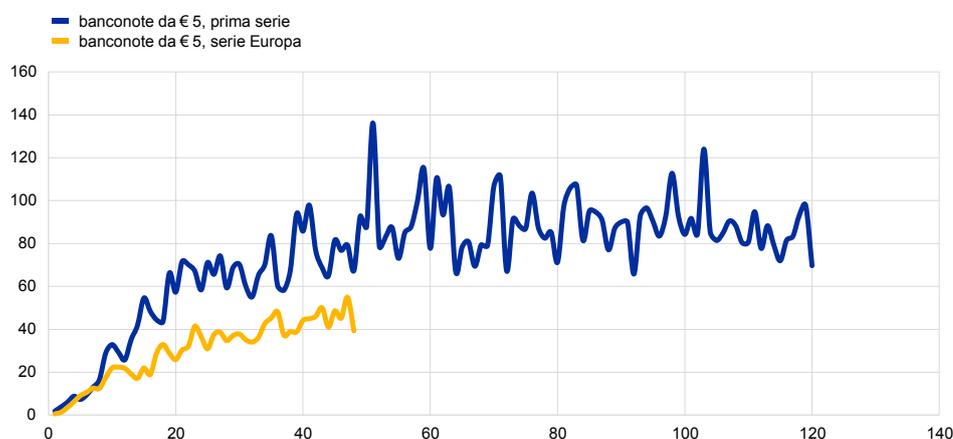
Tale rivestimento ha comportato un calo del volume di sostituzione delle banconote di circa il 50 per cento, consentendo un risparmio annuo, per il biglietto da 5 euro, di circa 500 milioni di banconote nuove a un livello stabile di qualità del circolante, come rilevato dalla relativa indagine. Nel 2012 la quantità annua di banconote da 5 euro della prima serie distrutte è stata pari a 1,1 miliardi di biglietti, mentre tra maggio 2016 e aprile 2017 è stato necessario sostituire soltanto 0,57 miliardi di banconote da 5 euro della serie Europa in presenza di un volume simile di circolante. Il grafico 11 mostra in modo molto chiaro questa riduzione confrontando la sostituzione mensile di banconote nei mesi successivi alla prima emissione. Un'analoga riduzione nelle percentuali di sostituzione sta attualmente emergendo per il taglio da 10 euro.

I risparmi dell'Eurosistema dovuti all'introduzione dello strato protettivo nella serie Europa hanno notevolmente superato, e continueranno a farlo, i costi aggiuntivi di produzione.

Grafico 11

Distruzione mensile delle banconote da 5 euro della prima serie e della serie Europa

(asse delle ascisse: mesi successivi alla prima emissione delle serie; asse delle ordinate: distruzione mensile delle banconote in milioni)



Fonte: Sistema informativo della circolazione 2 dell'Eurosistema.

Nota: per la prima serie, i dati partono da gennaio 2002; per la serie Europa, i dati partono da maggio 2013.

Riquadro 1

La modellizzazione di cicli del contante specifici per paese basata su dati reali

Il modello di circolazione sviluppato può fornire un valido supporto ai processi decisionali. Nel caso di cicli del contante ben definiti, quali quelli presentati nell'analisi di sensibilità, è possibile esaminare in maniera approfondita l'impatto di diversi fattori collegati alle scelte di policy e procedere a decisioni più consapevoli.

Tuttavia, nel caso in cui per un particolare paese siano necessari risultati quantitativi più dettagliati, il successo di tale analisi dipende in misura sostanziale dalla definizione accurata del ciclo del contante, vale a dire dalla calibrazione del modello. Alcuni parametri sono noti per ogni paese: ad esempio la soglia di selezione della BCN o i volumi di banconote trattate da BCN e gestori del contante. Altri parametri del modello, invece, possono essere non ben definiti o persino non ricavabili dai dati disponibili. Tali parametri coincidono con la circolazione attiva, la vita teorica delle banconote, la probabilità che siano presenti difetti o i flussi in entrata/uscita. In questo caso, gli input del modello sono calibrati sulla base di stime effettuate da esperti, che comportano il rischio di imprecisione o errore.

Grazie alla disponibilità crescente di dati reali e a maggiori possibilità di trattamento dei flussi di dati in ingresso, per la modellizzazione di un ciclo del contante diventa sempre meno necessario affidarsi alle stime degli esperti. È in atto una chiara tendenza verso l'impiego di nuove apparecchiature di selezione che raccolgono e conservano dati dettagliati relativi all'idoneità di ciascuna banconota. In linea di principio ciò consente di monitorare ogni singola banconota e ottenere quei parametri del modello che incidono sulle fasi principali del ciclo del contante.

A partire da questa prospettiva, è stata presa in considerazione la possibilità di costruire un modello di circolazione alternativo che si basa sui dati forniti dai centri di contazione.

I dati sono stati estratti da un test di circolazione esterna (external circulation trial, ECT) effettuato in tre paesi. Un ECT è un esercizio, concepito per simulare in modo accurato cicli del contante specifici per paese, nel quale una o più BCN emettono in un arco di tempo molto breve (una-due settimane) un numero di banconote statisticamente rilevante, che sono poi monitorate, generalmente attraverso la lettura del numero di serie nei centri di contazione della BCN. Il modello alternativo tratta ogni banconota come un agente indipendente, dotato di una serie di parametri: livello di sporco, età (dall'emissione) e tempo trascorso dall'ultimo processo di selezione. Ciò consente di modellizzare relazioni più complesse. Il lavoro svolto si è concentrato sull'estrazione di stime statistiche relative al tasso di invecchiamento, alla frequenza di restituzione e alla probabilità di incidenza dei difetti.

I risultati del modello alternativo sono stati validati per i tre paesi partecipanti all'ECT a fronte di valori conosciuti su una serie di aspetti relativi alla qualità del circolante e alle percentuali di banconote risultate non idonee alla selezione di BCN e gestori del contante.

I risultati complessivi si sono dimostrati relativamente promettenti. Nella maggior parte dei casi la qualità del circolante è stata stimata con sufficiente precisione, tenendo conto dell'incertezza delle cifre reali relative alla qualità delle banconote in circolazione. Si sono osservate, tuttavia, divergenze non trascurabili tra i risultati del modello e i dati reali. Esse sono state principalmente attribuite a imprecisioni dei dati (dovute, ad esempio, a limiti tecnici dei sensori di selezione o alla difficoltà di quantificare l'impatto della selezione effettuata dai gestori del contante sulla qualità delle banconote presso la BCN) o a parametri sconosciuti/non inclusi (ad es. la migrazione non è stata modellizzata a causa dell'assenza di informazioni sui profili di idoneità dei flussi di banconote in entrata).

Questo metodo di modellizzazione ha fornito indicazioni utili. La raccolta dei dati utilizzata non era concepita in maniera specifica per la modellizzazione delle banconote circolanti. È evidente che la qualità dei dati ha un impatto significativo sulla qualità del modello stesso, che su di essi è basato. Inoltre, la simulazione di tutti gli aspetti di interesse in un ciclo del contante può rivelarsi difficile a causa della mancanza di dati precisi, ad esempio sulla selezione operata dai gestori del contante. Il successo di tale metodo di modellizzazione, pertanto, risiede nella presenza di una raccolta dati ben strutturata e monitorata, in grado di rispecchiare la circolazione effettiva e mitigare le limitazioni tecnologiche.

5 Conclusioni

L'applicazione del modello informatizzato di circolazione della BCE a due cicli teorici del contante ha consentito l'individuazione di importanti parametri che regolano la qualità delle banconote e i costi complessivi. Il modello ha dimostrato che la qualità dei biglietti in circolazione migliora quando 1) le banconote rientrano con maggiore frequenza alla banca centrale, 2) la selezione operata dalla banca centrale diventa più rigorosa e 3) i biglietti possiedono una maggiore resistenza a sporco e difetti. I primi due fattori, tuttavia, comportano costi aggiuntivi: il primo per il trattamento e il trasporto delle banconote, il secondo per la sostituzione dei biglietti. Per ogni singolo ciclo del contante occorre trovare un equilibrio tra il tasso di rientro ideale delle banconote e il rigore della selezione attuata dalla banca centrale. L'aumento della resistenza allo sporco migliora la qualità dei biglietti in

circolazione e riduce i costi annui di sostituzione. Ulteriori risparmi possono essere conseguiti mediante l'adozione, da parte della banca centrale, di una politica di selezione meno rigorosa, così da compensare la modifica della qualità con il contenimento dei costi connessi al volume di banconote da sostituire.

Il modello quantifica inoltre l'impatto di fattori aggiuntivi. Affinare l'accuratezza dei sensori di selezione delle BCN produce risparmi soprattutto in cicli del contante caratterizzati da un alto livello di coinvolgimento della BCN nella selezione di banconote provenienti direttamente dalla circolazione. Aggiustamenti nelle differenze di produzione delle banconote nuove o del rigore applicato alla selezione effettuata dai gestori del contante rivestono un ruolo significativo, ma relativamente più contenuto, in relazione alla qualità e ai costi del ciclo del contante. È stato dimostrato che le ipotesi del modello relative all'invecchiamento delle banconote producono effetti addirittura inferiori sulla qualità dei biglietti.

Gli studi hanno dimostrato che la qualità dei biglietti in un ciclo del contante è inoltre notevolmente influenzata da fattori al di fuori del controllo dell'Eurosistema, quali il volume di circolazione attiva e i flussi di banconote in entrata e in uscita legati a migrazioni e turismo. Mentre risulta difficile ottenere i dati relativi a tali fattori, una costante rilevazione dei dati individuali relativi alle caratteristiche di idoneità di ogni singola banconota trattata a livello di BCN potrebbe migliorare notevolmente i dati a disposizione rispetto alle attuali stime, garantendo al contempo un utilizzo anonimo dei biglietti.

L'Eurosistema sta lavorando alle analisi e al miglioramento dei propri sensori e algoritmi di idoneità, con l'obiettivo di ottenere valori coerenti e lineari che corrispondano alla percezione umana. Ciò consentirà alle BCN di monitorare e gestire la qualità della circolazione, e fornire dati più affidabili per le modellizzazioni future.

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	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	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.	0,8	0,7	0,5	0,3	1,8	0,5	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
4° trim.	0,9	0,4	0,7	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 1° trim.	0,9	0,3	0,2	0,4	1,3	0,5	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	.	0,8	0,3	1,0	1,7	0,6	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
2017 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.	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
lug.	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
ago. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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.

4) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori e su prime informazioni riguardanti i prezzi dell'energia.

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	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-0,9
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	1,1	0,8
4° trim.	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,7	-1,3	3,9
2017 1° trim.	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,0	1,3	2,4
2° trim.	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	0,0	1,6	-1,1
2017 mar.	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,0	1,3	2,4
apr.	53,0	53,2	56,1	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	-0,1	0,3	-0,4
mag.	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	0,3	1,4	-0,4
giu.	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	0,0	1,6	-1,1
lug.	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	.	.	.
ago.	.	56,0	54,0	51,9	52,4	55,7	52,6	.	52,3	.	.	.

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

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono 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
2017 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
lug.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
ago.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali 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
2017 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
lug.	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
ago.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52

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 rating forniti 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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2017 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
lug.	377,8	3.483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2.454,1	20.044,9
ago.	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2

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 fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
2016 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	
sett.	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	6,42	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	6,39	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	6,33	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	6,38	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	6,39	16,69	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	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87	
mag.	0,06	0,47	0,39	0,83	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87	
giu.	0,06	0,47	0,38	0,79	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87	
lug. ^(p)	0,05	0,46	0,38	0,76	6,28	16,81	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88	

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	
2016 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
sett.	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	1,37	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	1,31	1,53	1,76
mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	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.	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
giu.	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
lug. ^(p)	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,71	1,23	1,33	1,65	1,74

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
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
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	.	91	479	72	357	155	47	.	43	75	36
mag.	1.301	522	138	.	93	481	68	358	173	43	.	37	84	21
giu.	1.284	508	140	.	80	484	72	341	145	50	.	33	81	33
A lungo termine														
2014	15.143	4.055	3.165	.	995	6.285	643	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.250	3.784	3.288	.	1.059	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.281	3.641	3.217	.	1.140	6.643	641	210	59	48	.	17	78	8
2017 gen.	15.340	3.645	3.227	.	1.142	6.688	638	317	103	82	.	15	108	9
feb.	15.370	3.667	3.232	.	1.145	6.686	641	246	80	54	.	12	89	12
mar.	15.404	3.648	3.221	.	1.155	6.735	644	298	65	103	.	24	97	9
apr.	15.378	3.633	3.240	.	1.155	6.717	632	252	54	94	.	13	87	5
mag.	15.449	3.635	3.242	.	1.158	6.780	634	259	63	73	.	18	101	4
giu.	15.442	3.627	3.229	.	1.158	6.791	637	213	60	36	.	23	84	9

Fonte: BCE.

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

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
Consistenze											
2014	16.464,5	4.598,5	3.296,2	.	1.053,6	6.823,2	693,0	5.958,1	591,3	782,2	4.584,6
2015	16.518,9	4.301,6	3.434,4	.	1.120,3	6.960,1	702,4	6.745,0	586,4	907,6	5.251,0
2016	16.523,6	4.160,2	3.352,2	.	1.199,2	7.108,5	703,4	7.029,3	538,8	1.020,0	5.470,5
2017 gen.	16.616,6	4.181,7	3.362,4	.	1.214,7	7.156,9	700,9	7.015,4	542,5	1.018,4	5.454,5
feb.	16.672,8	4.217,3	3.373,1	.	1.223,9	7.151,8	706,8	7.201,4	539,1	1.028,8	5.633,4
mar.	16.718,9	4.195,5	3.352,3	.	1.237,6	7.216,0	717,4	7.509,3	610,0	1.058,8	5.840,5
apr.	16.680,0	4.158,0	3.376,5	.	1.245,7	7.195,8	704,0	7.689,7	636,9	1.077,2	5.975,6
mag.	16.749,9	4.156,2	3.379,9	.	1.250,7	7.261,0	702,1	7.781,6	631,3	1.070,8	6.079,5
giu.	16.725,9	4.134,5	3.369,4	.	1.237,5	7.275,3	709,2	7.630,9	640,5	1.067,8	5.922,7
Tasso di crescita											
2014	-0,8	-8,1	0,1	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,5	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,2	-3,1	-1,8	.	7,2	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 gen.	0,8	-2,1	-0,6	.	9,1	2,2	-0,2	0,6	1,5	1,1	0,4
feb.	1,3	-1,7	1,6	.	10,0	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
mar.	1,6	-1,4	2,6	.	9,7	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
apr.	1,8	-2,0	3,8	.	8,7	2,2	0,2	0,8	5,8	1,1	0,3
mag.	1,9	-1,9	4,1	.	8,6	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3
giu.	1,9	-2,1	5,6	.	8,5	1,7	0,4	0,7	4,8	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	101,4	97,2	96,4	90,6	96,4	98,5	114,3	95,4	
2015	91,7	87,6	88,6	82,3	80,9	88,0	105,7	87,0	
2016	94,4	89,5	90,8	84,5	79,9	89,1	109,7	89,3	
2016 3° trim.	94,8	90,0	91,3	84,9	79,9	89,3	110,0	89,5	
4° trim.	94,5	89,6	90,5	84,3	79,7	88,9	109,4	88,9	
2017 1° trim.	93,8	89,0	89,6	82,9	79,0	88,0	108,6	88,1	
2° trim.	95,3	90,3	91,0	.	.	.	110,2	89,1	
2017 mar.	94,0	89,2	89,8	-	-	-	108,6	88,0	
apr.	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7	
mag.	95,6	90,5	91,4	-	-	-	110,5	89,3	
giu.	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1	
lug.	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,6	
ago.	99,0	93,8	94,2	-	-	-	115,1	93,0	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2017 ago.	1,5	1,5	1,3	-	-	-	1,5	1,5	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2017 ago.	4,4	4,2	3,1	-	-	-	4,6	3,8	

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 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
lug.	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
ago.	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
					<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2017 ago.	1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,7	2,8	0,2	-0,4	3,1	2,6
					<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2017 ago.	5,7	-1,1	-3,4	0,0	-1,9	14,3	-0,8	6,5	2,7	0,6	4,7	5,3

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.	228,6	231,9	-3,3	98,1	79,1	76,0	98,0	-0,5	48,3	54,8	6,7	129,0
<i>Transazioni</i>												
2016 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	-
2° trim.	184,8	66,8	118,0	11,2	27,6	196,5	122,8	-4,4	-16,8	-83,6	-1,7	-
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.	150,2	135,3	14,9	28,0	7,7	44,0	-5,8	1,0	81,7	133,3	-4,5	-
mag.	97,8	89,3	8,5	22,9	15,2	79,1	94,5	3,1	-8,7	-20,4	1,4	-
giu.	-63,1	-157,7	94,6	-39,7	4,7	73,4	34,0	-8,5	-89,8	-196,5	1,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2017 giu.	1.065,7	679,8	385,9	334,3	161,6	506,3	150,5	50,2	166,8	367,8	8,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2017 giu.	9,8	6,3	3,6	3,1	1,5	4,7	1,4	0,5	1,5	3,4	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			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	10.153,7	9.781,8	5.633,1	2.128,2	1.993,7	1.003,8	600,7	384,2	26,7	371,9	4.539,6	4.167,8
2015	10.498,2	10.009,4	5.745,1	2.167,6	2.070,3	1.016,3	635,9	413,0	26,4	488,8	4.856,5	4.367,7
2016	10.772,9	10.287,6	5.882,4	2.217,8	2.179,6	1.051,3	669,1	454,2	7,7	485,4	4.944,1	4.458,7
2016 3° trim.	2.695,7	2.577,0	1.471,7	555,6	546,7	262,8	167,1	115,6	2,9	118,8	1.235,7	1.117,0
4° trim.	2.722,1	2.609,4	1.487,3	558,8	556,1	267,1	169,8	118,0	7,2	112,6	1.266,9	1.154,3
2017 1° trim.	2.740,2	2.623,9	1.501,2	561,8	556,4	271,8	170,0	113,4	4,5	116,2	1.299,8	1.183,6
2° trim.	2.768,0	2.643,1	1.511,6	565,2	562,8	275,5	171,1	114,9	3,5	124,9	1.309,5	1.184,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2016	100,0	95,5	54,6	20,6	20,2	9,8	6,2	4,2	0,1	4,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 3° trim.	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-	-	0,4	0,5
4° trim.	0,6	0,8	0,6	0,4	1,3	1,6	1,3	0,6	-	-	1,5	2,0
2017 1° trim.	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,3	1,6	1,0	-6,2	-	-	1,3	0,4
2° trim.	0,6	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,9	1,1	-	-	1,1	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,7	-0,7	4,7	3,5	-	-	4,6	4,7
2015	2,0	1,9	1,7	1,3	3,1	0,7	5,1	6,4	-	-	6,6	6,8
2016	1,8	2,3	2,1	1,7	4,4	2,3	5,0	8,9	-	-	3,2	4,6
2016 3° trim.	1,7	2,3	1,9	1,6	4,6	2,5	4,8	9,4	-	-	3,0	4,3
4° trim.	1,9	2,4	2,0	1,6	4,4	2,4	2,6	12,1	-	-	3,6	4,7
2017 1° trim.	2,0	1,9	1,6	1,0	3,8	3,3	3,2	6,0	-	-	4,5	4,7
2° trim.	2,3	2,0	1,8	1,2	2,0	4,5	2,9	-4,8	-	-	4,4	3,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 3° trim.	0,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-	-
4° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
2017 1° trim.	0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	0,6	0,5	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,3	1,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,0	1,9	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 3° trim.	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,4	-	-
4° trim.	1,9	2,3	1,1	0,3	0,9	0,2	0,2	0,5	0,0	-0,3	-	-
2017 1° trim.	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
2° trim.	2,3	1,9	1,0	0,3	0,4	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,4	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte 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	9.119,2	150,0	1.781,2	462,2	1.718,4	417,5	459,4	1.049,8	981,1	1.777,5	322,1	1.034,5
2015	9.426,7	151,1	1.899,9	468,6	1.777,2	430,6	464,6	1.068,4	1.026,3	1.811,3	328,8	1.071,5
2016	9.665,1	149,7	1.935,5	488,3	1.829,4	448,1	453,1	1.095,3	1.070,5	1.858,2	337,0	1.107,9
2016 3° trim.	2.417,9	37,4	482,3	122,4	457,4	112,8	112,8	274,4	268,3	465,8	84,3	277,9
4° trim.	2.440,7	38,6	489,8	123,6	462,8	113,8	111,8	276,5	270,5	468,6	84,8	281,3
2017 1° trim.	2.457,6	39,1	489,8	125,7	467,7	114,1	112,1	278,6	274,9	470,6	85,1	282,6
2° trim.	2.482,7	39,4	496,9	127,6	473,7	115,1	112,1	280,8	278,3	473,0	85,7	285,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,2	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 3° trim.	0,5	-0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,7
4° trim.	0,6	-0,4	1,2	0,4	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,7	0,4	0,2	0,9
2017 1° trim.	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,9	1,1	0,0	0,5	1,3	0,2	0,3	0,5
2° trim.	0,6	-0,9	1,1	1,0	0,7	1,0	0,1	0,3	0,8	0,2	0,3	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,4	1,4	2,7	-0,9	1,6	3,9	-1,4	0,4	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	3,0	4,2	0,2	1,6	3,0	0,1	0,5	3,0	0,9	0,3	3,2
2016	1,7	-1,3	1,8	1,7	2,3	3,0	-0,1	0,9	2,9	1,2	1,0	2,8
2016 3° trim.	1,6	-1,5	1,4	2,2	2,2	3,5	0,1	0,9	2,7	1,3	1,0	2,8
4° trim.	1,9	-2,7	2,5	1,8	2,6	3,8	-0,8	1,1	2,8	1,5	1,1	2,2
2017 1° trim.	1,9	0,3	1,6	2,6	2,6	4,5	-1,0	1,3	3,4	1,2	1,0	2,5
2° trim.	2,2	-0,1	3,0	3,5	2,9	5,0	-0,6	1,2	2,9	1,1	1,0	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 3° trim.	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,6	0,0	0,2	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	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,4	0,0	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	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	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 3° trim.	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,9	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 1° trim.	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2° trim.	2,2	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<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	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,446	10,9	5,6	14,295	9,8	3,151	22,3	9,254	10,7	8,192	11,0	1,5
2016	161,882	4,3	16,228	10,0	5,0	13,279	9,0	2,950	20,9	8,474	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 3° trim.	162,280	4,1	16,072	9,9	4,8	13,162	8,9	2,910	20,6	8,376	9,6	7,696	10,3	1,6
4° trim.	162,306	4,2	15,755	9,7	4,9	12,873	8,7	2,882	20,4	8,243	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 1° trim.	161,634	4,3	15,380	9,5	4,8	12,632	8,5	2,748	19,6	7,970	9,1	7,410	9,9	1,9
2° trim.	.	.	14,896	9,2	.	12,213	8,2	2,682	19,2	7,705	8,8	7,190	9,6	1,9
2017 feb.	-	-	15,350	9,5	-	12,620	8,5	2,729	19,5	7,944	9,1	7,406	9,9	-
mar.	-	-	15,249	9,4	-	12,537	8,5	2,713	19,3	7,902	9,1	7,348	9,8	-
apr.	-	-	14,985	9,2	-	12,293	8,3	2,692	19,2	7,741	8,9	7,244	9,7	-
mag.	-	-	14,915	9,2	-	12,221	8,2	2,694	19,3	7,714	8,8	7,201	9,6	-
giu.	-	-	14,787	9,1	-	12,126	8,2	2,661	19,0	7,661	8,8	7,126	9,5	-
lug.	-	-	14,860	9,1	-	12,190	8,2	2,670	19,1	7,681	8,8	7,179	9,6	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	1	2	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici								3	4	5	6
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,9	3,6	2,6	1,7	3,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,2	1,4	1,3	1,5	1,8	7,2
2016 3° trim.	1,0	1,3	1,7	0,8	1,3	-0,5	3,6	-0,2	0,9	1,3	0,5	2,5	6,4
4° trim.	2,3	1,8	2,4	1,7	1,2	5,4	2,3	3,3	2,3	1,7	3,0	1,4	4,1
2017 1° trim.	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,7	2,1	1,4	2,9	1,4	4,8
2° trim.	2,5	2,7	3,6	2,4	1,7	1,6	3,3	6,7	2,8	2,7	3,2	1,3	6,0
2017 feb.	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,4	6,6	2,1	1,1	3,1	1,3	4,8
mar.	2,2	3,2	3,8	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,5	2,9	1,6	4,3	1,2	5,5
apr.	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,9	3,3	6,6	2,7	3,4	2,6	-0,1	4,3
mag.	3,9	4,3	3,9	5,4	3,1	1,0	2,7	7,3	2,6	2,1	3,5	-0,1	7,1
giu.	2,6	2,4	3,8	1,6	1,1	5,1	3,4	6,1	3,3	2,7	3,6	4,2	6,5
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	1,5	3,9	0,8	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 feb.	-0,2	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,6	0,2	0,9	-0,3	0,8
mar.	0,4	0,8	0,7	0,9	1,9	-2,9	-0,9	1,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,6
apr.	0,4	0,0	0,2	-1,1	0,2	3,8	0,3	-1,2	0,0	1,2	-0,8	-0,6	0,2
mag.	1,2	1,3	0,5	2,2	1,2	0,2	-0,2	1,1	0,3	-0,6	0,8	1,2	3,0
giu.	-0,6	-0,9	-0,3	-1,9	-0,5	1,8	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,9	-1,9
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	-0,5	0,1	-0,9	.

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	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-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	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 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.	109,3	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	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
lug.	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
ago.	111,9	5,1	-	-1,5	-3,3	1,6	14,9	-	57,4	58,3	54,7	55,7

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

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 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
2° trim.	945,5	870,8	74,6	555,9	477,3	203,5	191,5	160,9	135,0	25,2	67,0	5,6	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.	312,4	289,4	23,0	182,0	157,5	68,1	61,0	54,0	44,0	8,2	26,9	1,6	2,0
mag.	321,2	290,7	30,5	188,8	162,2	67,3	64,6	56,0	44,7	9,1	19,2	1,6	1,3
giu.	311,9	290,7	21,2	185,0	157,6	68,0	65,9	50,9	46,3	7,9	20,9	2,4	1,3
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 giu.	3.751,0	3.414,6	336,5	2.186,6	1.845,6	808,6	762,2	647,4	553,6	108,4	253,2	28,5	42,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2017 giu.	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	7,1	6,0	5,1	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.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi 3	Beni di investimento 4	Beni di consumo 5		Beni intermedi 8	Beni di investimento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 11	Settore petrolifero 12		
2016 3° trim.	-0,2	-1,7	508,9	237,4	103,4	154,3	426,3	443,7	244,8	72,8	117,6	328,1	43,9
4° trim.	2,3	2,4	525,8	244,9	108,8	157,5	439,9	461,2	256,9	74,9	119,5	335,3	50,1
2017 1° trim.	10,9	13,8	539,7	256,9	108,9	160,8	449,4	485,0	279,1	77,3	119,8	343,6	59,9
2° trim.	5,2	9,4	544,6	.	.	.	454,1	484,5	.	.	.	349,4	.
2017 gen.	12,8	17,7	177,6	84,9	35,1	53,3	146,3	162,5	93,2	26,4	39,9	114,7	20,7
feb.	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	149,9	160,8	92,8	25,7	39,3	113,9	20,7
mar.	14,6	16,8	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,6	93,1	25,3	40,7	115,0	18,5
apr.	-1,6	4,2	179,9	85,4	36,2	53,6	149,6	161,1	91,5	25,6	40,0	116,0	17,7
mag.	13,6	17,9	184,1	86,6	38,0	55,1	154,5	165,1	93,5	26,1	42,0	119,3	17,5
giu.	3,9	6,2	180,6	.	.	.	150,0	158,3	.	.	.	114,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 3° trim.	0,6	1,8	118,2	116,2	113,5	124,1	117,3	109,3	108,4	107,0	112,1	112,3	101,0
4° trim.	1,5	0,8	120,5	118,2	118,6	124,9	120,0	109,8	108,9	107,0	111,9	112,4	104,6
2017 1° trim.	6,4	3,3	121,1	121,0	117,8	124,2	120,4	110,3	111,4	107,2	109,8	112,3	110,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 dic.	4,8	-0,1	122,3	119,2	125,7	124,2	122,6	108,8	107,5	105,3	111,4	111,0	102,9
2017 gen.	9,0	6,9	119,9	119,9	114,2	124,4	118,1	110,5	111,4	109,9	108,2	112,2	112,4
feb.	1,0	-3,3	120,6	121,1	117,8	122,5	120,8	109,8	111,0	106,6	108,5	111,9	113,3
mar.	9,2	6,2	122,7	121,9	121,2	125,7	122,5	110,7	111,7	105,1	112,8	112,7	104,2
apr.	-6,2	-4,8	120,9	120,8	117,1	123,6	119,9	110,9	110,7	106,3	111,0	113,9	101,3
mag.	8,7	9,6	123,5	122,5	122,8	126,6	123,5	114,7	114,6	110,5	116,3	117,6	104,5

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	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3	
4° trim.	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	
2017 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
2° trim.	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3	
2017 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	
lug.	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,2	1,3	1,1	
ago. ³⁾	101,7	1,5	1,2	.	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere 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 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
lug.	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
ago. ³⁾	1,4	2,0	0,6	.	0,5	4,0	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima basata su dati nazionali provvisori e su prime informazioni riguardanti i prezzi dell'energia.

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	0,3	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	3,2	5,2
2016 3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,3	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	3,7	5,1
2017 1° trim.	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,9	.
2° trim.	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	.	.	.
2017 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	2,5	3,9	0,9	2,0	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.	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,5	0,2	5,8	-	-	-
giu.	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,4	0,3	2,5	-	-	-
lug.	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	0,9	2,1	3,2	0,3	2,0	-	-	-

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	104,5	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	1,3	0,4	0,2	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 3° trim.	106,8	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
4° trim.	107,1	0,7	0,8	0,7	0,6	1,0	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 1° trim.	107,3	0,7	1,4	1,5	1,0	1,3	2,7	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2° trim.	107,7	1,0	1,3	1,4	1,0	1,4	2,5	3,3	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
2017 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	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,0	8,9	2,0	-3,9	10,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-8,7	12,1	1,2	-7,6	13,0

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	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	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	0,6	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.	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
2017 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.	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
lug.	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
ago.	8,3	4,0	6,3	0,0	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3

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 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	1,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

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 assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2014	104,4	0,6	-1,2	-0,9	1,1	0,3	-1,1	2,4	1,7	1,1	1,6	1,5
2015	104,6	0,2	-3,3	-2,3	0,5	0,8	0,7	0,7	2,5	1,6	1,2	1,4
2016	105,5	0,8	1,6	0,0	-0,4	0,7	0,3	1,3	4,0	1,2	1,4	2,0
2016 2° trim.	105,3	0,7	1,0	-0,1	-0,8	1,4	0,8	1,2	3,6	0,2	1,2	1,4
3° trim.	105,6	0,8	1,9	0,4	-0,6	1,0	-0,6	1,5	4,2	0,4	1,4	1,8
4° trim.	105,9	0,9	3,7	-0,3	0,1	0,9	-0,2	2,3	4,7	0,6	1,3	1,7
2017 1° trim.	106,2	1,0	0,9	0,7	0,3	0,6	-0,6	2,1	3,7	1,5	1,5	1,8
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	1,0	1,1	0,9	0,9	1,5	1,0	1,0	3,5	0,7	1,1	1,5
3° trim.	109,5	1,2	0,6	1,2	1,6	1,3	0,7	1,4	3,1	0,4	1,4	2,2
4° trim.	110,0	1,4	0,7	1,5	1,4	1,7	0,9	1,2	3,8	0,7	1,6	2,3
2017 1° trim.	110,5	1,5	0,3	1,7	1,7	1,5	1,2	1,2	3,3	2,0	1,5	1,8
Produttività del lavoro per occupato												
2014	102,1	0,8	1,4	3,0	0,8	1,0	3,4	-0,6	0,1	0,5	-0,4	-0,4
2015	103,2	1,0	4,3	4,0	0,2	0,5	1,7	0,3	-1,3	-0,1	0,0	-0,4
2016	103,6	0,4	-0,8	1,1	1,6	0,5	0,7	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,1
2016 2° trim.	103,5	0,3	0,1	1,0	1,8	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,1
3° trim.	103,7	0,4	-1,3	0,8	2,2	0,3	1,3	-0,1	-1,0	0,0	0,1	0,4
4° trim.	103,9	0,6	-2,9	1,8	1,2	0,7	1,1	-1,1	-0,8	0,1	0,3	0,6
2017 1° trim.	104,1	0,5	-0,6	0,9	1,3	0,9	1,9	-0,9	-0,4	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	1,6	-0,1	1,0	1,7	1,8	2,1	2,6	3,5	1,1	2,2	2,7
3° trim.	111,8	2,0	0,4	1,8	2,7	1,6	2,3	3,5	4,4	1,3	2,4	3,5
4° trim.	112,6	2,1	1,0	1,7	2,5	2,1	2,4	3,1	4,3	1,1	2,5	3,3
2017 1° trim.	113,0	2,0	0,7	1,8	2,9	1,9	1,7	2,0	3,9	2,1	2,4	2,4
Produttività per ora lavorata												
2014	104,2	0,8	1,9	2,6	0,4	1,3	3,4	-0,5	0,4	0,4	-0,7	-0,1
2015	105,2	0,9	3,4	3,5	-0,6	0,8	0,7	0,0	-1,7	-0,1	0,0	-0,5
2016	106,2	1,0	-0,9	1,5	2,2	0,8	1,9	1,2	-0,5	0,3	1,1	0,4
2016 2° trim.	105,6	0,7	-0,6	1,1	2,1	0,3	1,1	0,8	-0,6	0,4	1,0	0,4
3° trim.	106,2	1,2	-1,0	1,4	2,9	0,6	2,9	1,7	-0,3	0,8	1,2	1,0
4° trim.	106,6	1,2	-2,0	2,0	2,5	1,1	2,4	0,6	-0,5	0,6	1,4	0,9
2017 1° trim.	106,8	1,0	0,7	1,0	2,1	1,3	2,4	-0,2	-0,5	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								
Consistenze												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10.330,3
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10.837,3
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2016 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	504,0	92,3	676,8	11.255,9
4° trim.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2017 1° trim.	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
2° trim.	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
2017 feb.	1.086,1	6.208,5	7.294,6	1.325,0	2.178,0	3.503,0	10.797,6	66,7	514,0	96,6	677,4	11.475,0
mar.	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
apr.	1.092,3	6.345,9	7.438,2	1.279,4	2.183,0	3.462,4	10.900,6	72,3	518,6	81,0	671,9	11.572,5
mag.	1.092,4	6.379,6	7.472,0	1.263,9	2.190,4	3.454,4	10.926,4	72,5	518,4	81,8	672,8	11.599,2
giu.	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
lug. ^(p)	1.093,9	6.459,6	7.553,5	1.244,7	2.200,8	3.445,6	10.999,1	66,7	512,7	75,7	655,1	11.654,1
Transazioni												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7
2016	36,7	544,5	581,3	-109,2	15,9	-93,3	488,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	538,2
2016 3° trim.	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	13,1	-3,2	6,3	132,7
4° trim.	6,5	156,1	162,6	-66,7	3,2	-63,5	99,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	112,6
2017 1° trim.	15,5	189,1	204,5	-11,7	4,1	-7,6	197,0	3,1	9,9	6,0	19,1	216,0
2° trim.	6,4	151,4	157,9	-37,2	14,7	-22,5	135,4	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	92,4
2017 feb.	4,3	50,0	54,3	-5,3	-0,2	-5,4	48,9	-8,5	-5,4	2,0	-11,9	37,0
mar.	2,4	97,4	99,8	-18,2	2,0	-16,2	83,6	6,9	19,5	6,1	32,4	116,1
apr.	3,7	46,8	50,5	-25,1	3,1	-22,0	28,5	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-9,0
mag.	0,1	44,9	45,0	-8,5	6,9	-1,5	43,5	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,9
giu.	2,6	59,8	62,4	-3,7	4,7	1,1	63,4	-4,1	-3,2	1,3	-5,9	57,5
lug. ^(p)	-1,1	30,2	29,1	-12,3	2,5	-9,8	19,3	-1,4	-2,4	-3,0	-6,8	12,5
Variazioni percentuali												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2016 3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	7,7	13,7	5,4	5,1
4° trim.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2017 1° trim.	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
2° trim.	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
2017 feb.	3,9	9,2	8,4	-6,3	0,7	-2,1	4,7	-24,4	7,2	7,0	2,9	4,6
mar.	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
apr.	4,2	10,2	9,3	-8,7	0,9	-2,9	5,1	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
mag.	3,9	10,3	9,3	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,4	1,6	4,9
giu.	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
lug. ^(p)	3,4	10,1	9,1	-10,0	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,6	-21,5	-2,8	4,5

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	196,6	380,6
2016 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	196,6	380,6
2017 1° trim.	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
2° trim.	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
2017 feb.	2.142,7	1.717,1	301,5	117,3	6,8	6.111,5	3.469,4	627,2	2.012,0	2,8	937,2	195,5	391,2
mar.	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
apr.	2.164,8	1.746,1	294,8	117,1	6,8	6.156,5	3.524,2	611,5	2.017,6	3,2	962,0	199,7	397,6
mag.	2.172,7	1.753,3	294,5	118,8	6,2	6.173,6	3.542,3	605,5	2.023,2	2,7	966,6	195,8	397,7
giu.	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
lug. ⁽⁶⁾	2.177,8	1.761,9	290,6	119,1	6,2	6.200,4	3.573,4	593,1	2.031,8	2,0	992,3	193,7	407,6
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	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	300,8	334,9	-46,8	13,4	-0,8	28,6	-28,2	17,1
2016 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.	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	70,6	92,6	-24,5	3,4	-0,9	21,2	-8,9	-4,9
2017 1° trim.	96,5	88,5	11,1	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-5,4	-5,2	8,6
2° trim.	34,9	37,8	-5,1	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	19,1	7,5	10,8
2017 feb.	19,9	17,8	2,3	0,0	-0,2	22,7	30,3	-9,3	1,5	0,1	-6,2	0,9	-1,2
mar.	30,0	27,6	2,7	0,0	-0,4	28,8	34,2	-7,1	1,7	-0,1	36,3	-4,4	-2,5
apr.	-2,6	4,4	-7,2	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-8,8	9,0	8,2
mag.	11,9	10,2	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	17,1	-3,7	0,1
giu.	25,5	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	10,8	2,2	2,5
lug. ⁽⁶⁾	-14,7	-10,7	-4,0	0,2	-0,3	9,5	13,1	-5,7	2,4	-0,2	20,7	-4,0	7,5
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	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2016 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.	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2017 1° trim.	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
2° trim.	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
2017 feb.	7,5	10,9	-4,8	-0,4	-26,7	5,4	11,5	-9,0	0,9	-4,8	-2,2	-14,8	5,1
mar.	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
apr.	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,4	-11,1	1,2	-9,9	1,3	-6,6	5,4
mag.	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,2	-11,7	1,3	-24,0	2,8	-8,0	4,9
giu.	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
lug. ⁽⁶⁾	6,8	9,7	-5,2	1,0	-25,1	4,5	10,1	-12,6	1,4	-30,3	5,9	-8,8	5,8

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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	10.725,2	4.317,2	5.200,2	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	10.805,8	4.291,4	5.306,9	790,1	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2
2016 3° trim.	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.926,2	4.303,6	5.378,2	832,6	109,1	1.364,5	780,5
4° trim.	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2
2017 1° trim.	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2
2° trim.	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6
2017 feb.	4.400,1	1.073,1	3.313,2	12.908,2	10.717,7	11.013,6	4.334,6	5.441,6	830,0	111,6	1.397,5	793,0
mar.	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2
apr.	4.465,9	1.072,2	3.379,5	12.953,3	10.741,3	11.044,1	4.337,2	5.465,7	823,9	114,4	1.423,4	788,7
mag.	4.477,8	1.066,3	3.397,1	12.975,4	10.746,2	11.058,1	4.341,5	5.473,0	820,6	111,0	1.439,9	789,4
giu.	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6
lug. ^(a)	4.492,3	1.058,3	3.419,6	12.988,5	10.735,2	11.070,9	4.304,7	5.484,6	831,6	114,4	1.456,7	796,6
Transazioni												
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,1	1,5
2016	489,5	-34,8	524,2	316,8	234,4	258,3	81,2	120,2	44,1	-11,1	78,1	4,3
2016 3° trim.	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	72,5	4,0	33,7	27,5	5,2	20,7	22,1
4° trim.	161,4	-20,2	181,7	79,6	62,6	69,2	22,1	36,1	1,1	3,3	15,3	1,6
2017 1° trim.	77,9	-10,9	88,3	149,0	98,9	87,5	29,6	51,2	17,6	0,5	40,6	9,5
2° trim.	21,6	-3,2	24,7	55,5	18,8	42,0	-2,3	39,0	-17,6	-0,3	20,8	16,0
2017 feb.	8,0	-13,0	20,9	24,5	20,0	15,3	3,8	20,1	-0,9	-3,0	0,2	4,4
mar.	47,6	-3,2	50,8	73,1	48,4	45,8	7,1	17,1	22,8	1,3	25,3	-0,6
apr.	24,2	1,8	22,3	-7,9	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,4	-2,7
mag.	13,7	-3,4	17,0	31,1	14,3	22,9	9,0	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0
giu.	-16,3	-1,6	-14,5	32,3	9,2	12,5	-18,3	17,9	8,2	1,5	4,3	18,7
lug. ^(a)	34,5	-6,4	40,8	34,6	22,6	44,7	11,8	0,3	8,5	2,0	17,4	-5,5
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	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6
2016 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	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
2° trim.	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
2017 feb.	10,7	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,2	-11,5	6,3	3,7
mar.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
apr.	10,3	-4,4	15,9	2,9	2,2	2,6	1,7	2,6	2,5	1,5	7,6	4,5
mag.	9,5	-4,8	14,9	2,9	2,2	2,7	1,6	2,8	2,1	0,2	8,1	3,9
giu.	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
lug. ^(a)	7,7	-4,0	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,3	3,8	7,4	5,5

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⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2014	4.317,2	4.270,2	1.112,3	724,9	2.480,0	5.200,2	5.545,5	562,9	3.860,9	776,4
2015	4.291,4	4.273,3	1.041,1	762,2	2.488,2	5.306,9	5.640,0	595,2	3.948,4	763,3
2016	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2016 3° trim.	4.303,6	4.295,8	1.011,5	789,1	2.503,1	5.378,2	5.700,0	607,3	4.018,2	752,6
4° trim.	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2017 1° trim.	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
2° trim.	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
2017 feb.	4.334,6	4.327,5	1.011,4	798,9	2.524,3	5.441,6	5.754,9	622,7	4.072,4	746,5
mar.	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
apr.	4.337,2	4.339,5	998,2	805,3	2.533,7	5.465,7	5.776,2	628,5	4.096,4	740,8
mag.	4.341,5	4.344,3	1.001,2	804,7	2.535,6	5.473,0	5.792,3	635,2	4.096,7	741,1
giu.	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
lug. ⁶⁾	4.304,7	4.327,7	985,2	801,7	2.517,8	5.484,6	5.808,5	639,0	4.111,9	733,7
Transazioni										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	120,2	113,8	23,4	106,0	-9,2
2016 3° trim.	4,0	12,3	-23,7	13,5	14,2	33,7	27,9	5,0	32,5	-3,8
4° trim.	22,1	32,5	-9,5	9,0	22,5	36,1	31,4	9,2	31,5	-4,5
2017 1° trim.	29,6	32,3	9,3	6,8	13,5	51,2	46,2	11,3	40,1	-0,1
2° trim.	-2,3	9,7	-2,1	0,6	-0,8	39,0	40,5	10,2	29,0	-0,3
2017 feb.	3,8	5,3	-2,7	-1,1	7,6	20,1	12,5	2,1	18,6	-0,7
mar.	7,1	14,6	-4,6	5,9	5,8	17,1	14,9	4,3	13,9	-1,1
apr.	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
mag.	9,0	8,6	6,7	1,0	1,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
giu.	-18,3	-8,9	-4,8	-3,9	-9,6	17,9	11,1	0,8	17,1	-0,1
lug. ⁶⁾	11,8	23,6	-0,3	5,9	6,1	0,3	12,6	4,6	-1,9	-2,4
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	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 3° trim.	1,4	2,0	-3,0	6,5	1,8	2,1	1,8	3,3	2,4	-0,9
4° trim.	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 1° trim.	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
2° trim.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
2017 feb.	1,5	2,0	-2,2	3,9	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
mar.	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
apr.	1,7	2,5	-3,0	5,0	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
mag.	1,6	2,5	-2,5	5,0	2,4	2,8	2,6	6,3	2,9	-1,0
giu.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
lug. ⁶⁾	1,2	2,4	-2,0	3,7	1,8	2,9	2,6	6,6	3,1	-1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	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	1.389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.353,7	261,7	205,9	135,6
2016	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2016 3° trim.	310,1	6.966,7	2.068,5	72,4	2.130,8	2.695,0	1.210,7	281,3	209,2	129,1
4° trim.	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2017 1° trim.	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
2° trim.	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
2017 feb.	295,7	6.920,3	2.028,4	69,6	2.125,3	2.697,0	1.126,4	256,4	171,3	104,4
mar.	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
apr.	335,9	6.848,5	2.023,4	69,3	2.082,5	2.673,3	1.095,2	242,4	175,4	103,7
mag.	310,5	6.832,0	2.015,7	67,0	2.080,9	2.668,4	1.044,0	244,5	162,4	104,3
giu.	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
lug. ⁽⁶⁾	322,4	6.724,8	1.989,9	63,5	2.058,1	2.613,3	1.058,6	161,8	128,1	76,4
Transazioni										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-85,3	-19,3	21,4	-4,0
2016	31,0	-107,8	-73,3	-9,1	-111,0	85,5	-273,7	-71,2	12,8	-12,0
2016 3° trim.	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,7	-15,0	-19,2	-13,7
4° trim.	6,6	-12,5	-21,6	-2,6	-11,9	23,6	-41,9	-92,4	-0,2	-7,5
2017 1° trim.	-16,2	-14,8	-15,0	-1,4	-31,4	33,1	-32,8	-9,1	-22,6	-9,1
2° trim.	-7,6	-11,1	-22,3	-2,1	3,4	9,9	-20,7	17,3	-28,0	-2,1
2017 feb.	-8,2	13,5	-10,9	-0,2	-5,6	30,2	-34,0	43,8	-5,1	-2,0
mar.	8,4	-7,1	5,8	-0,4	-20,9	8,4	-5,2	1,9	10,8	7,5
apr.	31,8	-18,4	-8,2	0,2	-6,0	-4,3	-3,8	-8,1	-6,8	-8,2
mag.	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-27,9	16,4	-13,0	0,6
giu.	-14,0	-7,6	-8,4	0,0	-4,9	5,7	11,0	9,0	-8,2	5,4
lug. ⁽⁶⁾	25,8	-24,7	-11,5	-1,1	5,5	-17,7	46,9	-102,4	-26,0	-33,3
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	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 3° trim.	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
4° trim.	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 1° trim.	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
2° trim.	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
2017 feb.	-1,7	-1,0	-4,4	-10,5	-3,4	3,9	-	-	-25,7	-25,7
mar.	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
apr.	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,6	3,8	-	-	-20,9	-24,8
mag.	3,2	-1,3	-4,4	-11,6	-3,9	3,8	-	-	-23,5	-23,6
giu.	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
lug. ⁽⁶⁾	-2,4	-1,2	-4,2	-11,4	-2,7	2,5	-	-	-35,6	-39,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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 2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
3° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
4° trim.	-1,5	.	.	.	.	0,7
2017 1° trim.	-1,3	.	.	.	.	0,9

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 2° trim.	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,8	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	22,8	3,5
2017 1° trim.	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,1	2,2	22,8	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	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	90,0	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	89,2	2,7	15,4	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 1° trim.	89,5	2,7	15,1	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 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	1,4
4° trim.	-1,0	-0,7	-0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5
2017 1° trim.	-1,6	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	1,0

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 2° trim.	15,4	13,6	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
3° trim.	15,0	13,2	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
4° trim.	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 1° trim.	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2017 feb.	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
mar.	14,6	12,8	4,6	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	4,6	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	4,6	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
giu.	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
lug.	13,5	11,8	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3

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 2° trim.	-2,6	0,7	0,8	-1,5	-3,7	-5,3	-3,2	-2,4	-1,3	
3° trim.	-3,0	0,5	0,5	-1,6	-1,8	-4,8	-3,3	-2,4	-1,0	
4° trim.	-2,6	0,8	0,3	-0,7	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2017 1° trim.	-2,3	1,0	0,0	-0,5	1,3	-4,2	-3,4	-2,3	0,7	
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 2° trim.	109,7	70,2	9,7	74,9	179,7	101,1	97,9	135,4	107,5	
3° trim.	108,7	69,4	9,6	75,1	176,3	100,4	97,2	132,7	110,6	
4° trim.	106,0	68,3	9,5	72,8	179,0	99,4	96,3	132,6	107,8	
2017 1° trim.	107,7	66,9	9,2	74,3	176,2	100,4	98,7	134,7	107,0	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
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 2° trim.	-0,4	0,4	1,4	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
3° trim.	0,2	0,2	1,5	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
2017 1° trim.	-0,1	0,7	1,3	2,1	1,0	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,6
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 2° trim.	38,9	40,1	21,4	61,0	63,2	86,2	131,6	82,5	52,9	61,7
3° trim.	37,9	41,3	20,9	59,8	61,5	83,7	133,1	82,8	52,7	61,7
4° trim.	40,1	40,2	20,0	58,3	61,8	84,6	130,3	79,7	51,9	63,1
2017 1° trim.	39,0	39,3	23,0	59,0	59,6	82,6	130,5	81,4	53,5	62,6

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 6 settembre 2017.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-006-IT-N (online)

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

