



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2017





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

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

Riquadri **24**

1 Ipotesi sul contributo del commercio alla crescita della produttività	24
2 La ricalibrazione del programma di acquisto di attività della BCE	29
3 Andamenti recenti del credito al consumo nell'area dell'euro	32

Articolo **36**

1 La crescita e il riequilibrio dell'economia cinese e le implicazioni per l'economia mondiale e dell'area dell'euro	36
--	----

Statistiche **S1**

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Nell'area dell'euro prosegue l'espansione solida e generalizzata dell'attività economica. I dati più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali indicano una perdurante dinamica espansiva nella seconda metà dell'anno. Le misure di politica monetaria della BCE continuano a sostenere la domanda interna, presupposto essenziale per ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. I consumi privati sono sospinti dalla crescita dell'occupazione, che a sua volta beneficia delle intervenute riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. La ripresa degli investimenti delle imprese continua a essere sostenuta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività delle imprese. Si sono rafforzati anche gli investimenti nel settore delle costruzioni. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati. Da un lato, il forte slancio congiunturale, evidenziato dalla recente evoluzione degli indicatori del clima di fiducia, potrebbe dar luogo a ulteriori sviluppi inattesi per la crescita; dall'altro, i rischi al ribasso rimangono principalmente riconducibili a fattori di carattere internazionale e agli andamenti nei mercati valutari. A livello mondiale, la crescita si è estesa a diversi paesi e gli indicatori congiunturali segnalano una dinamica sostenuta. Dopo un rallentamento nel secondo trimestre del 2017, la dinamica del commercio mondiale si è rafforzata a luglio ed è rimasta solida in agosto, trainata principalmente dalle economie avanzate. Gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive positive per la crescita del commercio nel breve periodo.

A settembre nell'area dell'euro il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è rimasto all'1,5 per cento, invariato rispetto ad agosto. Dall'inizio del 2017 le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato una moderata ripresa, sebbene debbano palesarsi segnali più convincenti di una durevole tendenza al rialzo. La dinamica salariale ha mostrato un certo rafforzamento, ma le pressioni interne sui costi nel complesso si mantengono tuttora contenute. Anche l'inflazione complessiva a livello mondiale ha registrato un incremento in agosto, soprattutto in ragione dell'aumento dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari. L'inflazione di fondo nell'area dell'euro dovrebbe continuare ad aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica nonché dalla progressiva riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associate a tale espansione. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva registri un calo temporaneo verso il volgere dell'anno, soprattutto di riflesso agli effetti base dei prezzi dell'energia.

L'aggregato monetario ampio continua a crescere a ritmo sostenuto e prosegue la ripresa graduale dell'espansione dei prestiti. Le contropartite interne dell'aggregato monetario ampio, collegato agli acquisti da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e alla ripresa graduale dell'espansione dei prestiti al settore privato, sono state le determinanti principali della crescita dell'aggregato monetario ampio. La più recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro evidenzia che l'espansione dei prestiti continua a essere sostenuta dall'incremento della domanda di credito da parte di imprese e famiglie e dall'allentamento dei criteri di affidamento per i prestiti alle famiglie. I costi di finanziamento per le società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro rimangono favorevoli, in presenza di tassi sui prestiti bancari alle SNF prossimi ai minimi storici.

I mercati finanziari rispecchiano la maggiore solidità delle prospettive economiche per l'area dell'euro e degli andamenti a livello mondiale. Dagli inizi di settembre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono cresciuti e l'inclinazione della curva a termine dell'Eonia si è accentuata. Il miglioramento delle prospettive economiche e un certo allentamento delle tensioni geopolitiche hanno trainato l'aumento degli indici dei corsi azionari, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti. Il valore dell'euro su base ponderata per l'interscambio è rimasto nel complesso invariato, nonostante un lieve indebolimento bilaterale nei confronti del dollaro statunitense e della sterlina britannica.

Nella riunione di politica monetaria del 26 ottobre 2017 il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni, nel perseguimento del suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

- Innanzitutto, i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati e il Consiglio direttivo continua ad attendersi che rimangano su livelli pari a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.
- In secondo luogo, per quanto concerne le misure non convenzionali di politica monetaria, l'Eurosistema continuerà a condurre acquisti nell'ambito del PAA all'attuale ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2017. Da gennaio 2018 gli acquisti netti di attività dovrebbero proseguire a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. In caso di prospettive meno favorevoli o di condizioni finanziarie incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, il Consiglio direttivo è pronto a incrementare il PAA in termini di entità e/o durata.
- Come terzo punto, l'Eurosistema reinvestirà il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività, e in ogni caso finché sarà necessario. Questa misura contribuirà sia a mantenere condizioni di liquidità favorevoli, sia a un adeguato orientamento della politica monetaria.
- Infine, il Consiglio direttivo ha anche deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali e le operazioni di rifinanziamento a più

lungo termine con scadenza a tre mesi mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché necessario, e almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2019.

Il Consiglio direttivo ha assunto queste decisioni al fine di preservare le condizioni di finanziamento molto favorevoli che sono tuttora necessarie per un ritorno durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Se da un lato la ricalibrazione degli acquisti di attività riflette la crescente fiducia nella graduale convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo prefissato, dall'altro le spinte interne sui prezzi sono ancora complessivamente tenui, e le prospettive economiche e il profilo dell'inflazione continuano a dipendere dal perdurante sostegno offerto dalla politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha perciò concluso che è tuttora necessario un ampio grado di stimolo monetario per consentire l'accumularsi graduale di spinte inflazionistiche e sostenere la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo.

1 Contesto esterno

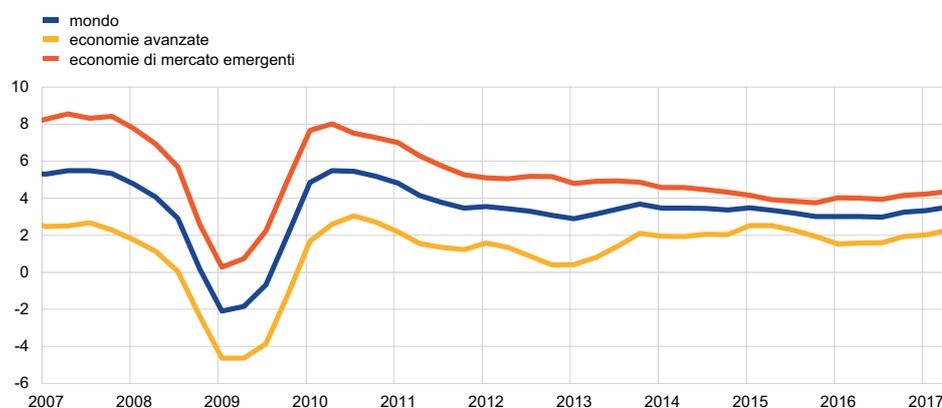
La crescita mondiale generalizzata si è estesa a vari paesi, mentre gli indicatori tratti dalle indagini campionarie indicano un'espansione sostenuta.

Dalla seconda metà del 2016 la ripresa economica ha mostrato segni di crescente sincronizzazione a livello globale (cfr. grafico 1). Inoltre, gli indicatori delle indagini rimangono coerenti con una crescita globale sostenuta. Nel terzo trimestre del 2017, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, si è mantenuto su livelli prossimi alle medie di lungo periodo, simili a quelli registrati nella prima metà dell'anno. Se si considerano le principali economie avanzate, il PMI è aumentato negli Stati Uniti, mentre, rispetto al secondo trimestre, è diminuito in Giappone e, in misura minore, nel Regno Unito. Riguardo alle economie emergenti, il PMI trimestrale è cresciuto in Cina ed è salito marginalmente in Brasile, mentre è diminuito in Russia e in India, dove è sceso al di sotto del valore soglia di espansione.

Grafico 1

Crescita del PIL a livello mondiale, nelle economie avanzate e nelle economie emergenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni della BCE.

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

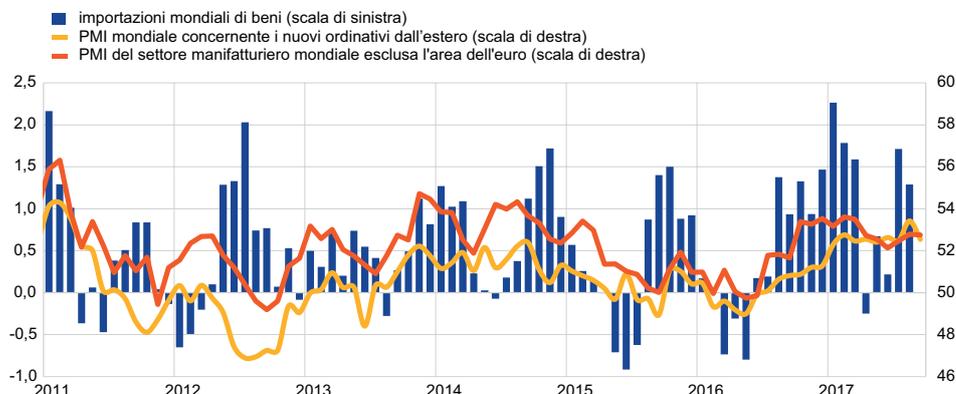
Gli indicatori segnalano una ripresa del commercio mondiale nel terzo trimestre dell'anno.

Dopo un rallentamento nel secondo trimestre del 2017, la crescita del commercio globale a luglio ha ripreso vigore ed è rimasta robusta ad agosto, con una solida crescita dell'1,5 per cento su base trimestrale nei volumi delle importazioni di beni a luglio, seguita da una crescita dell'1,3 per cento ad agosto (cfr. grafico 2). L'incremento in quei due mesi è riconducibile principalmente alle economie avanzate. Gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive positive nel breve periodo. In particolare, il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero si è attestato a 52,8 nel terzo trimestre del 2017, prossimo al livello raggiunto nella prima metà dell'anno e al di sopra del suo livello medio di lungo termine.

Grafico 2

Commercio internazionale e indagini

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



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

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

Ad agosto l'inflazione a livello mondiale è aumentata. L'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), che ha raggiunto a luglio il 2,0 per cento dopo un leggero incremento, ad agosto è ulteriormente salita al 2,2 per cento. Tale incremento è riconducibile principalmente al rialzo dei prezzi dei beni energetici, ma anche i prezzi dei prodotti alimentari hanno registrato una crescita moderata. Al netto dei beni alimentari ed energetici, ad agosto l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è rimasta inalterata, all'1,8 per cento.

Nelle ultime settimane i corsi petroliferi hanno mostrato una tendenza al rialzo.

Ciò riflette segnali persistenti di un riequilibrio del mercato, con un'ulteriore crescita della domanda e il rafforzamento delle aspettative dei mercati che l'attuale accordo OPEC venga esteso oltre marzo 2018. Anche le tensioni geopolitiche a seguito del referendum sull'indipendenza della regione curda dell'Iraq alla fine di settembre e i timori per le sanzioni statunitensi all'Iran hanno sospinto un rialzo nelle quotazioni del greggio. I prezzi si mantengono ben al di sopra dei livelli osservati prima dell'accordo OPEC di novembre 2016.

I dati economici negli Stati Uniti risentono temporaneamente dei recenti cicloni tropicali.

Le aspettative per il terzo trimestre indicano un temporaneo rallentamento della crescita del PIL reale degli Stati Uniti, dopo la risalita al 3,1 per cento del tasso di crescita annualizzato nel secondo trimestre, per le conseguenze economiche dei recenti cicloni. L'esperienza di precedenti uragani, tuttavia, suggerisce che l'attività economica dovrebbe registrare una ripresa con l'intensificarsi degli sforzi di ricostruzione. Anche la flessione complessiva dell'occupazione a settembre ha risentito di questi cicloni. La crescita dell'occupazione al di fuori delle aree colpite è stata abbastanza robusta e coerente con un ulteriore rafforzamento del mercato del lavoro. Il tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi è salito al 2,2 per cento a settembre, sostenuto da una crescita temporanea nei prezzi della benzina in seguito agli uragani, mentre, per il quinto mese consecutivo, è rimasta stabile all'1,7 per cento l'inflazione al consumo sui dodici mesi al netto della componente alimentare ed energetica.

Nella riunione di settembre, il Federal Open Market Committee ha annunciato di voler avviare la normalizzazione del proprio bilancio ad ottobre e, nello specifico, ha indicato di voler reinvestire il capitale derivante dagli investimenti in titoli in scadenza solo nella misura in cui esso superi un massimale che verrà gradualmente aumentato.

In Giappone, l'attività economica resta sostenuta e le condizioni sul mercato del lavoro continuano ad essere caratterizzate da un eccesso di domanda. Nel secondo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Il dato è stato leggermente rivisto al ribasso, ma rimane molto al di sopra della crescita potenziale. Nel complesso, le prospettive per l'economia giapponese restano favorevoli, sostenute da politiche accomodanti, dalla ripresa della domanda estera e da un mercato del lavoro forte. Il tasso di disoccupazione giapponese è stato pari al 2,8 per cento ad agosto, con un aumento del tasso dei posti vacanti che è salito ad un livello non più osservato dall'inizio degli anni '90. Sebbene la crescita del salario di base sia rimasta debole, i recenti guadagni di produttività del lavoro nel settore non finanziario suggeriscono l'esistenza di un ulteriore margine di crescita salariale. Nel contempo ad agosto, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è salita allo 0,7 per cento, di riflesso al rialzo dell'insieme delle misure dell'inflazione di fondo. Nelle elezioni politiche svoltesi il 22 Ottobre, la coalizione di governo guidata dal Primo Ministro Shinzo Abe si è assicurata la vittoria con una maggioranza parlamentare di due terzi.

Nel Regno Unito, l'attività economica evidenzia un marcato rallentamento nella prima metà del 2017. Tale andamento ha fatto seguito a due trimestri di inaspettata dinamica espansiva all'indomani del referendum britannico sull'appartenenza all'UE lo scorso anno. Nel secondo trimestre del 2017 la crescita del PIL reale si è collocata allo 0,3 per cento sul periodo precedente, sostanzialmente in linea con il trimestre precedente, ma in calo rispetto allo 0,7 per cento del quarto trimestre del 2016. La trasmissione del deprezzamento della sterlina ai prezzi al consumo ha agito da freno, poiché ha gravato sui consumi privati erodendo il potere d'acquisto delle famiglie. Gli indicatori recenti segnalano che l'attività economica si manterrà moderata anche nella seconda metà dell'anno. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 3,0 per cento a settembre. Dopo l'inizio ufficiale, il 19 giugno 2017, dei negoziati tra l'Unione Europea e il Regno Unito, ai sensi dell'articolo 50 del Trattato sull'Unione europea, si sono tenute cinque tornate negoziali per la Brexit; tuttavia poche decisioni sono state prese finora riguardo ai termini dell'accordo finale.

L'attività economica in Cina resta robusta. Dopo una forte crescita nella prima metà dell'anno, la crescita del PIL reale della Cina si è marginalmente indebolita nel terzo trimestre del 2017, attestandosi al 6,8 per cento su base annuale, in calo rispetto al 6,9 per cento del trimestre precedente. Questa lieve attenuazione era in linea con i dati recenti sulla produzione industriale, sugli investimenti fissi e sulle vendite al dettaglio. Tuttavia, i dati delle indagini disponibili per settembre sono rimasti solidi. L'inflazione al consumo resta contenuta e si è indebolita a settembre, mentre l'inflazione alla produzione sui dodici mesi è salita al 6,9 per cento dal 6,3 per cento di agosto, dato l'ulteriore forte aumento dei prezzi delle materie prime e l'aumento anche di quelli dei manufatti. Ad ottobre si è tenuto il 19° Congresso nazionale del Partito Comunista, che ha confermato la classe dirigente e ha definito gli indirizzi politici per i prossimi cinque anni.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono in crescita dagli inizi di settembre. Nel periodo in esame (ovvero dal 7 settembre al 25 ottobre), il tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni dell'area dell'euro e il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro, calcolati in base alla media ponderata per il PIL nazionale, sono aumentati di circa 15 punti base, collocandosi allo 0,72 e all'1,09 per cento rispettivamente. I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi OIS sono rimasti sostanzialmente invariati nei vari paesi nel periodo in esame, con l'unica eccezione del Portogallo, dove sono scesi di circa 60 punti base in seguito all'innalzamento del rating operato da Standard & Poor's (il debito sovrano portoghese ha recuperato un rating di qualità investment grade). Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati di circa 40 punti base, raggiungendo l'1,41 e il 2,43 per cento rispettivamente, influenzati soprattutto dalle aspettative del mercato riguardo l'evoluzione della politica monetaria in questi due paesi.

Nel periodo esaminato, gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro sono in aumento (cfr. grafico 3). Le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate di circa il 3,3 per cento, mentre le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro hanno mostrato una crescita del 6 per cento. Tali incrementi sono in larga parte da attribuire a un calo del premio per il rischio azionario, in linea con una percepita diminuzione dei rischi geopolitici. Nel complesso, considerato il miglioramento generalizzato del contesto macroeconomico dell'area, le aspettative di una crescita robusta degli utili continuano a sostenere le quotazioni azionarie dell'area dell'euro. Nel periodo in esame, anche le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche statunitensi sono aumentate, del 2,6 e del 14 per cento rispettivamente. Le aspettative del mercato sulla volatilità azionaria nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente invariate a circa il 10 e il 7 per cento rispettivamente, livelli relativamente contenuti in prospettiva storica.

Grafico 3

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (ovvero 7 settembre 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 25 ottobre 2017.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse dalle SNF si sono ridotti. Il 19 ottobre 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 sette punti base rispetto all'inizio di settembre e inferiori di circa 80 punti base rispetto ai differenziali registrati nel marzo del 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario. Nel periodo in esame, anche i differenziali sulle obbligazioni di tipo non investment grade sono scesi di 30 punti base, mentre i differenziali sulle obbligazioni del settore finanziario sono rimasti sostanzialmente invariati. I livelli contenuti e l'ulteriore compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono in linea con il rafforzamento della ripresa economica.

Il tasso Eonia (Euro overnight index average) è rimasto sostanzialmente invariato a circa -0,36 per cento durante il periodo in esame. La liquidità in eccesso nel sistema bancario è salita di circa 52 miliardi di euro, collocandosi a 1.825 miliardi. Tale incremento è ascrivibile al proseguimento dell'acquisto di titoli nell'ambito del programma di acquisto delle attività finanziarie della BCE.

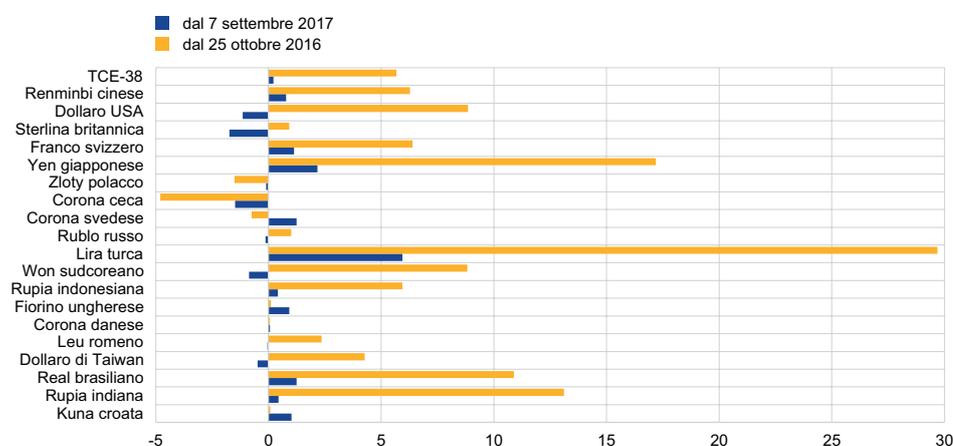
La curva forward dell'EONIA si è spostata lievemente verso l'alto nel periodo in esame. Tale innalzamento è guidato dalle scadenze superiori ai tre anni, per le quali i tassi a termine dell'EONIA sono aumentati di circa 15 punti base. L'inclinazione positiva della curva indica che gli operatori continuano ad attendersi un periodo prolungato di tassi negativi fino a circa metà del 2020.

Sul mercato dei cambi, il valore dell'euro è rimasto pressoché invariato in termini effettivi nominali nel periodo in esame. L'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense e della sterlina britannica, rispettivamente dell'1,6 e del 2,8 per cento, anche alla luce delle aspettative di mercato circa i relativi orientamenti di politica monetaria dei due paesi. Questo deprezzamento, tuttavia, è stato in gran parte compensato dall'apprezzamento dell'euro nei confronti

Grafico 4

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

(variazioni 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 rispetto ai tassi di cambio vigenti il 25 ottobre 2017.

della maggior parte delle altre principali valute, inclusi il renminbi cinese, lo yen giapponese e il franco svizzero, rispettivamente dello 0,8, 3,1 e 2,4 per cento. Inoltre, l'euro si è rafforzato anche rispetto alle divise delle principali economie emergenti, nonché rispetto a quelle di gran parte degli Stati membri dell'UE al di fuori dell'area dell'euro, a eccezione della corona ceca e dello zloty polacco (cfr. grafico 4).

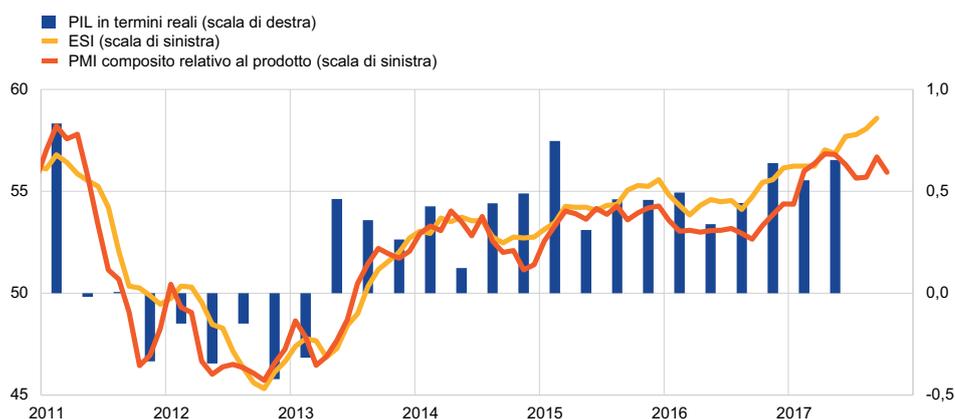
3 Attività economica

Nell'area dell'euro prosegue l'espansione solida e generalizzata dell'attività economica. Nel secondo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è salito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,6 nel primo trimestre (cfr. grafico 5), sospinto dal forte contributo positivo della domanda interna. Al contempo, l'interscambio netto ha offerto un contributo negativo, mentre la variazione delle scorte ha fornito un apporto neutro alla crescita del PIL nel secondo trimestre. I più recenti indicatori economici, basati sia su dati reali sia sui risultati delle indagini, rimangono elevati confermando le aspettative di una crescita robusta nella seconda metà del 2017, a un ritmo sostanzialmente pari a quello dei due trimestri precedenti.

Grafico 5

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

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'ESI è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2017 per il PIL reale, a settembre 2017 per l'ESI e a ottobre 2017 per il PMI.

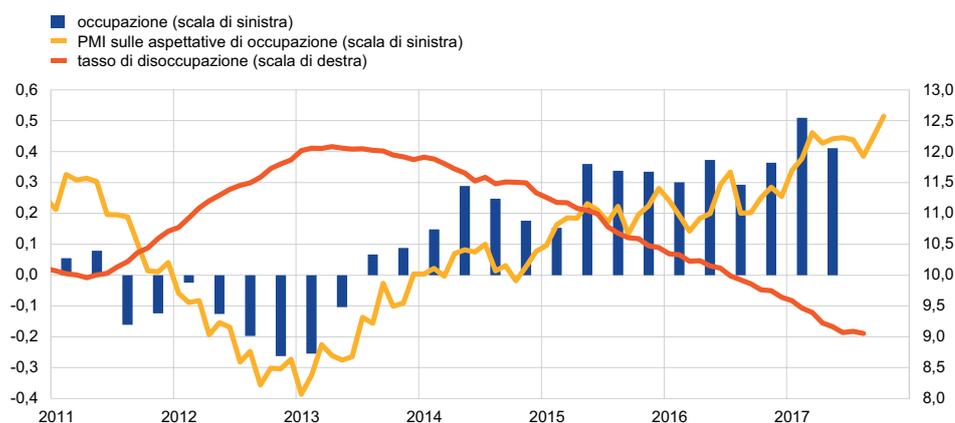
I consumi privati continuano ad aumentare, rimanendo una determinante fondamentale dell'espansione economica in atto. Nel secondo trimestre del 2017 la spesa per consumi è salita dello 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita lievemente inferiore nel primo trimestre. Tale dato ha rispecchiato in ampia misura il più alto potere d'acquisto a seguito del calo del 10 per cento del prezzo del petrolio in euro tra il primo e il secondo trimestre del 2017. Su base annua, i consumi sono aumentati dell'1,6 per cento nel secondo trimestre, a un tasso analogo a quello registrato nel primo. A fronte di questo andamento stabile, il tasso di crescita tendenziale del reddito disponibile reale delle famiglie è diminuito, passando dall'1,6 per cento del primo trimestre all'1,4 nel secondo. In linea con la crescita invariata dei consumi e il minore aumento del reddito nel secondo trimestre del 2017, il tasso di variazione dei risparmi sui dodici mesi è diminuito, portando il tasso di risparmio a un minimo storico pari al 12 per cento.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a migliorare, sostenendo quindi il reddito delle famiglie e la spesa per consumi. Prosegue nel secondo trimestre del 2017 la crescita dell'occupazione (0,4 per cento sul periodo precedente) con un incremento rispetto allo stesso trimestre del 2016 pari all'1,6 per cento. L'occupazione ha raggiunto, nel secondo trimestre del 2017, un livello di circa l'1 per cento superiore ai massimi pre-crisi del primo trimestre del 2008. Ad agosto 2017, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro era pari al 9,1 per cento, lo stesso valore fatto registrare nei due mesi precedenti, 3 punti percentuali inferiore rispetto al picco post-crisi registrato nell'aprile 2013 (cfr. grafico 6). Tale calo è stato generalizzato tra le diverse fasce di età e tra i generi. Anche la disoccupazione di lunga durata (ovvero la quantità di popolazione disoccupata da almeno 12 mesi espressa in percentuale della forza lavoro) continua a diminuire, pur rimanendo ben al di sopra del livello pre-crisi. Le informazioni ricavate dalle indagini segnalano ulteriori miglioramenti nei mercati del lavoro nei prossimi mesi. In alcuni paesi e settori, al contempo, si manifestano crescenti segnali di carenze di manodopera.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

In assenza di volatilità a breve termine, la crescita dei consumi dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta. I dati recenti sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano nel terzo trimestre del 2017 una crescita congiunturale della spesa per consumi inferiore a quella del trimestre precedente. Tali dati tendono tuttavia a mostrare una certa volatilità, mentre altri indicatori segnalano il protrarsi di una solida dinamica di fondo dei consumi. Ad esempio, l'ulteriore crescita dell'occupazione, come suggeriscono le ultime indagini, dovrebbe continuare a sostenere il reddito aggregato e, quindi, la spesa per consumi. La ricchezza netta delle famiglie ha inoltre continuato ad aumentare a livelli sostenuti, fornendo ulteriore spinta alla spesa per consumi. Tali fattori potrebbero in parte spiegare perché la fiducia dei consumatori sia ulteriormente migliorata nel terzo trimestre prima di raggiungere, in ottobre, il suo massimo livello da aprile 2001.

Nel terzo trimestre del 2017 gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a crescere dopo un secondo trimestre forte. Gli investimenti diversi dalle costruzioni, cresciuti del 3,5 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre 2017, sono stati trainati da quelli in beni di proprietà intellettuale e in impianti e mezzi non connessi al trasporto. Nel terzo trimestre, il persistere di condizioni favorevoli nel settore dei beni di investimento, come il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva, l'incremento degli ordini, la più ampia fiducia e l'aumento della domanda, segnalano nel complesso il proseguire dello slancio degli investimenti in atto. I dati mensili relativi alla produzione di beni di investimento fino ad agosto suggeriscono inoltre un aumento degli investimenti delle imprese all'inizio del terzo trimestre. Quanto agli investimenti in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile indicano un rallentamento della crescita nel terzo trimestre del 2017. Tuttavia, gli indicatori delle indagini sulla domanda e la valutazione degli ordini nel settore, così come il numero delle concessioni edilizie, si confermano in linea con la dinamica di fondo positiva nel breve periodo.

In prospettiva, gli investimenti dovrebbero continuare a fornire un importante contributo alla crescita. Gli investimenti dovrebbero continuare a beneficiare dell'elevata fiducia delle imprese, della minore incertezza, del crescente utilizzo della capacità produttiva, di condizioni di finanziamento altamente favorevoli, di crescenti utili societari e della sempre maggiore necessità di modernizzare lo stock di capitale. I conti settoriali dell'area dell'euro indicano che nel secondo trimestre del 2017 il margine operativo lordo delle imprese è aumentato, sebbene a un tasso sui dodici mesi inferiore rispetto a quello del trimestre precedente, e le aspettative disponibili sugli utili delle società quotate, disponibili fino ad agosto, permangono su livelli elevati. Quanto agli investimenti in costruzioni, fattori come l'incremento del reddito disponibile delle famiglie e il miglioramento delle condizioni di concessione dei prestiti dovrebbero sostenere la domanda nel settore. Al contempo, si prevede che alcuni fattori continueranno a gravare sulle prospettive di investimento delle imprese. Tra essi figurano le aspettative di una più debole crescita nel medio termine e le limitazioni alla capacità di intermediazione delle banche in alcuni paesi.

Nonostante le prospettive di rallentamento della crescita nel terzo trimestre 2017, gli indicatori relativi al commercio segnalano un'espansione sostenuta nel periodo a venire. Le esportazioni totali dell'area sono cresciute dello 0,9 per cento nel secondo trimestre grazie alle robuste esportazioni di beni. Il commercio mensile di beni fino ad agosto indica che le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro continueranno a mostrare una crescita positiva nel terzo trimestre del 2017, in linea con la ripresa della domanda estera, seppur a un ritmo più contenuto rispetto al secondo trimestre. Nei primi due mesi del terzo trimestre 2017, le esportazioni sembrano essere state supportate dalla domanda proveniente da Cina, Stati Uniti, America latina e, in misura minore, da altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Il Regno Unito e l'Asia (esclusa la Cina) hanno invece fornito un contributo negativo. Gli indicatori anticipatori, come i risultati delle indagini, continuano a segnalare miglioramenti in atto nella domanda estera, mentre sono ulteriormente aumentati i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero provenienti da paesi esterni all'area.

Nell'insieme, gli ultimi indicatori economici sono complessivamente coerenti con il protrarsi di una dinamica della crescita robusta nella seconda metà del 2017.

La produzione industriale (escluse le costruzioni) ha evidenziato un forte incremento ad agosto. Di conseguenza, nei mesi di luglio e agosto la produzione ha registrato mediamente valori superiori dell'1 per cento rispetto al livello del secondo trimestre dell'anno, quando era aumentata dell'1,2 per cento su base trimestrale. I dati più recenti desunti dalle indagini, inoltre, segnalano una solida dinamica della crescita nel breve periodo. Il PMI composito relativo al prodotto si è collocato in media a 56,0 nel terzo trimestre del 2017, rispetto a 56,6 nel trimestre precedente, prima di scendere a 55,9 tra settembre e ottobre. Nel contempo l'ESI della Commissione europea è salito a 112,1 nel terzo trimestre da 110,0 nel secondo (cfr. grafico 5). Entrambi gli indicatori permangono ben al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

In prospettiva ci si attende che prosegua la solida e ampia espansione economica in atto.

Le misure di politica monetaria della BCE hanno agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria e continuano a sostenere la domanda interna. I consumi privati sono sospinti dalla crescita dell'occupazione, che a sua volta beneficia delle passate riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. La ripresa degli investimenti delle imprese continua a essere sostenuta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti della redditività delle imprese. Si sono rafforzati anche gli investimenti nel settore delle costruzioni. La ripresa mondiale generalizzata, inoltre, sta sostenendo le esportazioni dell'area dell'euro. I risultati dell'ultima [ECB Survey of Professional Forecasters](#), condotta agli inizi di ottobre, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste al rialzo per il 2017, il 2018 e il 2019 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di luglio.

I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati.

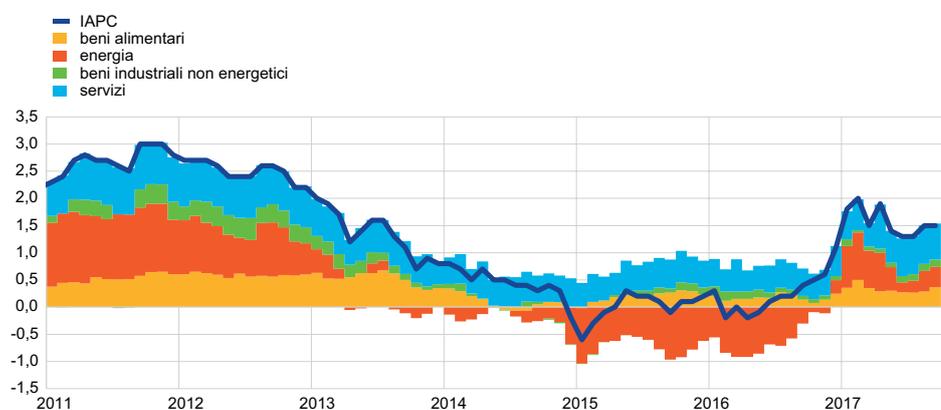
Da un lato, il forte slancio congiunturale, evidenziato dalla recente evoluzione degli indicatori del clima di fiducia, potrebbe dar luogo a ulteriori sviluppi inattesi per la crescita. Dall'altro, i rischi al ribasso rimangono principalmente riconducibili a fattori di carattere globale e agli andamenti dei mercati valutari.

In settembre l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è rimasta invariata all'1,5 per cento, come in agosto (cfr. grafico 7). La stabilità del tasso di inflazione ha celato un aumento dell'inflazione dei beni alimentari compensato da una lieve riduzione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (scesa in settembre all'1,1 per cento, dall'1,2 in agosto). Questo calo dell'inflazione al netto delle componenti alimentare ed energetica ha riflesso principalmente una riduzione dell'inflazione della componente volatile dei servizi di trasporto.

Grafico 7

Contributi delle componenti all'inflazione armonizzata misurata sullo IAPC dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2017.

Un ampio insieme di misure dell'inflazione di fondo ha registrato un moderato rialzo dall'inizio del 2017. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prodotti energetici e alimentari ha recuperato oltre la metà della differenza tra il valore medio dello 0,8 per cento nel quarto trimestre del 2016 e il suo livello medio di lungo termine dell'1,4 per cento, dovuto in parte a forti incrementi dell'inflazione della componente dei servizi di trasporto e alberghieri. Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo non hanno ancora mostrato segnali robusti di un sostenuto aggiustamento al rialzo.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del deflatore del PIL, che può essere letto come un indicatore generale degli andamenti di fondo dei prezzi interni, è salito all'1,0 per cento nel secondo trimestre del 2017, in rialzo rispetto allo 0,7 per cento del trimestre precedente. Il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito in misura marginale, ed è stato più che compensato da un rafforzamento negli utili unitari (che potrebbe riflettere la volatilità connessa alla debolezza osservata nel trimestre precedente, o anche un minor freno esercitato dalle ragioni di scambio). In seguito al recente recupero, il deflatore del PIL

si è riallineato all'andamento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prodotti energetici e alimentari¹.

L'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro osservato nel corso dell'estate ha allentato le pressioni esterne sui prezzi. L'aumento osservato nel tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nel corso dell'estate si è riflesso in un calo dell'inflazione all'importazione. L'inflazione sui dodici mesi delle importazioni di beni di consumo non alimentari, che dovrebbe trasmettersi all'inflazione al consumo per i beni industriali non energetici, si è collocata al -0,1 per cento in luglio e al -0,3 per cento in agosto, in calo rispetto al picco dell'1,3 per cento di aprile. Più in generale, tuttavia, la trasmissione dell'apprezzamento dell'euro sulla produzione interna e le catene di distribuzione è caratterizzato da un elevato grado di incertezza e dipende, tra l'altro, dal potenziale adeguamento dei margini di profitto. L'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo non alimentari è rimasta finora stabile, con un tasso annuo dello 0,3 per cento registrato in agosto, rimasta invariata da giugno e solo lievemente più elevata rispetto ai livelli osservati all'inizio del 2016.

La dinamica salariale ha registrato un lieve aumento, ma resta ben inferiore alle medie storiche. La crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è stata dell'1,6 per cento nel secondo trimestre del 2017, in rialzo rispetto all'1,5 per cento del trimestre precedente, proseguendo l'andamento al rialzo dopo il minimo storico dell'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2016. Nonostante quest'aumento, la crescita salariale rimane ben al di sotto della sua media, dal 1999, del 2,1 per cento. In seguito alle revisioni dei dati, negli ultimi anni la crescita annuale delle retribuzioni orarie ha seguito andamenti sostanzialmente simili alla crescita annuale dei redditi per occupato. La dinamica salariale potrebbe essere stata frenata da alcuni fattori, fra cui: un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole crescita della produttività, la bassa inflazione passata e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi finanziaria.

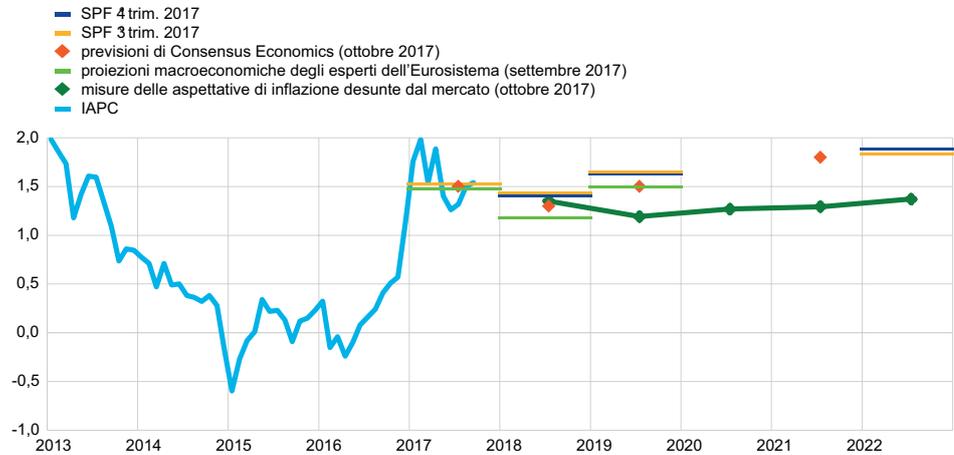
Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. grafico 8). Il 25 ottobre 2017 il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,64 per cento. Il profilo futuro delle misure basate sui mercati delle aspettative di inflazione continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno solo graduale a tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. La probabilità di deflazione implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione rimane molto bassa e continua a segnalare che il rischio di deflazione rimane contenuto. In base alla Survey of Professional Forecasters della BCE per il quarto trimestre del 2017 le aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro sono state corrette al rialzo all'1,9 per cento (un aumento dall'1,83 per cento all'1,88).

¹ Cfr. il riquadro *Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro*, nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a settembre 2017. Le proiezioni di Consensus Economics per il 2019 e il 2021 sono ricavate dalle previsioni di ottobre. Le misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato sono tratte dagli swap indicizzati all'inflazione a cedola zero nell'HICPX (lo IAPC per l'area dell'euro al netto dei tabacchi). Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 ottobre 2017.

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono ulteriormente aumentati nel secondo trimestre del 2017. Secondo l'indicatore della BCE dei prezzi degli immobili residenziali, nel secondo trimestre di quest'anno i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annua del 4,1 per cento, in rialzo dal 3,8 per cento del primo trimestre, confermando un ulteriore rafforzamento e un ampliamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

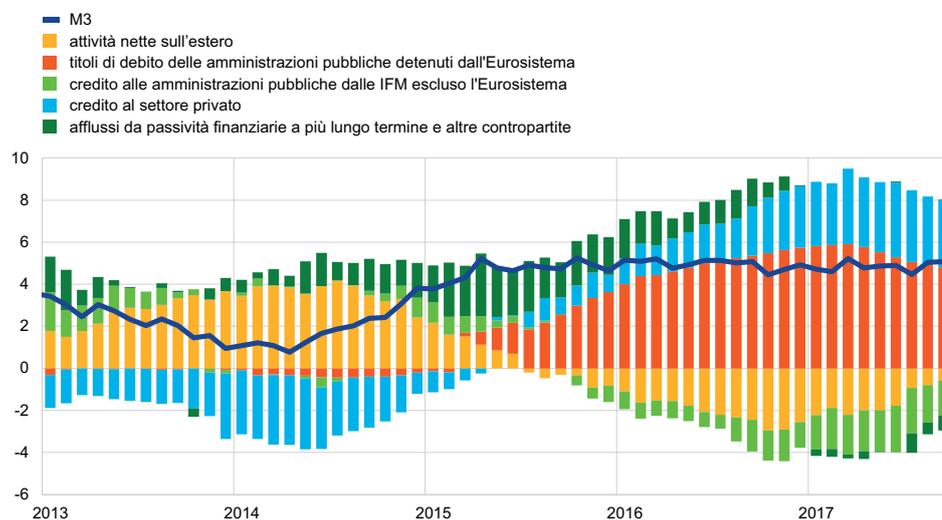
5 Moneta e credito

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato al 5,1 per cento a settembre 2017 (dal 5,0 per cento di agosto), valore attorno al quale ha oscillato a partire dalla metà del 2015 (cfr. grafico 9). Il basso costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e l'effetto delle misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a sostenere la crescita di M3. La crescita sui dodici mesi di M1 è aumentata al 9,7 per cento a settembre (rispetto al 9,5 di agosto) e ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3.

Grafico 9 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 istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM 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 (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). L'ultima osservazione si riferisce a settembre 2017.

Le contropartite interne hanno continuato a essere la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio.

In primo luogo, gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) hanno continuato a esercitare un considerevole impatto positivo sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi arancioni del grafico 9). In secondo luogo, la graduale ripresa della crescita del credito al settore privato ha avuto un effetto positivo sull'espansione di M3 (cfr. gli istogrammi blu del grafico 9). La ripresa ha interessato sia i prestiti delle IFM al settore privato sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Queste ultime comprendono anche gli acquisti dell'Eurosistema di titoli di debito nel contesto del CSPP. Infine, la crescita di M3 è stata sostenuta dal tasso negativo di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), incluse assieme ad altre contropartite di M3 negli istogrammi verde scuro del grafico 9. Ciò è spiegato, in parte,

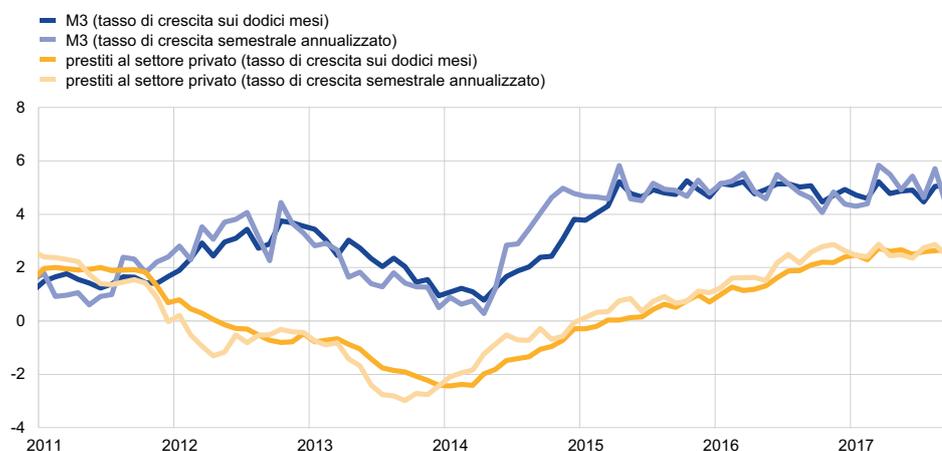
dalla limitata attrattiva dei depositi e delle obbligazioni bancarie a lungo termine nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta. Per contro, il contributo alla crescita di M3 del credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle IFM, escluso l'Eurosistema, è rimasto negativo (cfr. gli istogrammi verde chiaro del grafico 9).

Le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso sulla crescita tendenziale di M3 (cfr. gli istogrammi gialli del grafico 9), in parte ascrivibile alle cessioni di titoli di Stato dell'area nel quadro del PSPP da parte di soggetti non residenti. Allo stesso tempo, i deflussi annuali delle attività nette sull'estero si sono lievemente ridotti, in parte a causa dell'aumento di acquisti netti di titoli dell'area dell'euro diversi dai titoli di Stato da parte di soggetti non residenti, che ha parzialmente compensato le vendite nette di titoli delle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti.

Prosegue la graduale ripresa della crescita dei prestiti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è cresciuto in maniera marginale a settembre (cfr. grafico 10). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è aumentato lievemente al 2,5 per cento a settembre (dal 2,4 per cento di agosto), mentre quello relativo ai prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 2,7 per cento (cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti del credito al consumo nell'area dell'euro*, in questo numero del Bollettino). La significativa flessione dei tassi sui finanziamenti bancari osservata per l'insieme dell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e il miglioramento complessivo delle condizioni di prestito hanno sostenuto la ripresa della crescita dei prestiti. 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 la capacità di intermediazione delle banche.

Grafico 10 M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

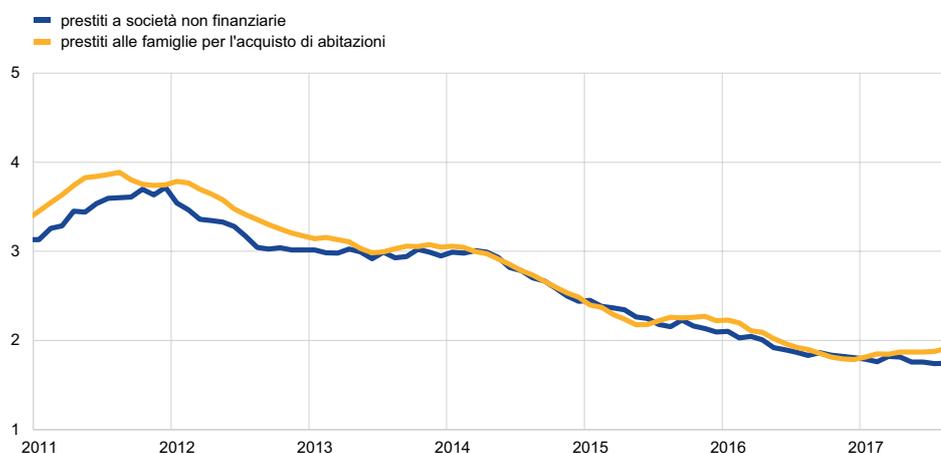
Le evidenze dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2017 indicano che l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta dall'incremento della domanda di credito da parte di imprese e famiglie e dall'allentamento dei criteri di offerta per i prestiti alle famiglie. Nel terzo trimestre del 2017 i criteri di offerta applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono allentati, quelli relativi ai prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati. La pressione concorrenziale e la ridotta percezione dei rischi correlata alle migliori prospettive economiche hanno rappresentato fattori importanti nell'allentamento dei criteri di affidamento sia per le imprese sia per le famiglie. Le banche hanno inoltre segnalato un incremento netto della domanda in tutte le categorie di prestiti. La crescita degli investimenti fissi, l'attività di fusioni e acquisizioni, il livello generalmente basso dei tassi di interesse e le prospettive favorevoli del mercato immobiliare hanno fornito un importante apporto alla domanda di credito. Secondo le banche interpellate, negli ultimi sei mesi, il programma di acquisto di attività della BCE ha continuato a esercitare un effetto distensivo sui termini e sulle condizioni del credito, producendo tuttavia effetti negativi sulla redditività degli enti creditizi. Per lo stesso periodo, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che il valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale ha continuato a influenzare al ribasso i tassi sui finanziamenti bancari, esercitando un impatto positivo sui volumi dei prestiti alle imprese e alle famiglie dell'area.

I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello pari o prossimo ai minimi storici. Ad agosto 2017, il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF si è mantenuto sul minimo storico dell'1,74 per cento, registrato a luglio. Per le famiglie, il tasso composito sui prestiti per i mutui residenziali ha continuato ad aumentare lievemente, all'1,91 per cento ad agosto, rispetto al minimo storico dell'1,78 per cento osservato a dicembre 2016 (cfr. grafico 11). Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento creditizio a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti più dei

Grafico 11

Tassi compositi sui prestiti bancari per le società non finanziarie e per le famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

tassi di riferimento del mercato. Tra maggio 2014 e agosto 2017 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie nell'area dell'euro sono diminuiti, rispettivamente, di 119 e 100 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili, a indicare una più omogenea trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro. Nello stesso periodo, nell'area dell'euro, 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) si è considerevolmente ridotto, evidenziando un significativo miglioramento delle condizioni di finanziamento per le piccole e medie imprese rispetto a quelle di grandi dimensioni.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro è aumentata nel terzo trimestre del 2017. Gli ultimi dati della BCE mostrano che, a luglio e ad agosto 2017, la somma dei flussi netti di titoli di debito emessi dalle SNF è cresciuta marginalmente rispetto al secondo trimestre del 2017. Recenti dati di mercato suggeriscono un lieve rafforzamento dell'attività di emissione a settembre e a ottobre. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF ha assunto valori lievemente negativi a luglio e ad agosto 2017, a seguito di riacquisti di azioni proprie a luglio.

Il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro si è mantenuto favorevole. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, sia sceso al 4,4 per cento circa a settembre e nella prima metà di ottobre. Il costo stimato del finanziamento, pertanto, si colloca oggi circa 35 punti base al di sopra del minimo storico registrato a luglio 2016, rimanendo tuttavia considerevolmente più basso rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014. Due terzi della flessione osservata a partire da luglio 2017 nel costo complessivo stimato del finanziamento sono riconducibili agli andamenti del costo del capitale di rischio. È inoltre diminuito lievemente il costo stimato del debito, espresso come media ponderata del costo del credito bancario e di quello del debito sul mercato, raggiungendo nuovi minimi storici. Il CSPP della BCE sta contribuendo alla moderazione del costo del debito sul mercato.

Riquadri

1 Ipotesi sul contributo del commercio alla crescita della produttività

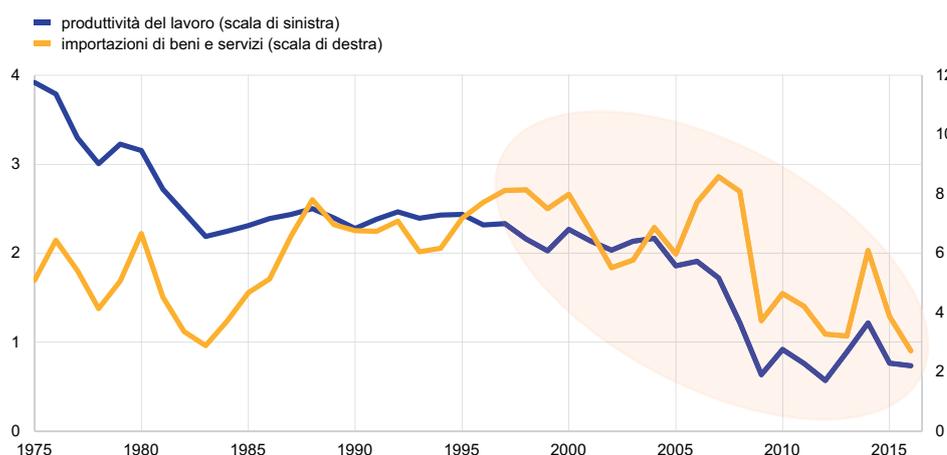
Nel contesto di una minore produttività e di una contrazione dell'interscambio a livello mondiale, il presente riquadro esamina il contributo del commercio alla crescita della produttività del lavoro sul medio termine nelle principali economie emergenti e avanzate. La teoria economica sostiene l'esistenza di una relazione positiva tra commercio e produttività, suggerendo che una partecipazione più ampia al commercio internazionale determini un miglioramento della produttività.

La crescita della produttività del lavoro e del commercio mondiale ha perso slancio a partire da fine anni '90. Tale rallentamento si è intensificato in misura significativa dopo l'inizio nel 2007 della crisi finanziaria mondiale. La produttività del lavoro, definita dal rapporto tra PIL in termini reali e numero dei lavoratori, ha subito un rallentamento nelle economie avanzate passando da tassi sostanzialmente stabili intorno al 2 per cento prima della crisi a percentuali inferiori a 1. Al contempo, il tasso di crescita delle importazioni dei paesi dell'OCSE è sceso da circa il 7 per cento dei due decenni antecedenti alla crisi finanziaria a meno del 3 per cento negli ultimi anni (cfr. grafico A).

Grafico A

Crescita della produttività del lavoro e del commercio nelle economie avanzate

(percentuali di medie mobili a 5 anni)



Fonti: elaborazioni della BCE, OCSE e The Conference Board 2016.

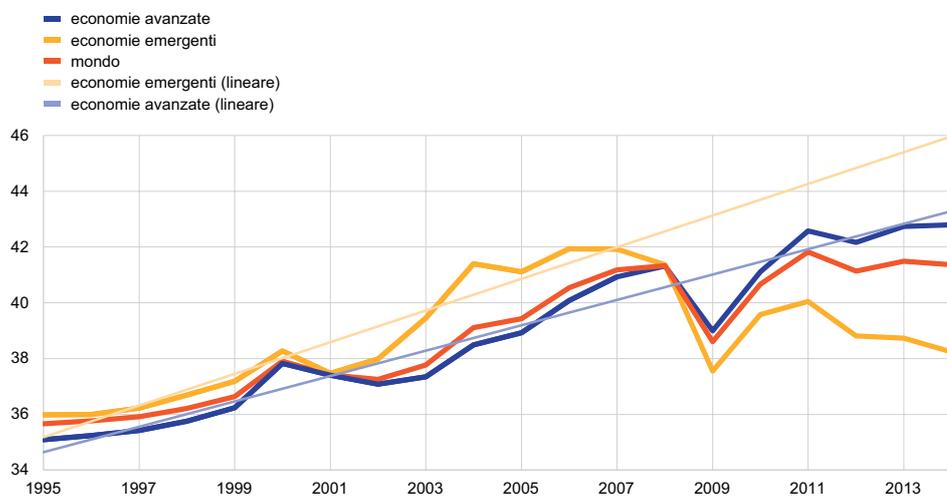
Nota: la produttività del lavoro è una media ponderata per le economie avanzate basata sulla parità di potere d'acquisto del PIL e si riferisce al prodotto per occupato.

Il recente stallo dell'espansione delle catene internazionali del valore (global value chains, GVC) ha rappresentato una caratteristica fondamentale del rallentamento del commercio mondiale. Negli ultimi anni, la quota di commercio mondiale legata alle GVC si è aggirata intorno al 41 per cento (cfr. grafico B).

Grafico B

Partecipazione alle catene internazionali del valore

(commercio legato alle catene internazionali del valore in percentuale del commercio mondiale)



Fonte: Borin, A. e Mancini, M., "Una scomposizione delle esportazioni bilaterali per cogliere il contenuto di valore aggiunto", *Temì di discussione*, n. 1026, Banca d'Italia, 2015.

Note: la partecipazione alle catene internazionali del valore è misurata come il contenuto di beni importati nelle esportazioni insieme alla quota delle esportazioni che è ulteriormente trasformata e riesportata dai partner commerciali. I dati sottostanti sono nominali; la misura è stata corretta per escludere il valore aggiunto del settore energetico, evitando così distorsioni nella rilevazione derivanti da variazioni dei corsi petroliferi.

Un'analisi più approfondita rivela importanti differenze tra i vari paesi. Se nelle economie avanzate la quota ha pressoché mantenuto la tendenza manifestata prima della crisi, nelle economie emergenti la frammentazione internazionale delle catene di approvvigionamento sembra aver subito una riduzione e persino una parziale inversione dopo la crisi finanziaria.

La teoria economica indica che commercio e produttività sono legati da una relazione positiva, poiché si ritiene che effettuare scambi commerciali promuova un incremento della produttività. Recenti modelli sul legame tra commercio e produttività si soffermano sull'effetto che il commercio esercita sulla concorrenza. Questa linea teorica sostiene che una più alta esposizione allo scambio di beni rafforza la concorrenza tra aziende eterogenee, inducendo una riallocazione delle risorse verso le imprese più produttive e costringendo le meno produttive a uscire dal mercato (cfr., tra gli altri, Melitz¹; Melitz e Ottaviano²). L'aumento della concorrenza proveniente dall'importazione dei prodotti spinge le aziende a investire nell'aggiornamento tecnologico, mentre la disponibilità di una più vasta gamma di input di produzione intermedi può ridurre i costi degli input per le imprese. Dal lato delle esportazioni, la possibilità di espansione su mercati (di esportazione) più ampi fornisce incentivi al miglioramento dell'efficienza o della qualità della produzione, imprimendo quindi slancio alla produttività all'interno delle aziende.

Data la maggiore disponibilità di dati sulla partecipazione alle GVC, un recente filone della letteratura analizza il legame tra produttività e interazioni

¹ Melitz, M., "The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity", *Econometrica*, vol. 71, n. 6, 2003, pagg. 1695-1725.

² Melitz, M. e Ottaviano, G., "Market size, trade, and productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 75, 2008, pagg. 295-316.

fra imprese entro le catene mondiali di approvvigionamento. Due meccanismi collegano l'aumento della produttività all'interazione tra le aziende nell'ambito delle catene mondiali di approvvigionamento. In primo luogo, esternalizzare parti della produzione a fornitori internazionali migliora l'efficienza, sotto forma di minori costi o qualità superiore, e accresce la produttività. In secondo luogo, l'ingresso nelle catene produttive internazionali comporta in genere trasferimenti di conoscenza, riducendo la distanza dalla frontiera tecnologica e incrementando quindi la produttività a livello di azienda. La letteratura sul legame tra la partecipazione alle GVC, il commercio e la produttività si è sviluppata solo in tempi recenti. Ad esempio, Schwörer³ utilizza dati europei per dimostrare che delocalizzare determinate attività può accrescere la produttività a livello di azienda. Constantinescu et al.⁴ osservano che la partecipazione alle catene internazionali del valore è associata a una più alta produttività del lavoro a livello mondiale.

Per analizzare i diversi canali di trasmissione tra la crescita del commercio e la crescita della produttività è impiegato un modello empirico. Il modello di base, in particolare, è una regressione longitudinale a effetti fissi che spiega la produttività del lavoro con una gamma di variabili del commercio che colgono i canali di importazione ed esportazione, includendo anche il commercio legato alle GVC. Sono state utilizzate due misure di GVC: una riflette il contenuto di beni importati nelle esportazioni (backward participation alle GVC), mentre l'altra aggiunge quelle esportazioni che sono ulteriormente trasformate e riesportate dai partner commerciali (forward participation alle GVC). Il campione di dati è annuo e comprende 13 settori manifatturieri in un insieme di 40 economie avanzate ed emergenti per il periodo 1996-2007. Seguendo Bernard, Jensen e Schott⁵, i dati sono divisi in trienni non sovrapposti, con la modifica delle variabili del commercio e delle GVC in un dato triennio a spiegare le variazioni della produttività nel triennio successivo⁶.

I risultati suggeriscono l'esistenza di una relazione positiva e rilevante tra la produttività e il commercio internazionale (in termini reali). Per il settore manifatturiero (al netto dell'industria legata al petrolio), la regressione nella colonna 1) della tavola A evidenzia un legame positivo fra i tassi di crescita sia delle esportazioni sia delle importazioni totali di beni e servizi, da un lato, e la crescita della produttività del lavoro dall'altro. Distinguendo il commercio tra beni finali e intermedi, i risultati mostrano che le importazioni reali di beni e servizi intermedi dominano l'impatto del commercio sulla produttività. Ciò suggerisce che i miglioramenti più significativi dell'efficienza derivanti dal commercio sono veicolati sia dalla maggiore concorrenza sul mercato interno sia dall'accesso a costi degli input più contenuti.

³ Schwörer, T., "Offshoring, domestic outsourcing and productivity: evidence for a number of European countries", *Review of World Economics*, vol. 149, 2013, pagg. 131-149.

⁴ Constantinescu, C., Mattoo, A. e Ruta, M., "Does vertical specialization increase productivity?", *Policy Research Working Paper*, n. 7978, Banca mondiale, 2017.

⁵ Bernard, A., Jensen, J. e Schott, P., "Trade costs, firms and productivity", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, 2006, pagg. 917-937.

⁶ Tale scelta di modellizzazione evita problemi di endogeneità e tiene conto della potenziale dimensione temporale necessaria al trasferimento della conoscenza e al prodursi degli effetti della concorrenza.

Tra le variabili relative al commercio, la determinate di maggior rilievo della produttività e, quindi, dell'attività è rappresentata dal commercio legato alle GVC. Se si distinguono le importazioni di beni intermedi tra quelle legate alle catene internazionali del valore e quelle da esse indipendenti, soltanto il commercio connesso a tali catene risulta statisticamente significativo per la produttività del lavoro. Ciò suggerirebbe che oltre ai positivi incrementi della produttività derivanti dal canale dei costi degli input, l'integrazione internazionale dei processi di produzione fornisce un'ulteriore fonte di crescita della produttività del lavoro, probabilmente attraverso gli effetti del trasferimento della conoscenza. A parità di condizioni, un aumento di 10 punti percentuali della crescita del commercio legato alle GVC determina un aumento di circa 0,5 punti percentuali in termini di crescita della produttività. I risultati sono analoghi, sotto il profilo qualitativo, sia per la backward che per la forward participation alle GVC.

Tavola

Risultati della regressione; settore manifatturiero (al netto del petrolifero)

(variabile dipendente: produttività del lavoro; tutte le variabili sono in differenze logaritmiche; tutte le variabili del commercio e delle GVC sono ritardate di un periodo)

	Tutti i paesi				Economie avanzate		BRIC	
	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)
Capitale/occupato	0,405***	0,404***	0,410***	0,411***	0,289***	0,291***	0,332***	0,326***
Esportazioni totali	0,052**							
Importazioni totali	0,007							
Esportazioni finali		-0,014						
Esportazioni intermedie		0,029						
Importazioni finali		-0,005	-0,004	-0,004	-0,026	-0,026	-0,072	-0,070
Importazioni intermedie		0,076*						
Importazioni intermedie non legate alle catene internazionali del valore			0,015	0,0151	0,025*	0,025*	0,0401	0,0393
Backward participation alle GVC			0,045**		0,041*		0,136*	
Forward participation alle GVC				0,054**		0,049*		0,152
Osservazioni	1032	1032	1012	1012	728	728	104	104
R2	0,450	0,453	0,459	0,460	0,467	0,468	0,468	0,468

Fonte: stime formulate dagli esperti della BCE.

Note: il periodo campione va dal 1996 al 2007 ed è suddiviso in quattro medie triennali. La regressione include effetti fissi al livello di paese-triennio per riflettere le differenze tecnologiche tra paesi e nel tempo. Gli effetti fissi al livello delle industrie sono stati esclusi dalla regressione perché non significativi. Tutte le variabili sono in termini reali. Gli asterischi indicano l'importanza statistica al livello del 10 per cento (un asterisco), del 5 per cento (due asterischi) e dell'1 per cento (tre asterischi) in base a errori standard robusti.

Tuttavia, l'importanza relativa per la produttività delle misure del commercio legato alle catene internazionali del valore è diversa tra le economie avanzate e le grandi economie emergenti. Nelle economie avanzate, la proxy più ampia per il commercio legato alle GVC (che include la forward participation) ha un impatto lievemente più pronunciato sulla produttività rispetto alla proxy più ristretta (backward participation) e ciò sarebbe giustificato dal rafforzamento del canale di apprendimento determinato dall'esportazione. Tra le principali economie emergenti (Brasile, Russia, India e Cina o BRIC), l'entità dei coefficienti stimati sulla misura della backward participation alle GVC è significativamente maggiore che nelle economie avanzate. Ciò suggerisce che in questi paesi la produttività beneficia

della backward participation in misura maggiore, mentre la proxy più ampia per il commercio legato alle GVC è ritenuta marginalmente irrilevante.

Nel complesso, l'analisi suggerisce che il commercio mondiale e, in particolare, la partecipazione alle GVC esercitino un impatto significativo sulla produttività del lavoro nel medio periodo. Un ulteriore indebolimento del commercio mondiale, ad esempio mediante un più ampio ricorso a misure protezionistiche, potrebbe pertanto comportare costi significativi sotto il profilo economico in termini di una minore crescita della produttività del lavoro.

La ricalibrazione del programma di acquisto di attività della BCE

Nella riunione del 26 ottobre 2017 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ricalibrare il programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Il Consiglio direttivo ha confermato che gli acquisti nell'ambito del PAA verranno condotti all'attuale ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2017 e che, a partire da gennaio 2018, gli acquisti netti di attività dovrebbero proseguire a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino a settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. In linea con le comunicazioni recenti, il Consiglio direttivo ha ribadito di essere pronto a incrementare il PAA in termini di entità degli acquisti e/o di durata del programma in caso di prospettive meno favorevoli o di condizioni finanziarie incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione. Il Consiglio direttivo ha altresì confermato che l'Eurosistema reinvestirebbe il capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e in ogni caso finché sarà necessario, nell'ottica di contribuire sia a condizioni di liquidità favorevoli, sia al mantenimento di un orientamento di politica monetaria adeguato. Il presente riquadro spiega le motivazioni che hanno portato alla decisione del Consiglio direttivo di ricalibrare il PAA e illustra i principali canali di trasmissione del programma.

Perché ricalibrare il PAA

Nel gennaio del 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di dare avvio al PAA per far fronte ai rischi connessi con il periodo troppo prolungato di bassa inflazione. Tra marzo 2015 e marzo 2016 l'Eurosistema ha acquistato titoli del settore pubblico e del settore privato per 60 miliardi di euro al mese. Al fine di accelerare il ritorno dei tassi di inflazione su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, da aprile 2016 fino a marzo 2017 gli acquisti mensili sono stati portati a 80 miliardi di euro. Nel dicembre del 2016 il Consiglio direttivo ha annunciato una ricalibrazione del PAA che estendeva gli acquisti netti fino a dicembre 2017 a un ritmo mensile ridotto pari a 60 miliardi di euro. In seguito alla decisione adottata il 26 ottobre 2017 il ritmo mensile verrà ulteriormente ridotto a 30 miliardi di euro a partire da gennaio 2018, e gli acquisti netti verranno effettuati fino a settembre 2018.

La ricalibrazione del PAA riflette la crescente fiducia nella graduale convergenza dei tassi di inflazione verso l'obiettivo della BCE, sostenuta dall'espansione economica sempre più robusta e generalizzata, da un rialzo nelle stime dell'inflazione di fondo e dal perdurare dell'efficace trasmissione delle misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo alle condizioni di finanziamento dell'economia reale. Gli indicatori economici segnalano il protrarsi della dinamica espansiva nella seconda metà del 2017. Ci si attende che la generalizzata ripresa mondiale sostenga le esportazioni dell'area dell'euro nel periodo a venire. I consumi privati sono sospinti dalla crescita dell'occupazione, che a sua volta beneficia

in parte delle intervenute riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. La ripresa congiunturale degli investimenti continua a essere sostenuta da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività delle imprese. Se da un lato ulteriori riscontri indicano che le stime dell'inflazione di fondo hanno registrato una ripresa, dall'altro esse devono ancora mostrare segnali più convincenti di una durevole tendenza al rialzo. Nel complesso, un grado molto elevato di accomodamento monetario è ancora necessario per consentire l'accumularsi graduale di spinte inflazionistiche a sostegno della dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo, coerentemente con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE.

L'entità e la durata degli acquisti di attività sono calibrate in modo da produrre diverse configurazioni di rendimenti e quindi, indirettamente, realizzare condizioni finanziarie coerenti con l'obiettivo di inflazione della BCE. Tenendo conto dell'aggiustamento endogeno dell'insieme delle condizioni di mercato (inclusi tassi sui prestiti bancari, obbligazioni societarie, mutui e tasso di cambio dell'euro) la calibrazione del PAA mira a fornire la necessaria quantità di stimolo all'economia per sostenere la dinamica dell'inflazione coerentemente con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE.

I canali di trasmissione del PAA

Il livello e la pendenza della curva dei rendimenti possono essere influenzati agendo su due componenti dei tassi di interesse a lungo termine, vale a dire le aspettative e il premio a termine. La prima componente rispecchia le aspettative del mercato sull'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine, che sono influenzati in maniera più diretta dai tassi di riferimento. Il premio a termine rispecchia i rendimenti aggiuntivi che un investitore riceve quale compensazione per l'esposizione al rischio di durata finanziaria, ovvero le potenziali perdite di portafoglio che potrebbero originarsi da obbligazioni con una lunga vita residua se i tassi di interesse salissero inaspettatamente.

Acquistando obbligazioni a lunga scadenza, l'Eurosistema assorbe parte del rischio di durata finanziaria che altrimenti ricadrebbe sugli investitori privati. La BCE può influenzare il premio a termine e, più in generale, la curva dei rendimenti annunciando che, nell'ambito del PAA, acquisterà una certa quantità di obbligazioni a lungo termine su un determinato orizzonte temporale, facendo quindi venir meno una parte del rischio di durata finanziaria che altrimenti graverebbe sul mercato. Comprando il premio a termine, il PAA esercita una pressione sui tassi di interesse a più lungo termine in modo da rendere l'indebitamento a lungo termine meno oneroso e, così facendo, sostiene gli investimenti e il consumo di beni durevoli. Con una minore quantità complessiva di obbligazioni a lunga scadenza da detenere, gli investitori privati hanno maggiore disponibilità in bilancio per coprirsi dal rischio di durata finanziaria che residua sul mercato, nonché maggiore capacità di assumere rischi e spostare i propri fondi verso altri investimenti, fra cui l'acquisizione e il finanziamento di capitale produttivo. Tale meccanismo di ribilanciamento dei portafogli, derivante da una riduzione della durata finanziaria per il tramite di

interventi quantitativi, è fondamentale per trasmettere un orientamento accomodante all'intera economia.

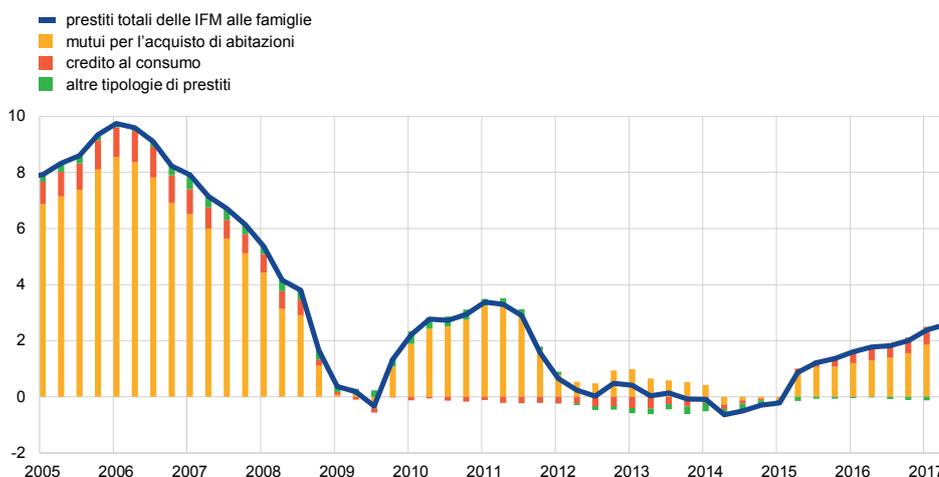
Nel complesso, la decisione del Consiglio direttivo rispecchia la valutazione per cui un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione deve ancora concretizzarsi appieno. Tale valutazione si basa su un'analisi delle più recenti dinamiche dell'inflazione alla luce di quattro criteri: primo, che l'inflazione complessiva evolverà verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, su un orizzonte significativo di medio termine; secondo, che c'è sufficiente fiducia nel fatto che la convergenza si dimostrerà durevole e l'inflazione si stabilizzerà sui livelli menzionati; terzo, che gli andamenti dell'inflazione saranno in grado di autoalimentarsi, vale a dire che la traiettoria perdurerà nonostante il sostegno più contenuto in termini di politica monetaria. Infine, la metrica utilizzata è l'inflazione dell'area dell'euro e non i tassi di inflazione individuali dei singoli paesi. L'espansione economica in atto rassicura sul fatto che l'inflazione convergerà gradualmente verso l'obiettivo della BCE, ma occorre pazienza. La ricalibrazione del PAA rispecchia il fatto che, nonostante la riduzione del ritmo mensile degli acquisti, 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 credito al consumo consolida il percorso di crescita. Negli ultimi mesi, il tasso di crescita annuale dei prestiti totali concessi alle famiglie dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) si è rafforzato ulteriormente nell'area dell'euro, proseguendo la graduale ripresa osservata a partire dal 2014 (cfr. grafico A). Nel dettaglio delle specifiche tipologie di prestiti, i mutui per l'acquisto di abitazioni apportano di gran lunga il contributo più significativo alla crescita complessiva dei prestiti alle famiglie. Risulta inoltre evidente come il credito al consumo abbia registrato una ripresa particolarmente rapida negli ultimi due anni, avendo quasi raggiunto il livello di crescita osservato prima della crisi finanziaria globale. Tuttavia, il contributo apportato dal credito al consumo alla crescita complessiva dei prestiti alle famiglie rimane contenuto e inferiore ai livelli pre-crisi, principalmente a causa di due fattori: a) il credito al consumo costituisce una quota relativamente modesta dei prestiti totali alle famiglie, e b) i mutui per l'acquisto di abitazioni, che costituiscono il 75 per cento dei prestiti totali concessi alle famiglie dalle IFM, hanno continuato ad aumentare negli ultimi anni.

Grafico A

Prestiti delle IFM alle famiglie (in base alle finalità) nell'area dell'euro

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



Fonte: BCE

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2017. I dati precedenti al 2015 non sono corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni.

L'aumento dei volumi di credito al consumo sostiene la domanda di beni durevoli da parte delle famiglie.

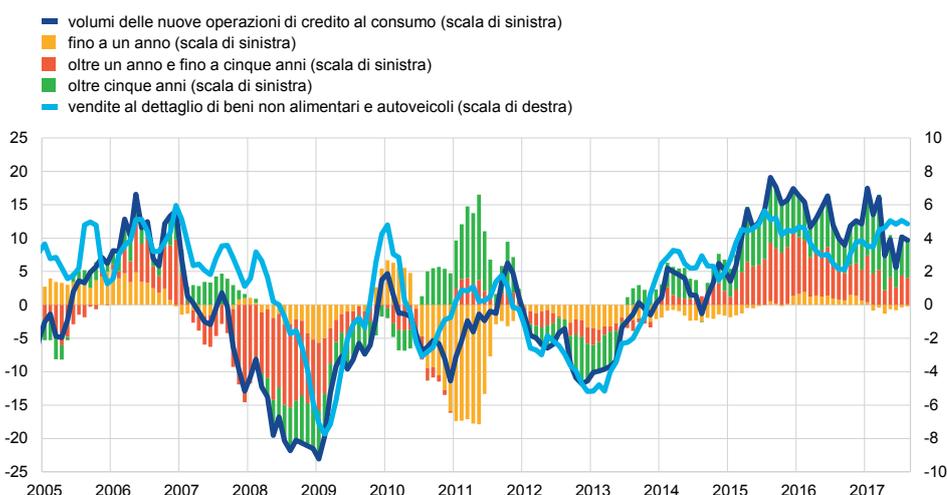
Il rafforzamento del credito al consumo è riconducibile a nuovi prestiti di medio e lungo termine (cfr. grafico B), che superano ampiamente il volume dei prestiti in scadenza dello stesso tipo. Il credito al consumo viene principalmente utilizzato per finanziare l'acquisto di articoli dal prezzo considerevole come mobili, elettrodomestici e autoveicoli. La crescente domanda di tali prodotti, e del credito al consumo per finanziarne l'acquisto, è stata sostenuta da una rinnovata fiducia delle famiglie in seguito a una ripresa economica generalizzata e al miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, nonché ai livelli molto

contenuti dei tassi bancari sui prestiti (sui minimi storici). Queste dinamiche sono state sostenute dalle accomodanti misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria della BCE che, in associazione alla ripresa economica, hanno notevolmente ridotto il rischio di credito dei prenditori, contribuendo in tal modo alla crescita dell'offerta di credito e all'allentamento dei criteri di erogazione dello stesso.

Grafico B

Volumi delle nuove operazioni di credito al consumo e vendite al dettaglio nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017. Il tasso di crescita delle vendite al dettaglio dei beni non alimentari e degli autoveicoli è rappresentato da una media ponderata del tasso di crescita delle vendite nominali al dettaglio di beni non alimentari (a eccezione del carburante) e del tasso di crescita di un indice delle vendite di autoveicoli basato sulle immatricolazioni, corretta per l'indice dei prezzi rilevante. La ponderazione si basa sulle quote relative di tali prodotti nei consumi privati.

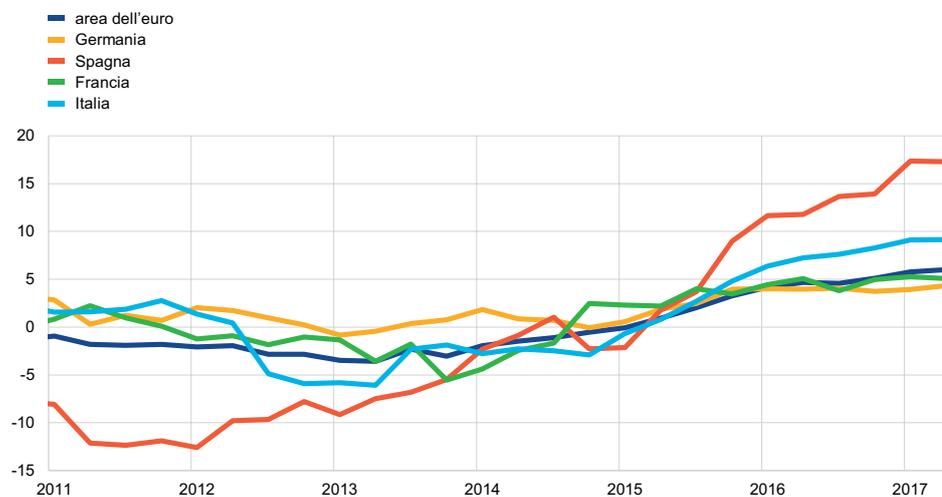
Il rafforzamento del credito al consumo interessa tutti i paesi dell'area dell'euro, sebbene i tassi di crescita nei singoli paesi mostrino differenze sostanziali.

A partire dalla metà del 2015, il credito al consumo ha svolto un ruolo chiave nel sostenere la ripresa dei prestiti totali alle famiglie da parte delle IFM in Spagna e, in misura minore, in Italia. In Spagna il credito al consumo cresce con tassi di incremento a due cifre (cfr. grafico C). Queste vigorose dinamiche di crescita, tuttavia, devono essere considerate insieme alla forte e protratta flessione del credito bancario verificatasi nell'area dell'euro durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano. Il credito al consumo in Spagna è l'unica componente dei prestiti al settore privato che evidenzia un tasso di crescita annuale positivo. In Italia, il credito al consumo contribuisce a formare metà della crescita annuale dei prestiti totali delle IFM alle famiglie. Per contro, i tassi di crescita tendenziale del credito al consumo rimangono relativamente moderati in Germania e in Francia.

Grafico C

Il credito al consumo in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



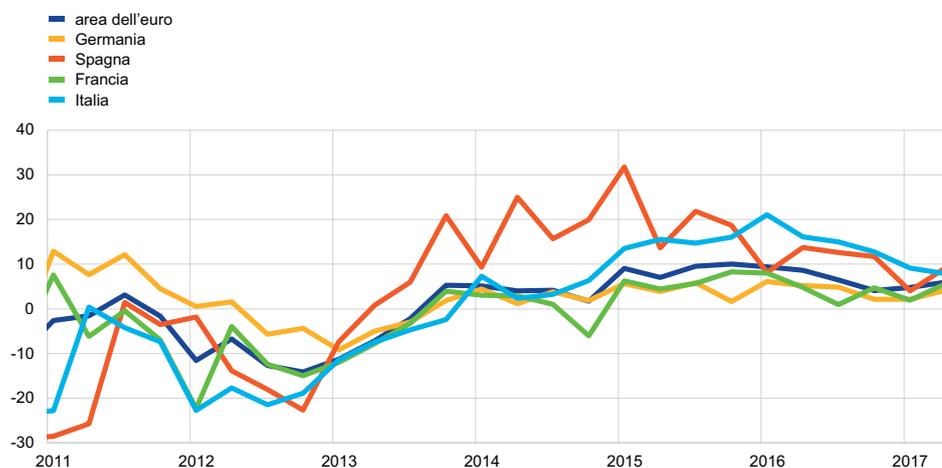
Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2017. I dati precedenti al 2015 non sono corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni.

Grafico D

Immatricolazioni di nuove autovetture in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

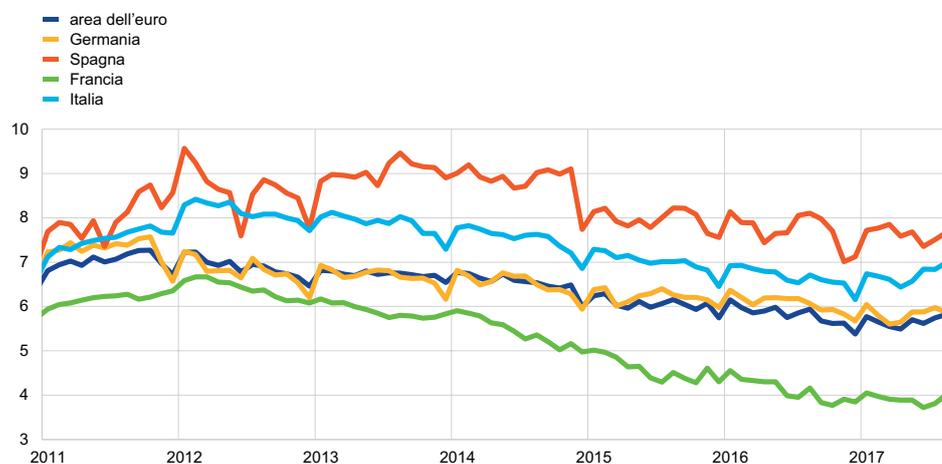
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2017.

L'eterogeneità nelle dinamiche del credito al consumo tra i vari paesi è sostanzialmente coerente con i recenti andamenti degli acquisti di nuove autovetture e con l'evoluzione delle condizioni di finanziamento. In Spagna e in Italia le immatricolazioni di nuove autovetture sono cresciute notevolmente negli ultimi anni (cfr. grafico D), in coincidenza con la ripresa del credito al consumo a inizio del 2015 e con il suo marcato rafforzamento negli anni successivi. Inoltre, negli ultimi tre anni sono scesi i tassi bancari nominali sui prestiti relativi al credito al consumo, soprattutto in Francia e in Spagna (cfr. grafico E). A partire dalla metà

Grafico E

Tassi bancari nominali sui prestiti per il credito al consumo in alcuni paesi dell'area dell'euro

(livelli del tasso di interesse in valori percentuali annui)



Fonte: BCE.

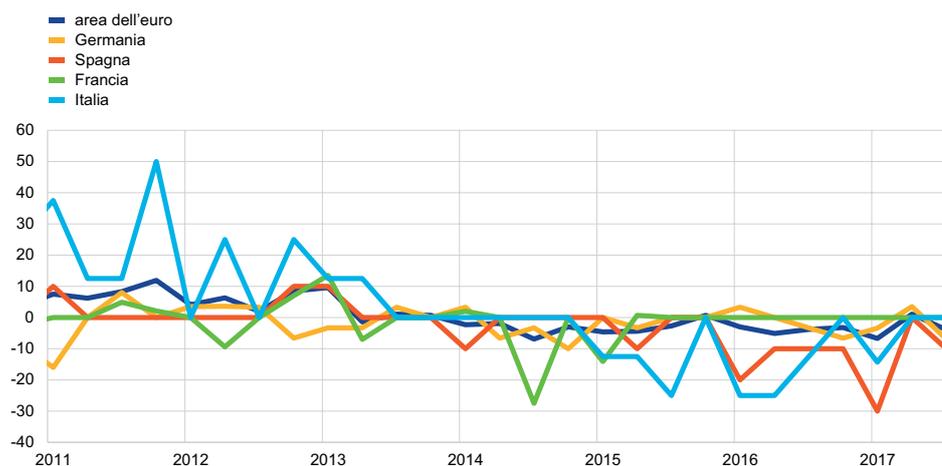
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017.

del 2015, i criteri di erogazione applicati al credito al consumo hanno subito un allentamento per lo più in Spagna e in Italia (cfr. grafico F), dove si era registrato un significativo inasprimento a seguito dello scoppio della crisi finanziaria e con il deterioramento dei bilanci delle banche e della capacità di servizio del debito da parte delle famiglie.

Grafico F

Variazioni dei criteri di erogazione dei prestiti per il credito al consumo in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuale netta di banche che segnalano un inasprimento delle condizioni di erogazione del credito)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre 2017 e sono ricavate dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (pubblicata a ottobre 2017).

Articolo

1 La crescita e il riequilibrio dell'economia cinese e le implicazioni per l'economia mondiale e dell'area dell'euro

Dopo quattro decenni di risultati straordinari, l'espansione economica della Cina ha cominciato a rallentare, mentre si sono accentuati gli squilibri all'interno del sistema economico. La rapidità degli investimenti e il crescente indebitamento hanno creato vulnerabilità in diversi settori. Tali rischi sono stati amplificati da un'accresciuta complessità e da maggiori livelli di indebitamento nel sistema finanziario. La Cina dispone ancora di margini di manovra per assorbire potenziali shock avversi; ciononostante, un ulteriore riequilibrio e ulteriori riforme strutturali potrebbero agevolare una transizione della sua economia verso un percorso di crescita robusta e sostenibile nel medio termine. Le dimensioni, l'apertura commerciale e la posizione dominante della Cina quale paese consumatore di materie prime fanno sì che tale transizione sia determinante per le prospettive mondiali. In confronto al ruolo che ricopre nel mercato mondiale dei beni e delle materie prime, l'integrazione della Cina nei mercati finanziari internazionali è considerevolmente inferiore, seppur crescente. L'analisi basata sulle simulazioni svolte ricorrendo a modelli macroeconomici globali suggerisce che gli effetti di propagazione verso l'area dell'euro sarebbero limitati nel caso di un rallentamento modesto della crescita del PIL, ma significativi nel caso di un brusco aggiustamento. Tuttavia, l'analisi di sensibilità sottolinea che gli effetti di propagazione dipendono dalla forza dei vari canali di trasmissione, nonché dalle risposte date da banche centrali e governi in termini di politiche.

1 Introduzione

L'ascesa della Cina è stata uno degli emblemi del successo economico degli ultimi quattro decenni a livello mondiale. Il prodotto è cresciuto in media a un tasso annuo prossimo al 10 per cento dal 1980. La Cina è diventata la seconda maggiore economia mondiale e la più importante sotto il profilo degli scambi commerciali, riuscendo nell'ambito di tale evoluzione ad accrescere il tenore di vita e a ridurre la povertà.

Gli straordinari risultati economici ottenuti dalla Cina si basano su una combinazione di forti incrementi di produttività e accumulazione di fattori.

Una dotazione di capitale inizialmente scarsa ed elevati rendimenti del capitale impiegato hanno fornito alle imprese forti incentivi a investire¹. Riforme radicali, quali lo sviluppo dell'iniziativa nel settore privato negli anni '80, la riforma delle imprese

¹ Per una trattazione delle elevate spese in conto capitale in Cina, cfr. Bai, C.-E., Hsieh, C.-T. e Qian, Y., "The Return to Capital in China", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 37(2), 2006, pagg. 61-102; Knight, J. e Ding, S., "Why Does China Invest So Much?", *Asian Economic Papers*, vol. 9(3), 2010, pagg. 87-117; e *OECD Economic Surveys: China 2013*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

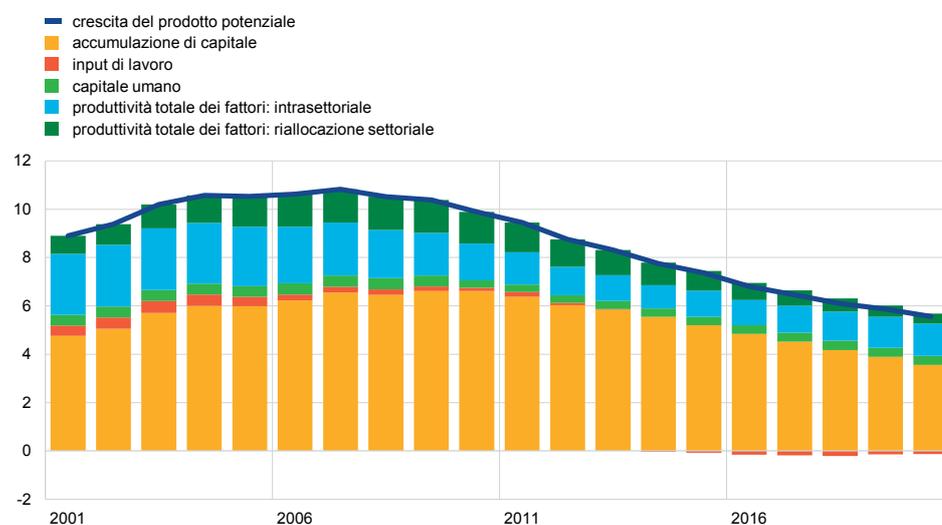
pubbliche negli anni '90 e l'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001 hanno apportato notevoli incrementi di produttività. L'industrializzazione ha inoltre beneficiato di un'ampia offerta di manodopera dovuta alla rapida crescita demografica della Cina e alla dislocazione di lavoratori dalle aree rurali nei moderni settori manifatturieri. Tale combinazione di incrementi di produttività e accumulazione di fattori ha permesso un rapido recupero e una rapida convergenza verso livelli di reddito più elevati.

Tuttavia la Cina deve affrontare con sempre maggiore urgenza due sfide tra loro collegate: il rallentamento della crescita e i crescenti squilibri. Dopo essersi attestata a un tasso superiore al 14 per cento nel 2007, la crescita del PIL è scesa al 7 per cento circa lo scorso anno. Tale rallentamento è stato in gran parte strutturale in quanto i fattori positivi che hanno sostenuto la rapida convergenza della Cina stanno gradualmente diminuendo. Secondo la letteratura, la crescita potenziale è scesa al 7-8 per cento negli ultimi anni (grafico 1) rispetto a una media di circa il 10 per cento negli anni '90 e 2000². Il rallentamento della crescita della produttività e il calo dei rendimenti fanno sì che la Cina debba confrontarsi con i limiti del suo modello di crescita tradizionale. Per assicurarsi prospettive favorevoli nel medio termine,

Grafico 1

Crescita del prodotto potenziale in Cina

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



Fonti: OCSE, Nazioni Unite, autorità nazionali e Penn World Tables.

Note: le stime della crescita potenziale e i contributi sono derivati da una funzione di produzione Cobb-Douglas. I contributi della riallocazione settoriale alla crescita della produttività totale dei fattori sono tratti da Albert, M., Jude, C. e Rebillard, C. (2015). Proiezioni per gli anni successivi al 2016.

² Per una trattazione delle stime della crescita potenziale, cfr. Alberola, E., Estrada, A. e Santabàrbara, D., "Growth beyond imbalances: sustainable growth rates and output gap reassessment", *Banco de España Working Paper*, n. 1313, 2013; Bailliu, J., Kruger, M., Toktamyssov, A. e Welbourn, W., "How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030", *Staff Working Paper*, n. 16-15, Bank of Canada, 2016; Albert, M., Jude, C. e Rebillard, C., "The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth – Implications for Potential Growth in China", *Banque de France Working Paper*, n. 572, 2015; Maliszewski, W. e Zhang, L., "China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?", *IMF Working Paper*, n. 15/113, Fondo monetario internazionale (FMI), 2015; Anand, R., Cheng, K. C., Rehman, S. e Zhang, L., "Potential Growth in Emerging Asia", *IMF Working Paper*, n. 14/02, Fondo monetario internazionale, 2014; e *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report n. 14/235, Fondo monetario internazionale, 2014.

la Cina deve realizzare delle riforme e identificare nuove fonti di crescita³. Tuttavia, la sfida della transizione da una condizione di reddito medio a una di reddito elevato è amplificata da crescenti squilibri. In particolare, nell'ultimo decennio la Cina ha fatto ampiamente ricorso a investimenti e credito per incrementare la crescita e gli squilibri menzionati rappresentano sempre più dei rischi per le prospettive future.

Questo articolo valuta le prospettive dell'economia cinese. Le due sezioni seguenti illustrano gli squilibri che attualmente caratterizzano il modello di crescita della Cina e le prospettive di cambiamento e riforma. La quarta sezione analizza le implicazioni dei cambiamenti economici verificatisi in Cina per il resto dell'economia mondiale e per l'economia dell'area dell'euro.

2 Gli squilibri della Cina

Benché gli squilibri che contraddistinguono la struttura economica della Cina siano da tempo un tema rilevante nel dibattito di policy internazionale, negli ultimi anni la natura di tali squilibri è cambiata. Dinanzi alla riduzione della domanda estera e al rallentamento della crescita sulla scia della crisi finanziaria mondiale, il governo cinese ha reagito incrementando gli investimenti nazionali. La maggior debolezza del contesto internazionale, unitamente all'impennata degli investimenti, ha comportato una sostanziale correzione degli squilibri esterni della Cina, in particolare dell'avanzo delle partite correnti, che aveva raggiunto il livello massimo nel 2007, pari a quasi il 10 per cento del PIL. Tale correzione è stata tuttavia possibile a costo di crescenti sbilanciamenti nella struttura economica nazionale, segnatamente una forte dipendenza dagli investimenti, un crescente indebitamento e maggiori rischi per il settore finanziario.

Tanto gli ampi squilibri esterni verificatisi in passato quanto quelli attuali nella domanda interna sono riconducibili al tasso di risparmio eccezionalmente elevato della Cina. Il risparmio nazionale lordo nel 2016 rappresentava il 46 per cento del PIL, uno dei tassi di risparmio più elevati a livello mondiale⁴. Ciò riflette diversi fattori, tra cui tendenze demografiche, politiche sociali che hanno limitato l'erogazione di prestazioni assistenziali e sanitarie e l'elevata disuguaglianza reddituale e patrimoniale. I bassi tassi sui depositi e i vincoli ai movimenti di capitale che gravano sui rendimenti degli investimenti delle famiglie incidono negativamente sul tasso di risparmio. In alcuni settori il risk pricing e l'allocatione del capitale sono stati distorti, rendendo quindi possibili ingenti investimenti nazionali e l'accumulazione del debito. Conseguentemente, per quanto la struttura degli squilibri macroeconomici della Cina si sia evoluta, le cause sottostanti sono simili.

Questa sezione esamina la recente evoluzione degli squilibri esistenti in Cina e i rischi che essi presentano per le prospettive economiche. La sezione 2.1 descrive

³ Zilibotti definisce questo cambiamento come una transizione da un modello di crescita estensiva a una crescita indotta dall'innovazione. Cfr. Zilibotti, F., "China at a Turning Point: The Difficult Transition from Investment-Led to Innovation-Led Growth", discorso tenuto alla conferenza annuale della Chinese Economic Association, a Duisburg, il 1° settembre 2016.

⁴ Per una trattazione del tasso di risparmio in Cina, cfr. Ma, G. e Wang, Y., "China's high saving rate: myth and reality", *BIS Working Paper*, n. 312, giugno 2010; e *People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation: Selected Issues*, Fondo monetario internazionale, 2017.

la forte dipendenza della Cina dagli investimenti e dal credito quali determinanti della crescita e le vulnerabilità che tale dipendenza ha generato. La sezione 2.2 mostra come la crescente complessità del sistema finanziario potrebbe rendere l'economia più soggetta a crisi nazionali.

2.1 Forte dipendenza da investimenti e credito

Gli investimenti sono stati particolarmente intensi in Cina dalla fine degli

anni '80. La percentuale degli investimenti in rapporto al PIL è progressivamente aumentata dal 30 per cento negli anni '80 a oltre il 45 per cento in media dopo il 2009. Da un certo punto di vista, gli elevati tassi di investimento hanno riflesso la rapida crescita economica e la scarsa dotazione di capitale iniziale. Tuttavia, mentre diversi paesi asiatici in passato hanno adottato strategie di sviluppo simili basate su una rapida accumulazione di capitale, la maggior parte di questi paesi hanno in genere registrato tassi di investimento considerevolmente inferiori all'attuale quota della Cina (grafico 2). Più recentemente si è assistito a un graduale, per quanto lento, riequilibrio dagli investimenti verso i consumi. Il rapporto tra investimenti e PIL è sceso dai livelli massimi raggiunti nel 2011, ma resta elevato rispetto agli standard internazionali. Inoltre, il rapporto tra stock di capitale e prodotto ha continuato ad aumentare e tale aumento è stato accompagnato da una diminuzione dei rendimenti marginali del capitale e dell'impulso dato dagli investimenti alla crescita economica.

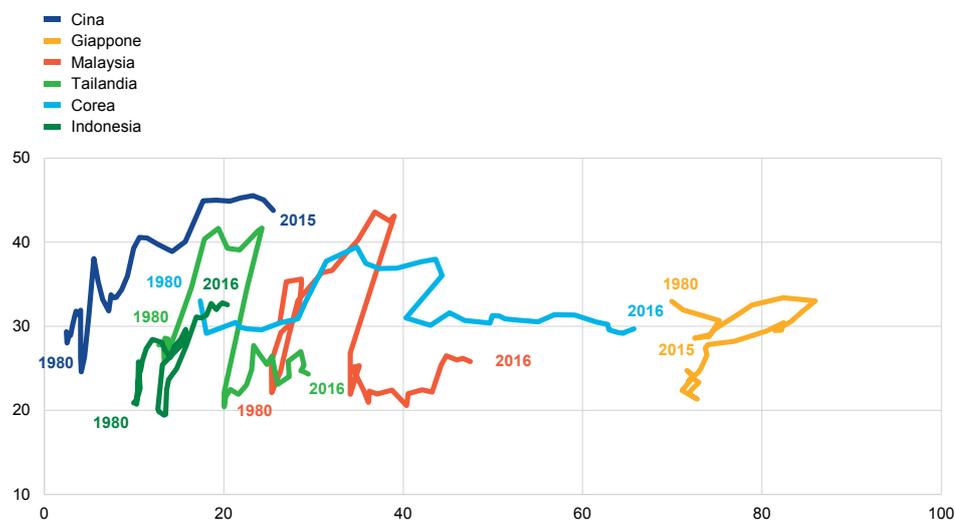
Gli elevati tassi di investimento sono stati inoltre accompagnati da una brusca

crescita dell'indebitamento. L'impennata del credito è iniziata nel 2009 quando, di fronte al calo dei profitti delle imprese e dei risparmi, le autorità cercarono di sostenere elevati investimenti. Tale aumento è in gran parte costituito da debito societario. Benché il debito delle famiglie resti più modesto, i prestiti alle famiglie,

Grafico 2

Investimenti rispetto allo stadio di sviluppo

(asse delle ordinate: investimenti reali in percentuale del PIL; asse delle ascisse: PIL pro capite a parità di potere d'acquisto (PPA), dollari USA)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI e Banca mondiale.

Nota: per ciascun paese, il PIL pro capite è in percentuale del PIL USA rispettivamente a ciascun punto dell'arco temporale rappresentato.

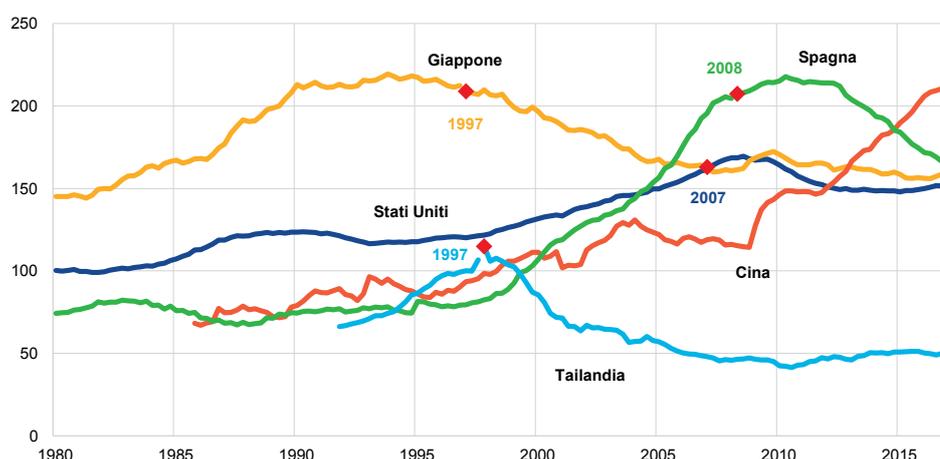
in particolare i prestiti ipotecari, sono aumentati sensibilmente negli ultimi due anni. Più recentemente la crescita del credito è rallentata, ma resta comunque più elevata della crescita del PIL nominale.

Sia il livello che il tasso di crescita del debito sono eccezionali per un paese allo stadio di sviluppo della Cina. Il debito del settore privato non finanziario, che attualmente si attesta al 211 per cento del PIL, è elevato rispetto ad altre economie emergenti (EME) e analogo ai livelli riscontrati in altre economie avanzate. La rapida crescita del credito ha spesso anticipato l'insorgere di una crisi finanziaria (grafico 3). Anche in paesi in cui la crisi non ha raggiunto la sua piena forza d'urto, la crescita nella fase successiva a una forte espansione tende a risentire di un marcato calo dopo la fine del boom del credito⁵.

Grafico 3

Rapporto credito/PIL in alcune economie

(in percentuale del PIL)



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.

Note: credito ai settori privati non finanziari a valore di mercato in percentuale del PIL. I rombi rossi indicano gli anni di crisi secondo Laeven, L. e Valencia, F., "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper, n. 12/163, 2013.

Rapidi investimenti e un crescente indebitamento hanno creato vulnerabilità in numerosi settori dell'economia cinese. I rischi interessano l'intero settore societario, le aziende pubbliche, le amministrazioni locali e il mercato immobiliare.

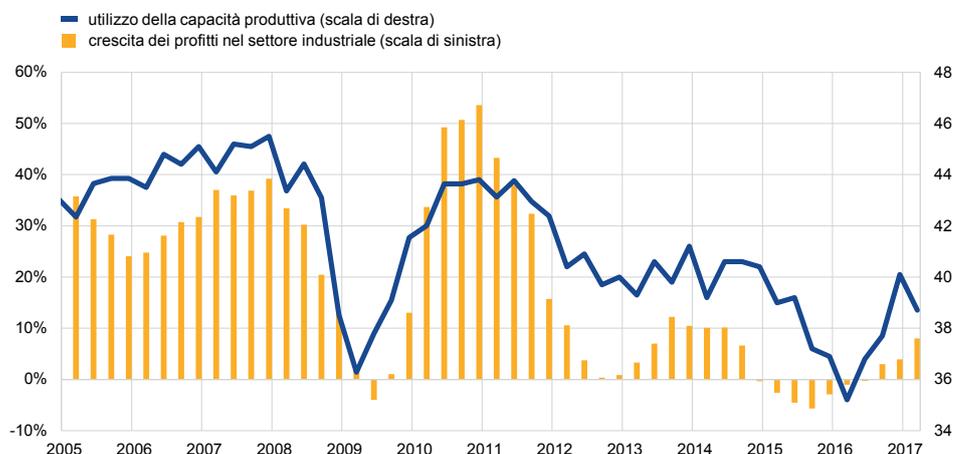
Nel settore societario la crescente leva finanziaria e l'espansione della capacità produttiva hanno indebolito bilanci e redditività. Dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, la capacità produttiva ha conosciuto una rapida crescita in diversi settori industriali ben prima che si manifestasse una domanda da parte del mercato. Malgrado un modesto rialzo negli ultimi mesi, le indagini indicano che i tassi di utilizzo della capacità produttiva tra i vari settori restano inferiori ai livelli precedenti la crisi (grafico 4). L'eccesso di capacità produttiva è stato particolarmente problematico in alcuni settori dell'industria pesante come quello siderurgico, dell'alluminio,

⁵ Cfr. Beck, R., Georgiadis, G. e Straub, R., "The finance and growth nexus revisited", *Economics Letters*, vol. 124(3), 2014, pagg. 382-385, in cui viene discussa la tesi secondo la quale oltre una certa soglia di indebitamento aggregato gli effetti di una ulteriore intermediazione finanziaria sulla crescita possono diminuire o persino divenire negativi.

Grafico 4

Utilizzo della capacità produttiva e crescita dei profitti nel settore industriale

(scala di sinistra: percentuali; scala di destra: indice di diffusione)



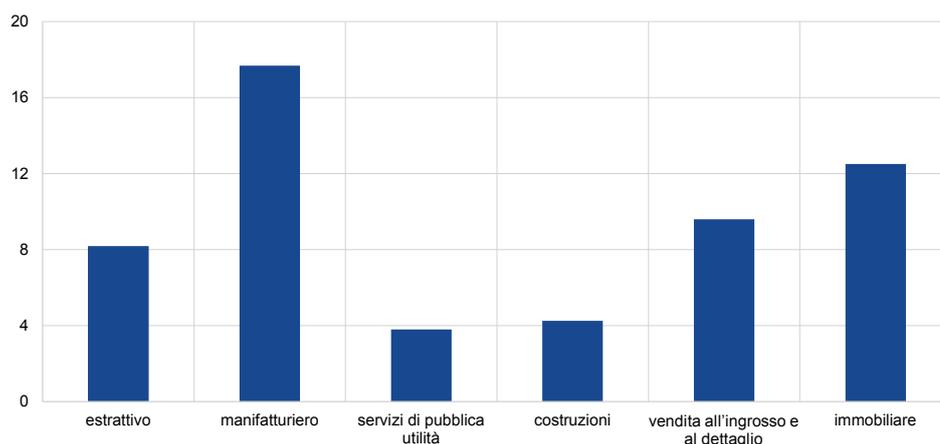
Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

del cemento, del vetro piano e delle costruzioni navali⁶. Tale eccesso ha inoltre avuto ripercussioni sulla redditività delle imprese: la crescita dei profitti nel settore industriale è stata debole negli ultimi anni. Dall'analisi di dati disponibili a livello delle imprese emerge che vi è una percentuale significativa di aziende quotate i cui profitti non sono sufficienti a coprire i pagamenti per interessi (grafico 5).

Grafico 5

Percentuale di debito a rischio per settore

(percentuale di aziende quotate con un indice di copertura degli interessi inferiore a 1 in ogni settore)



Fonti: Wind Economic Database ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati risalenti al giugno 2016 e relativi a singole aziende quotate. Per indice di copertura degli interessi si intende il rapporto tra utili al lordo di interessi e imposte (EBIT) e spese per interessi, come calcolati nel Wind Economic Database.

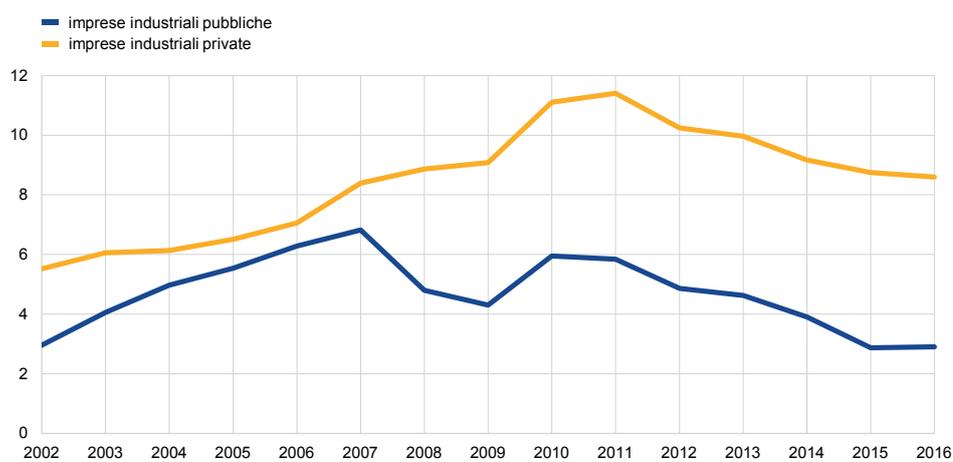
Le vulnerabilità nel settore societario sono state determinate in particolare dalle imprese pubbliche. Grazie all'accesso preferenziale al credito e alle garanzie

⁶ Cfr. *Overcapacity in China: An Impediment to the Party's Reform Agenda*, European Union Chamber of Commerce in China, 2016.

pubbliche implicite, le imprese pubbliche sono state una delle determinanti principali dell'aumento della leva finanziaria e degli investimenti negli ultimi anni. Sulla scia della crisi finanziaria mondiale, gli elevati investimenti realizzati dalle aziende pubbliche hanno avuto un significativo effetto anticiclico a fronte della caduta della domanda mondiale⁷. Ne è tuttavia conseguita una diminuzione della redditività, accompagnata da un calo del rendimento delle attività delle imprese pubbliche nel settore industriale a livelli ben inferiori a quelli delle loro omologhe nel settore privato (grafico 6).

Grafico 6
Rendimento delle attività (indice ROA)

(valori percentuali)



Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Anche il settore statale ha svolto un ruolo importante attraverso il rapido potenziamento delle infrastrutture realizzato dalle amministrazioni locali. Una larga parte degli investimenti effettuati sin dall'inizio della crisi finanziaria mondiale ha riguardato le infrastrutture ed è stata realizzata in prevalenza dalle amministrazioni locali, che non possono avere disavanzi di bilancio. Al fine di raggiungere ambiziosi obiettivi di crescita, esse hanno fatto ricorso a vendite di terreni e finanziamenti fuori bilancio attraverso veicoli finanziari delle stesse amministrazioni locali, che si avvalevano di emissioni obbligazionarie e prestiti bancari. La contabilizzazione di tali modalità di finanziamento nel calcolo del "disavanzo esteso" sembra indicare che negli ultimi anni lo stimolo fornito dalle amministrazioni pubbliche è stato significativamente maggiore rispetto a quello indicato dai dati ufficiali sul disavanzo (grafico 7).

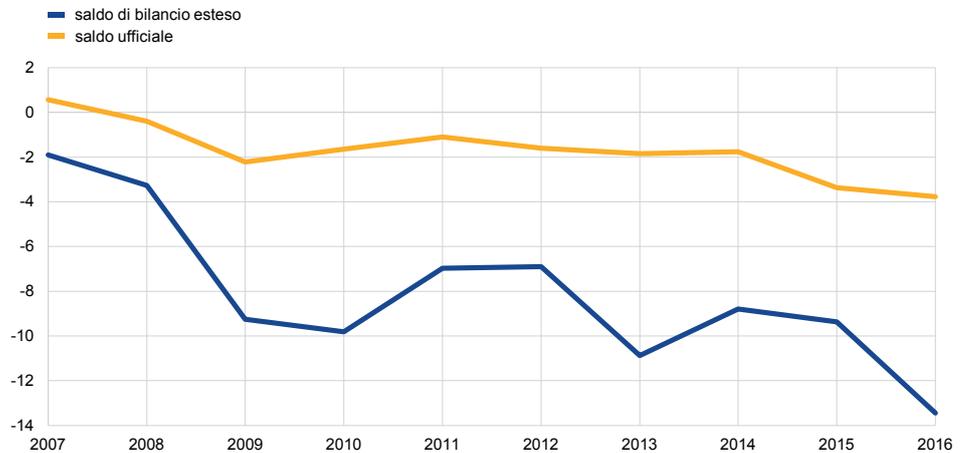
Anche nel settore immobiliare vi sono maggiori rischi. Gli investimenti immobiliari sono stati una delle determinanti principali della rapida crescita degli investimenti in Cina negli ultimi anni (grafico 8). La forte domanda di edilizia residenziale è stata sostenuta da diversi fattori, tra cui il processo di urbanizzazione e la necessità di migliorare lo stato degli alloggi. Anche la solida crescita del reddito delle famiglie, gli elevati tassi di risparmio e le limitate opzioni di investimento alternative hanno fatto sì che il patrimonio immobiliare diventasse un'attività interessante per le famiglie rispetto ai depositi bancari e al mercato azionario. Vi sono tuttavia segnali di possibili squilibri.

⁷ Cfr. Wen, Y. e Wu, J., "Withstanding great recession like China", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Working Paper*, n. 2014-007A, 2014.

Grafico 7

Saldo di bilancio

(in percentuale del PIL)



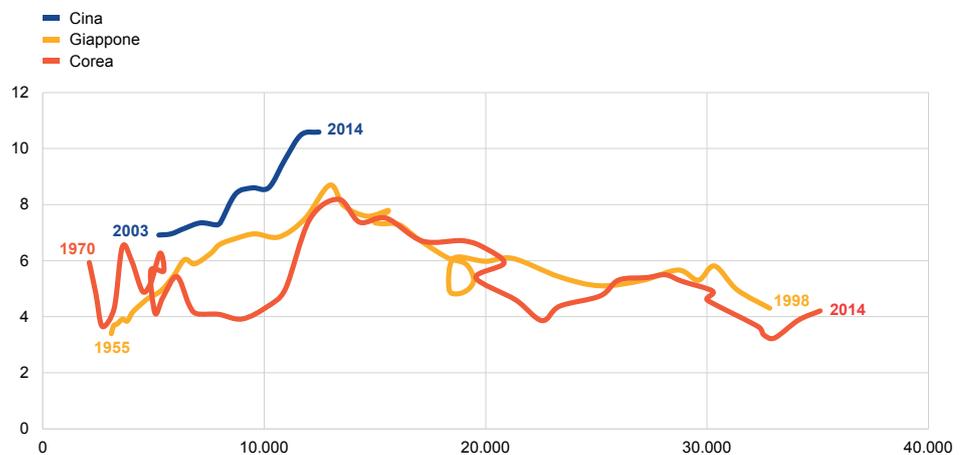
Fonti: CEIC, Wind Economic Database e stime degli esperti della BCE.

Note: il saldo di bilancio esteso corrisponde al saldo delle amministrazioni pubbliche, più la spesa stimata delle amministrazioni pubbliche finanziata tramite la vendita di terreni, l'indebitamento delle amministrazioni locali e il finanziamento fuori bilancio (attraverso veicoli finanziari delle amministrazioni locali). La definizione di disavanzo esteso è simile a quella fornita in People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation, Fondo monetario internazionale, 2017.

Grafico 8

Investimenti in edilizia residenziale

(asse delle ordinate: investimenti in edilizia residenziale in percentuale del PIL; asse delle ascisse: PIL pro capite basato sulle PPA)



Fonti: Penn World Tables e fonti nazionali.

Note: le stime relative agli investimenti in edilizia residenziale sono basate sul valore di tutti i nuovi edifici residenziali quale indicato dalle statistiche della Cina sull'edilizia. Cfr. "The potential effects of a downturn in the Chinese housing market on the real economy", Monthly Report, Deutsche Bundesbank, agosto 2014, pagg. 17-19.

L'espansione del patrimonio immobiliare in Cina è stata accompagnata da un rapido aumento dei prezzi degli immobili. In termini reali, le stime di un indice dei prezzi corretto per la qualità relativo agli immobili residenziali di 35 delle principali città cinesi sono cresciute del 10 per cento tra il 2006 e il 2014⁸. Viceversa, nelle città minori, nonostante alcuni miglioramenti nell'ultimo anno, l'eccesso di offerta nel mercato

⁸ Cfr. Wu, J., Gyourko, J. e Deng, Y., "Evaluating the Risk of Chinese Housing Markets: What We Know and What We Need to Know", *China Economic Review*, vol. 39(7), 2016, pagg. 91-114.

immobiliare resta una fonte di preoccupazione, in presenza di un elevato numero di unità invendute ancora a carico dei costruttori. Data la forte dipendenza della Cina da questo settore, un rallentamento del mercato immobiliare potrebbe significativamente indebolire l'intera economia.

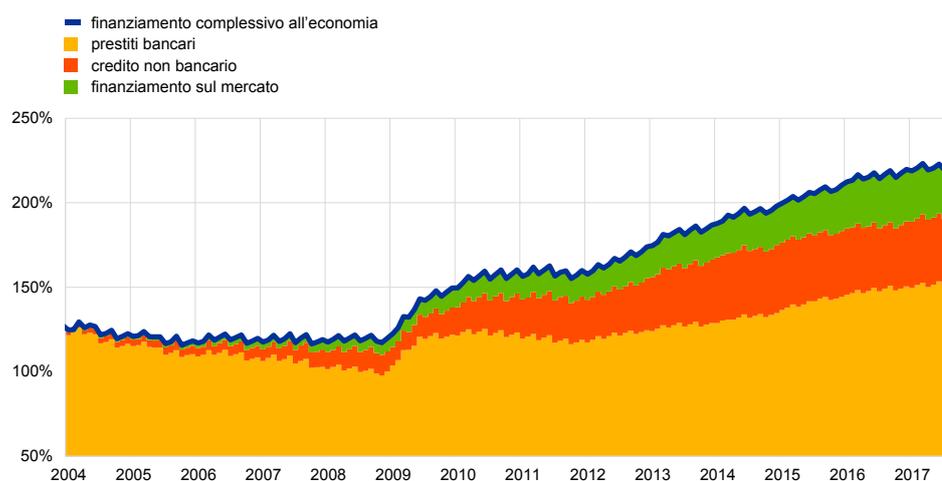
2.2 Crescita dell'indebitamento e della complessità nel settore finanziario

I rischi associati a un crescente indebitamento sono stati amplificati da una maggiore complessità del sistema finanziario. Le banche restano la principale fonte di credito in Cina e i loro attivi sono cresciuti considerevolmente dall'inizio della crisi finanziaria mondiale. Allo stesso tempo sono aumentate anche le attività non bancarie o del sistema bancario ombra, mentre il credito da fonti non bancarie al settore non finanziario è aumentato fino a circa il 70 per cento del PIL fino al 2016 (grafico 9).

Grafico 9

Finanziamento complessivo all'economia

(in percentuale del PIL)



Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i finanziamenti sociali sono un parametro utilizzato dalla Banca popolare cinese per misurare l'erogazione aggregata di finanziamenti all'economia. Tale parametro include anche il finanziamento azionario.

La crescita del finanziamento non bancario ha ampliato le fonti di credito di cui possono beneficiare le imprese ma ha generato nuovi rischi. Le forme di finanziamento non bancario possono presentare vantaggi se offrono a imprese e famiglie fonti di finanziamento alternative e se favoriscono l'inclusione finanziaria. Nel caso della Cina, i nuovi canali di finanziamento non bancario hanno rappresentato uno dei mezzi che hanno reso possibile la liberalizzazione finanziaria. Tuttavia, tale attività ha comportato una crescita del fenomeno dell'arbitraggio regolamentare, poiché le istituzioni mirano a ridurre al minimo la supervisione regolamentare e a ridurre (o evitare) l'onere dei requisiti richiesti in termini di capitale, accantonamenti e liquidità.

I rischi associati al sistema bancario ombra interessano l'intero sistema finanziario. Le banche sono esposte verso prodotti tipici dello shadow banking

attraverso garanzie esplicite e implicite. Le banche controllano e gestiscono molte delle strutture non bancarie e sono potenzialmente esposte alle perdite legate a prodotti d'investimento tipici del sistema bancario ombra da esse commercializzati. Ad esempio, benché non rispondano direttamente per i cosiddetti prodotti di gestione patrimoniale, le garanzie implicite suggeriscono che in caso di inadempienza le banche potrebbero sentirsi tenute a risarcire gli investitori. Una maggiore interconnessione fra il sistema bancario ombra e i settori bancari si riflette anche nella rapida crescita dell'indebitamento sul mercato monetario, dal momento che le banche di maggiori dimensioni prestano denaro alle banche di minori dimensioni e ad altre istituzioni finanziarie quali imprese di intermediazione mobiliare, società fiduciarie e società di gestione del risparmio. Infine, le banche hanno fatto un crescente ricorso alle strutture del sistema bancario ombra per spostare la tradizionale attività di credito al di fuori del proprio portafoglio bancario. Questi cosiddetti "prestiti ombra" comprendono crediti su prodotti strutturati da società fiduciarie o società di intermediazione immobiliare, che combinano insieme prestiti od obbligazioni. Le banche classificano tali esposizioni come attività verso istituzioni finanziarie a fronte delle quali sono previsti requisiti patrimoniali e accantonamenti inferiori.

Una rapida espansione del credito potrebbe comportare maggiori rischi per il sistema bancario. Tuttavia, in termini aggregati, il coefficiente di adeguatezza patrimoniale relativo al capitale di qualità primaria (Core Tier 1) delle banche è ben al di sopra del minimo regolamentare. I coefficienti di copertura mediante accantonamenti sono elevati, per quanto in calo, mentre il livello dei crediti deteriorati per l'insieme del settore bancario è contenuto e nel 2016 si attestava attorno all'1,7 per cento degli impieghi totali. Ciononostante, le analisi svolte sulla scorta dei dati disponibili a livello delle imprese e delle banche sembrano indicare che le stime del debito a rischio, cioè della percentuale di imprese con bassi indici di copertura degli interessi, potrebbero essere più elevate⁹.

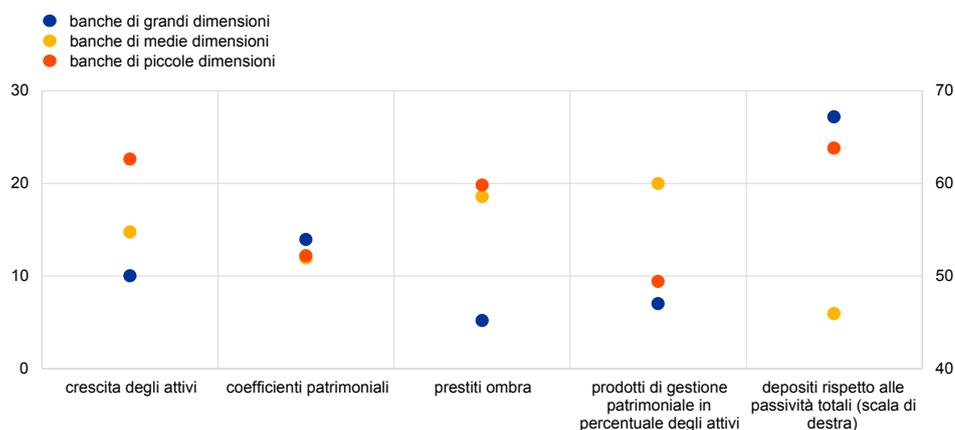
Anche le variazioni nel comportamento di risparmio hanno accresciuto i rischi di finanziamento, di liquidità e di controparte per le banche, in particolare per le istituzioni di minori dimensioni. Il contesto caratterizzato da bassi tassi sui depositi e il proliferare di prodotti di risparmio alternativi, quali i prodotti di gestione patrimoniale, hanno incoraggiato una maggiore mobilità dei risparmiatori, alla ricerca di rendimenti sempre più elevati. Vi sono tuttavia differenze tra le varie banche. Date le forti aspettative di un implicito sostegno statale, la maggior parte dei depositi al dettaglio continua a far capo alle cinque banche più grandi. Per contro, le banche di minori dimensioni, per le quali le aspettative di ricevere forme di sostegno statale sono molto più contenute, risentono delle variazioni nei comportamenti di risparmio e dipendono in misura sempre maggiore dalla raccolta all'ingrosso per finanziare una rapida crescita degli attivi. Hanno quindi fatto sempre maggiore affidamento sulla liquidità fornita dalla banca centrale: il totale dei prestiti da parte della Banca popolare cinese al sistema bancario è raddoppiato negli ultimi due anni, raggiungendo il 16 per cento del PIL alla fine del 2016. La stretta sulla raccolta ha avuto ripercussioni sui margini netti di interesse e sulla redditività delle piccole banche.

⁹ Secondo alcuni calcoli relativi alle aziende quotate incluse nel Wind Economic Database al giugno del 2015, circa l'8 per cento degli impieghi in bilancio potrebbero essere classificati come "a rischio". Il debito a rischio è calcolato in percentuale del debito delle aziende quotate con un indice di copertura degli interessi inferiore a uno.

Se nel complesso, quindi, il settore bancario sembra sano in termini aggregati, vi sono notevoli differenze tra le varie istituzioni. Le cinque banche maggiori continuano ad attrarre depositi e sono prestatori netti sul mercato interbancario. La loro espansione è stata meno aggressiva, hanno accumulato meno prestiti ombra e hanno esposizioni fuori bilancio minime; ciò significa che i coefficienti regolamentari riportati sono molto più rappresentativi del loro fabbisogno in termini di patrimonio e liquidità. Se si eccettuano le cinque banche più grandi i rischi sono molto più elevati. Una percentuale sproporzionata di rischi di credito e di finanziamento ricade sulle banche di piccole e medie dimensioni, caratterizzate da più cospicui portafogli di prestiti ombra ed esposizioni in prodotti di gestione patrimoniale fuori bilancio, più scarsa redditività e maggiore dipendenza dalla raccolta all'ingrosso (grafico 10).

Grafico 10
Raccolta ed esposizioni creditizie delle banche

(valori percentuali)



Fonti: CEIC, UBS ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la crescita degli attivi è la media del periodo 2014-2016. I coefficienti patrimoniali comprendono il capitale Tier 1 e Tier 2. I prestiti ombra sono rappresentati dalla percentuale di attività verso altre istituzioni finanziarie rispetto agli attivi totali. La percentuale di prodotti di gestione patrimoniale rispetto agli attivi è calcolata sulla base di dati di UBS relativi a 23 banche quotate, aggiornati a fine 2015. I dati relativi a coefficienti patrimoniali, prestiti ombra e depositi rispetto alle passività totali sono riferiti alla fine del 2016. Le definizioni relative alle banche riflettono la tassonomia elaborata dal CEIC.

3 Prospettive di transizione e riforma

Nonostante l'accentuarsi delle vulnerabilità, la Cina mantiene margini di manovra per assorbire potenziali shock avversi. La Cina vanta un consistente risparmio nazionale, ampie riserve valutarie e un avanzo delle partite correnti che contribuiscono a metterla al riparo da crisi sul fronte del finanziamento esterno. La stima sul debito pubblico esteso, che include le passività potenziali e l'indebitamento fuori bilancio delle amministrazioni locali, è aumentata nel corso degli ultimi cinque anni e si colloca all'incirca al 60 per cento del PIL, lasciando tuttavia margine di reazione a fronte di shock emergenti¹⁰. Inoltre, nonostante una crescita in rallentamento, il differenziale fra tasso di interesse e crescita rimane

¹⁰ Per una trattazione del calcolo del debito pubblico esteso in Cina, cfr. *People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation*, Fondo monetario internazionale, 2017.

favorevole. Il governo dispone anche di consistenti attività del settore pubblico fra cui il proprio stock di riserve valutarie (malgrado le flessioni registrate negli ultimi due anni). Di particolare rilevanza, inoltre, il fatto che il governo mantiene delle leve nella gestione dell'economia, specialmente tramite stretti rapporti con imprese di proprietà pubblica e banche.

Ciononostante, un ulteriore riequilibrio e ulteriori riforme potrebbero aiutare la Cina a collocarsi lungo una traiettoria di crescita più sostenibile nel medio periodo. In passato, stimoli di breve periodo volti a sostenere l'attività economica a fronte di una crescita strutturale in rallentamento e di un ampliamento degli squilibri hanno contribuito a stabilizzare la crescita. Tuttavia, continuare a fare affidamento su questo tipo di misure potrebbe finire per ridurre i margini di manovra. Un adeguamento strutturale di produzione e domanda, che preveda fra l'altro una minore dipendenza da una crescita trainata dagli investimenti e dal credito, potrebbe fornire sostegno alla transizione verso un percorso di crescita più equilibrato.

Nel 2013 il terzo plenum del Partito Comunista Cinese ha delineato un programma di riforma. Nel programma si sottolineava la necessità di affrontare gli squilibri e consentire ai mercati di svolgere un ruolo più significativo nell'allocazione delle risorse. Sin da allora, e con particolare slancio nel 2016, anno della presidenza cinese del G20, la liberalizzazione del sistema finanziario è proseguita. Negli ultimi mesi il governo ha posto ancora più enfasi sulla necessità di far fronte ai rischi per la stabilità finanziaria, attraverso misure regolamentari che rafforzino l'azione di controllo e l'identificazione dei rischi provenienti dal sistema bancario ombra. Le riforme amministrative stanno producendo miglioramenti nel contesto operativo delle imprese. Anche le misure di bilancio stanno iniziando a dare maggiore stabilità alle finanze delle amministrazioni locali. Il percorso verso una riforma del ruolo delle imprese di proprietà pubblica sta procedendo con maggiore lentezza, sebbene il governo abbia intrapreso riforme volte ad affrontare questioni relative alla governance. In parte l'approccio misurato verso le riforme economiche è riconducibile al fatto che esse possono implicare un compromesso tra maggiore variabilità nella crescita a breve termine e raggiungimento della stabilità nel medio periodo. La riduzione e l'alleggerimento degli obiettivi annui di crescita del PIL rispecchiano in parte questo compromesso. Il 19° Congresso nazionale del Partito Comunista, svoltosi di recente, ha fornito al governo l'occasione di ridare slancio alla spinta riformatrice.

Quanto accaduto nel 2015 in occasione dell'aggiustamento del regime di cambio fornisce un esempio delle sfide connesse con l'azione di riforma.

A partire dalla metà del 2014 l'apprezzamento del dollaro statunitense e gli accresciuti timori degli operatori in merito alle prospettive economiche della Cina hanno provocato una variazione nelle aspettative sul tasso di cambio del renminbi. A ciò hanno fatto seguito considerevoli deflussi netti di capitali dalla Cina, con le società che ripagavano le passività in dollari e le famiglie che cercavano di diversificare i propri portafogli. Nel contempo, le autorità hanno tentato di adeguare il regime di cambio, passando da un ancoraggio basato di fatto sul dollaro statunitense a un tasso di cambio agganciato a un paniere di altre valute. Tale azione ha provocato una considerevole volatilità sui mercati finanziari, in un

contesto caratterizzato da un'accelerazione dei deflussi netti di capitali e da un brusco calo delle riserve valutarie. La situazione si è stabilizzata grazie all'azione combinata di una comunicazione più efficace da parte della banca centrale della Repubblica Popolare Cinese, di controlli più rigorosi sui movimenti dei capitali e di misure a sostegno delle prospettive di crescita che hanno contribuito al mutamento delle aspettative. Questo episodio ha tuttavia mostrato che un grado più elevato di apertura finanziaria può comportare maggiore instabilità sui mercati finanziari e deve essere accompagnato da un tasso di cambio flessibile, così da garantire autonomia in termini di politica monetaria. Articolati compromessi di questo genere tra stabilità nel breve termine e progressione verso il raggiungimento di obiettivi di medio periodo potrebbero manifestarsi anche in altri ambiti soggetti a riforma.

4 Implicazioni della transizione in Cina per le economie mondiali e per quelle dell'area dell'euro

4.1 Legami della Cina con il resto del mondo e con l'area dell'euro

Le dimensioni della Cina, la sua apertura commerciale e la posizione dominante quale paese consumatore di materie prime fanno sì che la sua transizione sia determinante per le prospettive mondiali. Dal 2005 il contributo medio dato dalla Cina alla crescita mondiale complessiva è stato pari a un terzo e ha superato il contributo aggregato delle economie avanzate (cfr. grafico 11). La Cina importa per circa il 10 per cento del valore complessivo mondiale e se da un lato questo in parte riflette l'importanza della sua posizione nelle catene internazionali del valore, per molti partner commerciali una quota significativa del valore aggiunto dipende dalla domanda finale proveniente dalla Cina. A livello internazionale la Cina è uno dei maggiori consumatori e produttori di varie materie prime, rappresentando più del 50 per cento del consumo mondiale di rame, alluminio e minerali ferrosi, nonché una quota elevata del consumo energetico mondiale.

Grafico 11

Contributi alla crescita del PIL mondiale

(contributi in punti percentuali al PIL mondiale a parità di potere d'acquisto, PPA)



Fonte: Fondo monetario internazionale.

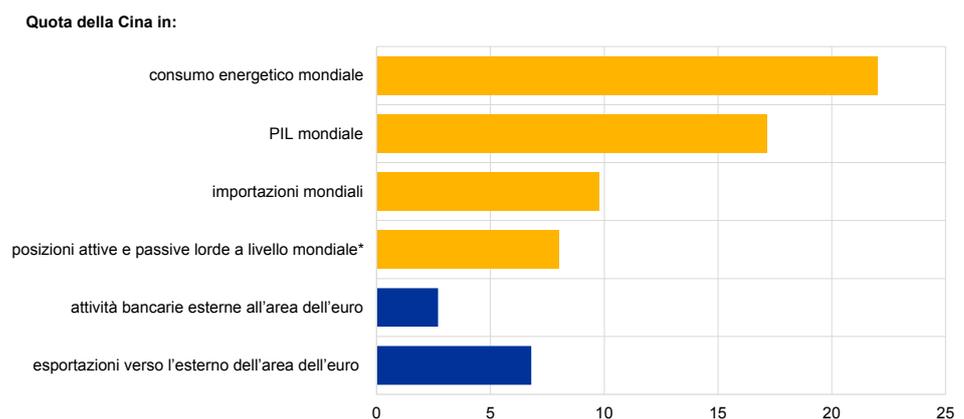
In confronto al ruolo che ricopre nel mercato mondiale dei beni e delle materie prime, l'integrazione della Cina nei mercati finanziari internazionali è considerevolmente inferiore. Gli eventi degli ultimi anni hanno tuttavia mostrato che gli shock provenienti dalla Cina possono avere ripercussioni sui mercati finanziari internazionali. Nel 2015 Cina e Hong Kong rappresentavano nel complesso l'8 per cento delle posizioni attive e passive lorde a livello mondiale, anche se la composizione della posizione sull'estero della Cina, le cui attività preponderanti corrispondono a riserve e passività sbilanciate verso gli investimenti diretti esteri, può limitare i potenziali effetti di propagazione sul piano finanziario attraverso canali di bilancio e valutazione. Tuttavia gli eventi dell'estate del 2015, in cui la volatilità della valuta e dei mercati azionari generò un periodo di avversione al rischio a livello internazionale, hanno dimostrato che, anche a fronte di contenute esposizioni dirette nei confronti del settore finanziario, gli shock provenienti dalla Cina possono ripercuotersi sui mercati finanziari internazionali tramite il canale della fiducia. In prospettiva, considerando l'enfasi posta dalle autorità su una più ampia apertura finanziaria, è verosimile che i canali finanziari acquisiscano maggiore importanza¹¹.

I legami diretti fra Cina e area dell'euro sono più contenuti. Circa il 7 per cento delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono destinate alla Cina¹². I legami finanziari diretti sono più esigui: Cina e Hong Kong rappresentano il 2,7 per cento delle attività bancarie esterne all'area dell'euro e circa l'1 per cento delle attività bancarie dell'area dell'euro se si includono le attività all'interno dell'area (grafico 12).

Grafico 12

Il ruolo internazionale della Cina e i legami con l'area dell'euro

(istogrammi gialli: percentuale dei totali mondiali; istogrammi blu: percentuale dei totali dell'area dell'euro)



Fonti: Fondo monetario internazionale e Agenzia internazionale dell'energia.

Note: dati relativi al 2015. PIL a parità di potere d'acquisto (PPA); importazioni basate sui tassi di cambio di mercato. Consumo energetico come quota dell'offerta complessiva di energia primaria a livello mondiale. Attività bancarie dell'area dell'euro in percentuale delle attività al di fuori dell'area dell'euro. * Comprende Hong Kong.

¹¹ Cfr. il riquadro intitolato "Understanding the links between China and the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015. Cfr. anche il riquadro intitolato "Is euro area financial stress becoming more global?", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

¹² In ragione del rapido incremento delle importazioni registrato negli ultimi dieci anni, dal 2005 il contributo dato dalla Cina alla crescita della domanda estera nell'area dell'euro è stato pari a circa il 12 per cento.

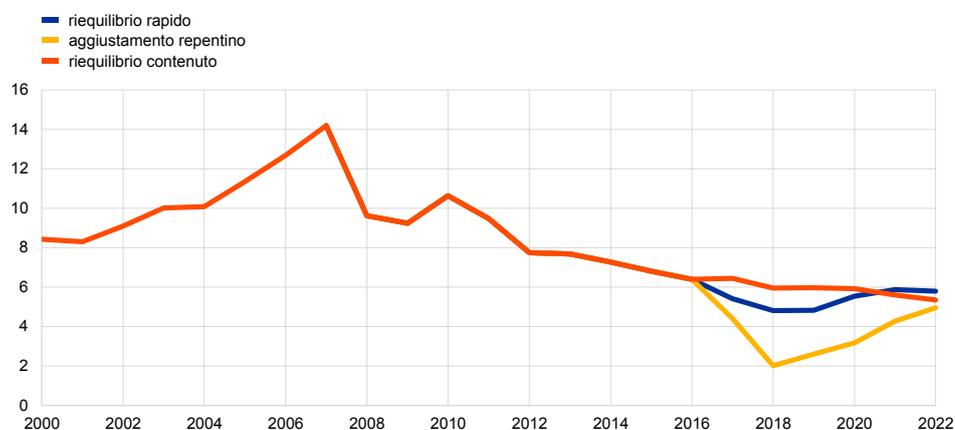
4.2 Effetti di propagazione della transizione in Cina nelle economie mondiali e in quelle dell'area dell'euro

La presente sezione presenta tre scenari stilizzati che illustrano i possibili percorsi di aggiustamento dell'economia cinese (grafico 13). Nello scenario del "riequilibrio contenuto" la Cina affronta un graduale rallentamento, con alcuni passi di modesta entità verso un riequilibrio dell'economia. Nel breve periodo ciò corrisponderebbe a una prosecuzione dello sbilanciamento dell'economia verso un'espansione trainata da investimenti e credito, con il persistere di alcune vulnerabilità e rischi al ribasso. Nello scenario del "riequilibrio rapido" si prevede un'azione di riforma più aggressiva al fine di fronteggiare le fragilità esistenti. Minori investimenti e minore creazione di credito comportano una crescita più debole nel breve termine. Tuttavia, nel tempo, le riforme fornirebbero sostegno ai consumi delle famiglie e aumenterebbero l'efficienza dell'economia, garantendo un percorso di crescita più sostenibile nel medio termine. Nello scenario dell'"aggiustamento repentino" si verifica una contrazione ancora più brusca, per la materializzazione di rischi al ribasso. Tale contrazione potrebbe essere provocata da un aggiustamento nel settore finanziario, in un contesto di condizioni finanziarie più tese. Considerato che la Cina mantiene dei margini di manovra per preservare l'economia dagli shock, un brusco rallentamento nel breve periodo sembra un evento poco probabile.

Grafico 13

Scenari sulle prospettive di crescita in Cina

(variazioni percentuali del PIL sui dodici mesi)



Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Per comprendere l'impatto di una transizione in Cina vengono utilizzati modelli macroeconomici su scala mondiale che analizzano le ricadute sull'economia internazionale. Lo scenario del "riequilibrio contenuto" è usato come scenario di base. Esso viene in prima battuta comparato con lo scenario del "riequilibrio rapido", che ipotizza un'azione di riforma aggressiva volta a far fronte alle fragilità esistenti e implica un ulteriore rallentamento del PIL cinese di circa il 3 per cento in termini cumulati su tre anni (grafico 13)¹³. In un secondo momento vengono analizzate le implicazioni

¹³ Il modello simula uno shock negativo dal lato della domanda interna, determinato principalmente da un rallentamento negli investimenti e da un inasprimento endogeno delle condizioni creditizie e di finanziamento da parte delle banche.

dello scenario dell'“aggiustamento repentino”, provocato da un brusco inasprimento finanziario; in questo caso, il PIL della Cina in termini reali si collocherebbe a circa 9 punti percentuali in meno dopo tre anni. Per illustrare l'importanza dei diversi canali di propagazione le simulazioni partono da alcune ipotesi di fondo che vengono successivamente rese meno severe. Nello specifico, si parte dall'ipotesi che: (a) le relazioni commerciali e finanziarie siano in linea con le medie passate; (b) i mercati petroliferi reagiscano endogenamente; (c) gli effetti di propagazione dai mercati finanziari cinesi verso gli altri paesi siano contenuti; e (d) la politica monetaria in Cina sia vincolata al perseguimento di un regime amministrato del tasso di cambio¹⁴. Le simulazioni vengono condotte utilizzando il modello ECB-Global e sottoposte a verifica incrociata con una serie di modelli globali strutturali e non strutturali, fra cui il modello globale dell'FMI (GIMF), il modello globale Oxford Economics (Oxford) e, per l'area dell'euro, il nuovo modello a più paesi della BCE (New Multi-Country Model, NMCM)¹⁵. I modelli presentano diversi livelli di dettaglio e di copertura per paese.

Basandosi su queste ipotesi, il modello implica che nello scenario del “riequilibrio rapido” si produrrebbe nel breve termine un effetto depressivo sull'attività mondiale, seppure con effetti relativamente contenuti, eccezion fatta per i produttori di petrolio. Il riequilibrio della crescita in Cina, con il rallentamento della crescita degli investimenti ad alta intensità di importazioni, porta con sé un netto calo della crescita del commercio internazionale, che riduce la domanda di esportazioni per i maggiori partner commerciali della Cina. I paesi che hanno legami commerciali più stretti con la Cina sono maggiormente colpiti dagli shock negativi. Anche i paesi produttori di petrolio risentono fortemente delle variazioni avverse nelle ragioni di scambio date dal calo dei corsi petroliferi dovuto all'indebolimento della domanda mondiale. Tuttavia, per le economie importatrici di materie prime, il calo dei prezzi di queste ultime, insieme all'allentamento della politica monetaria, contribuisce a preservare la domanda. Secondo il modello ECB-Global, che prende in esame anche i canali finanziari, gli effetti transfrontalieri sono, in misura contenuta, anche amplificati dai mercati finanziari: l'aumento dei differenziali interbancari in Cina e il ribasso dei corsi azionari gravano sulle quotazioni azionarie internazionali, causando un aumento dei differenziali interbancari internazionali e dei premi per il rischio. Per contro, nei modelli GIMF, Oxford e NMCM la modellizzazione del lato finanziario dell'economia è più limitata, e questo comporta ripercussioni a livello mondiale meno marcate rispetto ai risultati dati dal modello ECB-Global. Eppure, nonostante tali differenze, i risultati ottenuti dai vari modelli sono sostanzialmente allineati nell'indicare che il prodotto delle economie avanzate, inclusa l'area dell'euro, scende fino a un massimo dello 0,3 per cento dopo tre anni in seguito a un rallentamento pari a circa il 3 per cento in

¹⁴ Un'altra ipotesi di fondo è che le politiche monetarie degli altri paesi non siano vincolate. Inoltre, le simulazioni ipotizzano l'assenza di stimolo fiscale a parte il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio. Gli scenari non contemplano potenziali effetti dovuti a variazioni nell'incertezza a livello mondiale, né effetti di fiducia, né tanto meno fenomeni di contagio verso altre economie emergenti.

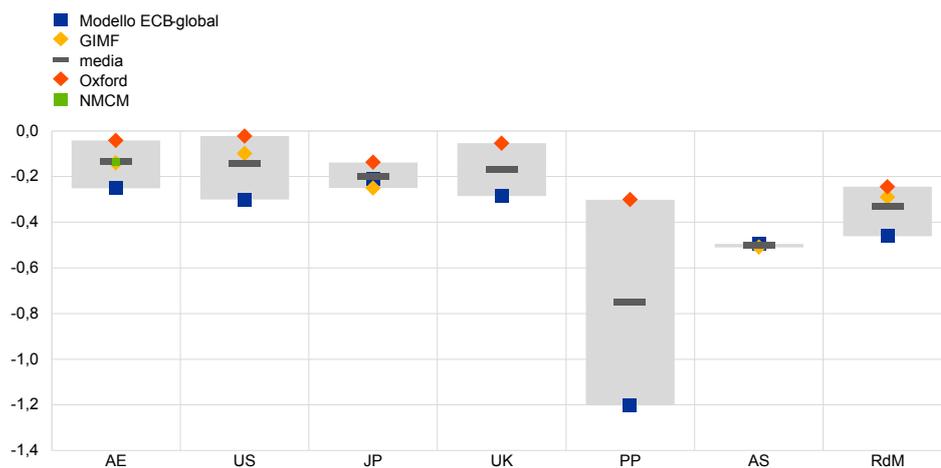
¹⁵ Cfr. Dieppe, A., Georgiadis, G., Ricci, M., Van Robays, I. e van Roye, B., “ECB-Global: Introducing the ECB's Global Macroeconomic Model for Spillover Analysis”, *Working Paper Series*, n. 2045, BCE, 2017; Kumhof, M., Laxton, D., Mursula, S. e Muir, D., “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure”, *IMF Working Paper*, n. 10/34, Fondo monetario internazionale, 2010; e Dieppe, A., Gonzalez Pandiella, A. e Willman, A., “The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations”, *Working Paper Series*, n. 1315, BCE, 2011.

Cina (grafico 14). Tali effetti sono sostanzialmente in linea con la letteratura, che fornisce varie stime a seconda del modello e delle caratteristiche dello scenario¹⁶. Si osservano altresì spinte al ribasso sull'inflazione riconducibili a minori pressioni sui costi interni e sui costi della produzione, unitamente al calo dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche dovuto al rallentamento della domanda in Cina.

Grafico 14

Effetti di propagazione dalla Cina: scenario del "riequilibrio rapido"

(PIL in termini reali, deviazioni percentuali dallo scenario del "riequilibrio contenuto" dopo tre anni)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE

Note: risposte a un rallentamento cumulato in Cina pari a circa il 3 per cento del PIL dopo tre anni. AE = area dell'euro; US = Stati Uniti; JP = Giappone; UK = Regno Unito; PP = produttori di petrolio; AS = paesi emergenti dell'Asia; RdM = resto del mondo.

Tuttavia, lo scenario dell'“aggiustamento repentino”, riconducibile a un considerevole inasprimento finanziario in Cina, dà luogo a effetti di propagazione relativamente più marcati. Questo scenario ipotizza un calo più pronunciato della crescita del prodotto in Cina, che inevitabilmente ha un impatto più forte sugli altri paesi rispetto allo scenario del “riequilibrio rapido” (grafico 15).

La natura dello shock influisce anche sull'entità degli effetti di propagazione. Sebbene i legami finanziari con gli altri paesi siano ancora relativamente contenuti, si presume che condizioni finanziarie più tese in Cina portino, a livello mondiale, a un incremento dei premi al rischio. Lo shock quindi si propaga sia tramite il canale commerciale (attraverso una domanda interna più debole) sia tramite il canale finanziario e, di conseguenza, l'impatto sugli altri paesi è più significativo¹⁷.

Se si allentano le ipotesi sui canali di trasmissione e sulla reazione in termini di politiche adottate dalle varie economie gli effetti di propagazione di un rallentamento in Cina si intensificano. I risultati dell'analisi di scenario

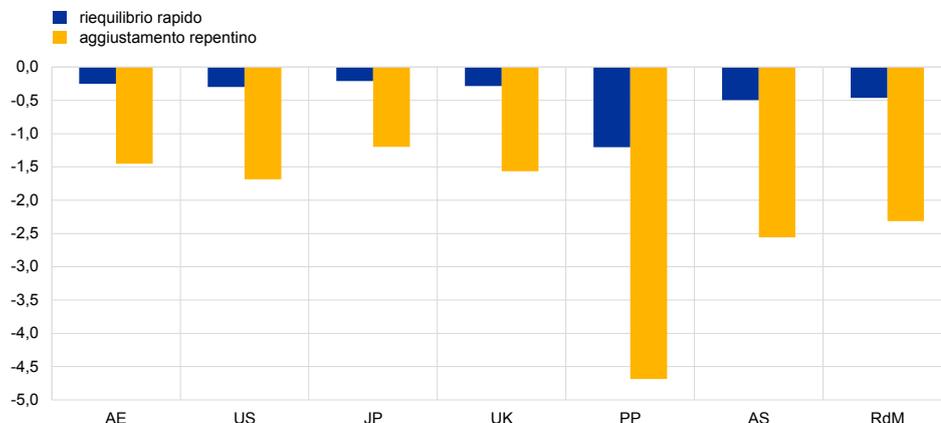
¹⁶ Cfr., ad esempio, Dizioli, A., Hunt, B. e Maliszewski, W., “Spillovers from the Maturing of China's Economy”, *IMF Working Paper*, n. 16/212, 2016; *OECD Economic Outlook*, vol. 2015, n. 2, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE); Furceri, D., Jalles, J. T. e Zdzienicka, A., “China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates”, *IMF Spillover Task Force*, 2016; e Huidrom, R., Kose, A. e Ohnsorge, F. L., “How important are spillovers from major emerging markets?”, *World Bank Working Paper*, n. 8093, 2017.

¹⁷ Ciò è coerente con Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E. e Pedro, J. L., “Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of Economic Activity”, *Journal of Finance*, vol. 68(3), 2013, pagg. 1179-1228.

Grafico 15

Effetti di propagazione dalla Cina: scenario dell'“aggiustamento repentino”

(PIL in termini reali, deviazioni percentuali dallo scenario del “riequilibrio contenuto” dopo tre anni)



Fonte: modello ECB-Global.

Note: il grafico mostra la contrazione del PIL dovuta a: (1) uno scenario di “riequilibrio rapido” in Cina connesso con un rallentamento della domanda interna pari a circa il 3 per cento del PIL dopo tre anni; e (2) uno scenario di “aggiustamento repentino” in Cina provocato da un inasprimento finanziario che porta a una riduzione di circa il 9 per cento del PIL dopo tre anni. AE = area dell'euro; US = Stati Uniti; JP = Giappone; UK = Regno Unito; PP = produttori di petrolio; AS = paesi emergenti dell'Asia; RdM = resto del mondo.

provengono principalmente dal modello ECB-Global, che contempla gli effetti di propagazione fra paesi in termini reali e finanziari, fornendo così un quadro all'interno del quale i canali di propagazione possono essere esaminati in maniera più coerente. Il grafico 16 mostra che, nello scenario del “riequilibrio rapido”, l'allentamento delle varie ipotesi produrrebbe un effetto cumulato molto più marcato sul PIL dell'area dell'euro. I diversi canali sono illustrati più nel dettaglio nelle sezioni che seguono.

a) Prezzi delle materie prime

L'effetto sui prezzi delle materie prime riconducibile alla Cina potrebbe influire sull'entità degli effetti di propagazione.

C'è un'ampia variazione fra le stime presenti in letteratura in merito all'impatto di un rallentamento in Cina sui prezzi del petrolio e su quelli delle materie diverse dalle materie prime. Nello scenario del “riequilibrio rapido” le simulazioni condotte con il modello ECB-Global indicano che i corsi petroliferi si ridurrebbero di circa il 6 per cento dopo tre anni, valore che si colloca nella fascia bassa se messo a confronto con altre stime¹⁸. Se si prendono i corsi petroliferi come indicatore dei prezzi delle materie prime si osserva che la contrazione potrebbe essere due volte più sensibile alle variazioni della domanda in Cina. A fronte di una reazione più marcata dei prezzi delle materie prime, l'attività nell'area dell'euro (e in altre economie avanzate importatrici di materie prime) è in qualche misura messa al riparo dagli effetti di un rallentamento in Cina (secondo istogramma dal basso del grafico 16).

¹⁸ Cfr., ad esempio, Gauvin, L. e Rebillard, C., “Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels”, *Banque de France Working Paper*, n. 562, 2015.

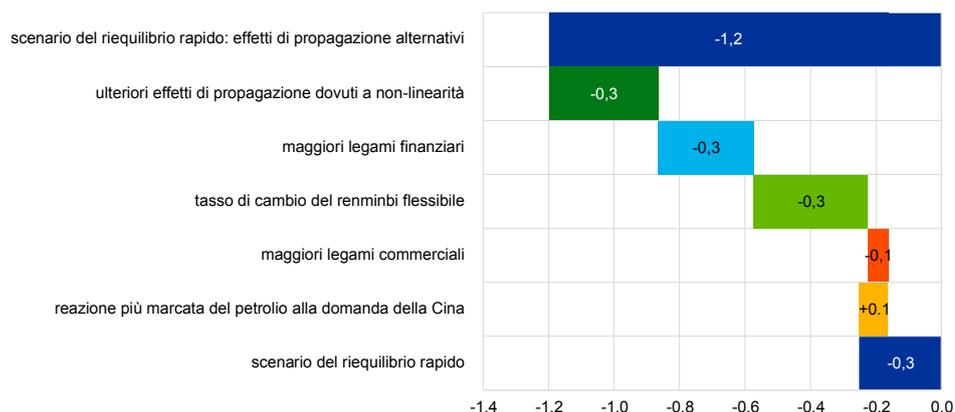
b) Legami commerciali

A livello mondiale c'è stato un rapido rafforzamento dei legami commerciali con la Cina, che negli ultimi 15 anni ha più che raddoppiato la propria quota di commercio internazionale. Tale aumento del livello di integrazione della Cina nel commercio internazionale ha aumentato altresì la possibilità di effetti di propagazione. Tuttavia, i modelli macroeconomici mondiali sono in genere calibrati sulla media dei legami commerciali bilaterali degli anni passati¹⁹. Per dar conto di ciò, in questo scenario alternativo si considera il doppio dei legami commerciali fra le economie avanzate e la Cina, che sostanzialmente corrisponde all'aumento dei flussi commerciali diretti registrati dalle economie avanzate verso la Cina fra il 1996 e il 2016. Si stima che l'impatto sull'area dell'euro degli shock in Cina cresca lievemente all'aumentare della rilevanza della Cina nel commercio internazionale (terzo istogramma dal basso del grafico 16)²⁰.

Grafico 16

Scenario del "riequilibrio rapido" e specificazioni alternative: reazione in termini di PIL dell'area dell'euro

(deviazioni percentuali dallo scenario del "riequilibrio contenuto" dopo tre anni)



Fonte: modello ECB-Global.

Note: gli scenari sono subordinati al medesimo rallentamento del PIL della Cina (lo scenario del "riequilibrio rapido"). L'istogramma più in basso mostra la deviazione del PIL in termini reali dell'area dell'euro dallo scenario del "riequilibrio contenuto" dopo tre anni. Ciascuno degli istogrammi riportati sopra mostra l'effetto provocato dalla variazione di un'ipotesi alla base della relativa analisi di propagazione degli effetti: (1) si raddoppia la reazione del prezzo del petrolio alle oscillazioni della domanda in Cina; (2) si raddoppiano i legami commerciali; (3) si ipotizza che il tasso di cambio in Cina reagisca in maniera flessibile al rallentamento del prodotto; (4) si moltiplicano per cinque i legami finanziari della Cina con gli altri paesi; e (5) si considerano le non-linearità supplementari che derivano dalla combinazione dei blocchi. L'istogramma in alto mostra l'effetto cumulato di queste ipotesi alternative sugli effetti di propagazione che interessano il PIL dell'area dell'euro.

c) Regime del tasso di cambio in Cina e risposta di politica monetaria

Gli effetti di propagazione dipendono altresì, in maniera cruciale, dal regime del tasso di cambio e dalla risposta di politica monetaria in Cina. Nello scenario del "riequilibrio rapido" si ipotizza che in Cina la politica monetaria non reagisca al

¹⁹ Ad esempio, le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale utilizzate nel modello ECB-Global sono calcolate in media sul periodo 2009-2015.

²⁰ Ciò è coerente con Furceri, D., Jalles, J. T. e Zdzienicka, A., "China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates", *IMF Spillover Task Force*, 2016.

rallentamento dell'economia e che il tasso di cambio sia sostanzialmente gestito in regime di fluttuazione controllata nei confronti del dollaro statunitense. Tuttavia, alla luce delle recenti riforme volte a liberalizzare il tasso di cambio, sembra più logico prevedere che le autorità monetarie cinesi controbilancino in parte lo shock economico avverso abbassando i tassi di riferimento. Questa decisione porta, a sua volta, a un deprezzamento del tasso di cambio del renminbi²¹. I conseguenti incrementi in termini di competitività di prezzo controbilancerebbero in parte gli effetti sfavorevoli del riequilibrio rapido sull'attività in Cina. Lo scenario viene corretto di conseguenza, vale a dire calibrando una combinazione di incrementi di competitività di prezzo e riduzione della domanda (in seguito agli interventi di riforma), che si traduce comunque in un PIL di 3 punti percentuali più basso in Cina su tre anni. La corrispondente domanda più contenuta in Cina e la perdita di competitività di prezzo nell'area dell'euro generano effetti di propagazione notevolmente più marcati (quarto istogramma dal basso del grafico 16), con un calo del PIL dell'area dell'euro pari al doppio rispetto allo scenario in cui non si ipotizza alcuna reazione in termini di politica monetaria in Cina.

d) Legami finanziari

All'intensificarsi dei legami finanziari può corrispondere anche un più forte impatto sull'economia mondiale del rallentamento in Cina. Le simulazioni di base ipotizzano legami finanziari limitati tra la Cina e il resto del mondo, che si traducono in effetti di propagazione contenuti sul piano finanziario. Tuttavia, l'integrazione finanziaria della Cina con il resto del mondo sta aumentando rapidamente e gli eventi occorsi nell'estate del 2015 mostrano quanto la Cina sia in grado di dar luogo a ripercussioni sui mercati finanziari mondiali. Per simulare legami finanziari più stretti con la Cina, la percentuale di esposizioni finanziarie di ciascuna economia nei confronti della Cina viene quintuplicata e, parallelamente, la percentuale di esposizioni finanziarie verso il resto del mondo viene ridotta²². In presenza di legami finanziari più stretti gli effetti di propagazione avversi sul PIL delle economie avanzate risultano più che raddoppiati (quinto istogramma dal basso del grafico 16).

Nel complesso, l'analisi di sensibilità basata sui modelli sottolinea che gli effetti di propagazione sono complessi e dipendono dalla forza dei vari canali di trasmissione, nonché dalle risposte date dalle banche centrali in termini di politiche. Il grafico 16 illustra l'effetto cumulato delle varie ipotesi relative ai canali di trasmissione. Partendo dall'ipotesi di un impatto più consistente sui prezzi delle materie prime, l'esistenza di legami commerciali più forti e una risposta politica più aggressiva da parte della Cina, con conseguente deprezzamento del renminbi, raddoppierebbero l'entità degli effetti di propagazione. Se si ipotizzano legami commerciali più stretti, gli effetti risultano ulteriormente amplificati. Le non-linearità derivanti dalla combinazione di interconnessioni più forti e di reazioni differenti in termini di politiche avrebbero un ulteriore impatto sul PIL dell'area dell'euro. Gli effetti di propagazione potrebbero essere addirittura più significativi rispetto alle simulazioni

²¹ Dopo aver perseguito un tasso di cambio stabile del renminbi con il dollaro, le autorità cinesi hanno liberalizzato il renminbi e ora prendono come riferimento un paniere di valute.

²² Ciò significa che i legami finanziari con il resto del mondo di Cina e Hong Kong messe insieme corrisponderebbero ai legami finanziari esistenti in media fra altre economie.

fornite dai modelli se un peggioramento delle prospettive in Cina provocasse una contrazione contestuale nelle EME e se gli effetti di propagazione dipendessero dalle risposte date dalle banche centrali in termini di politiche. Nel contempo, il sostegno fornito dalle politiche in Cina tramite stimoli di bilancio potrebbe teoricamente attutire gli effetti di qualunque tipo di rallentamento.

5 Conclusioni

Negli ultimi quaranta anni la Cina è stata l'emblema del successo economico, ma la crescita dell'economia è in rallentamento e le vulnerabilità in aumento.

Il presente articolo rileva che la forte dipendenza della Cina da investimenti e credito ha portato a livelli crescenti di indebitamento, generando vulnerabilità in vari settori, fra cui il settore societario, quello delle imprese di proprietà pubblica, le amministrazioni locali e il mercato immobiliare. Queste fragilità sono accentuate dall'accresciuta complessità e dai maggiori livelli di indebitamento del settore finanziario, e in particolare dal pronunciato aumento dei prestiti non bancari. Malgrado l'evidente accentuarsi delle vulnerabilità, la Cina mantiene margini di manovra per assorbire gli shock avversi. Ciononostante, un ulteriore riequilibrio e ulteriori riforme strutturali potrebbero agevolare una transizione dell'economia cinese verso un percorso di crescita robusta e sostenibile nel medio termine. Le dimensioni della Cina, la sua apertura commerciale e la posizione dominante quale paese consumatore di materie prime fanno sì che la sua transizione sia determinante per le prospettive mondiali. In confronto al ruolo che ricopre nel mercato mondiale dei beni e delle materie prime, l'integrazione della Cina nei mercati finanziari internazionali è considerevolmente inferiore, seppur crescente. Il presente articolo ha fornito alcuni elementi quantitativi in merito all'impatto che una transizione in Cina potrebbe avere sulle economie mondiali e dell'area dell'euro. L'analisi basata sulle simulazioni suggerisce limitati effetti di propagazione verso l'area dell'euro nel caso di un rallentamento modesto della crescita del PIL in Cina, ma effetti significativi nel caso di un brusco aggiustamento. Tuttavia, l'analisi di sensibilità sottolinea che gli effetti di propagazione dipendono dalla forza dei vari canali di trasmissione, nonché dalle risposte date da banche centrali e governi in termini di politiche.

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	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 ²⁾ (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	2,3	1,1	6,9	2,1	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 4° trim.	1,0	0,4	0,6	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 1° trim.	0,8	0,3	0,3	0,3	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	0,9	0,8	0,3	0,6	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
3° trim.	.	.	.	.	1,7	.	.	.	2,0	2,8	.	.	1,5
2017 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.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	1,9	2,9	0,7	1,8	1,5
set.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,2	3,0	.	1,6	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 si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

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

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

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 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
set.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-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 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
set.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68

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 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
set.	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento			
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni	
																		1
2016	set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86	
	ott.	0,08	0,49	0,44	0,75	6,42	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	0,41	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	0,39	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	0,81	6,33	16,70	5,09	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87	
	giu.	0,06	0,47	0,38	0,77	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.	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88	
	ago. ^(p)	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,29	5,88	6,38	2,36	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91	

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione				
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno		
															1
2016	set.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
	ott.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
	nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
	dic.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017	gen.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	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	1,72	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
	lug.	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74
	ago. ^(p)	0,05	0,10	0,36	2,43	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	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	1.320	543	131	.	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	350	162	45	.	32	79	33
2017 mar.	1.315	547	131	.	82	480	74	383	171	46	.	43	90	33
apr.	1.303	525	137	.	91	479	72	360	156	50	.	43	75	36
mag.	1.304	522	140	.	93	481	68	362	173	46	.	37	84	21
giu.	1.289	509	144	.	80	484	72	363	149	68	.	33	81	33
lug.	1.291	516	146	.	86	477	66	373	177	44	.	43	77	32
ago.	1.293	517	147	.	84	474	71	347	168	46	.	29	80	25
A lungo termine														
2014	15.134	4.048	3.165	.	994	6.285	643	223	65	45	.	16	86	10
2015	15.247	3.784	3.287	.	1.058	6.481	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.399	3.693	3.233	.	1.189	6.643	641	219	61	53	.	18	79	8
2017 mar.	15.386	3.643	3.207	.	1.159	6.735	643	304	71	103	.	24	97	9
apr.	15.358	3.625	3.240	.	1.143	6.716	632	260	55	101	.	12	87	5
mag.	15.420	3.624	3.240	.	1.143	6.779	634	281	68	90	.	18	101	4
giu.	15.401	3.618	3.211	.	1.147	6.788	638	230	62	50	.	24	84	9
lug.	15.394	3.614	3.225	.	1.157	6.765	633	261	74	86	.	21	76	4
ago.	15.310	3.589	3.155	.	1.153	6.780	633	118	30	26	.	3	54	5

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	16.454,4	4.590,6	3.295,4	.	1.052,6	6.822,7	693,0	6.026,4	591,3	850,5	4.584,6
2015	16.516,4	4.301,6	3.433,9	.	1.119,2	6.959,3	702,4	6.819,1	586,4	981,9	5.250,9
2016	16.641,1	4.213,1	3.368,0	.	1.248,4	7.108,2	703,4	7.095,2	538,8	1.085,9	5.470,5
2017 mar.	16.700,7	4.189,9	3.337,7	.	1.240,8	7.215,0	717,3	7.584,6	610,0	1.134,1	5.840,5
apr.	16.660,9	4.150,5	3.377,5	.	1.234,0	7.195,0	703,8	7.764,9	636,9	1.152,4	5.975,6
mag.	16.723,5	4.146,2	3.379,5	.	1.235,7	7.260,1	701,9	7.851,0	631,3	1.140,2	6.079,5
giu.	16.690,7	4.127,3	3.354,8	.	1.226,6	7.272,2	709,8	7.701,0	640,5	1.137,9	5.922,6
lug.	16.684,8	4.130,4	3.371,0	.	1.243,4	7.241,7	698,4	7.724,2	663,1	1.197,7	5.863,4
ago.	16.603,3	4.105,4	3.302,2	.	1.237,2	7.253,9	704,7	7.644,2	630,9	1.174,1	5.839,3
Tasso di crescita											
2014	-0,6	-8,0	0,9	.	5,2	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,2	.	4,6	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,8	.	7,6	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 mar.	1,3	-1,5	1,4	.	9,6	1,6	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
apr.	1,4	-2,0	2,0	.	8,5	2,1	0,2	0,8	5,8	1,0	0,3
mag.	1,4	-2,0	2,0	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,1	0,3
giu.	1,3	-2,2	2,9	.	8,4	1,7	0,4	0,7	4,8	1,1	0,3
lug.	1,7	-1,1	2,6	.	9,4	1,8	-0,9	0,8	6,0	1,3	0,2
ago.	1,4	-1,5	1,1	.	9,2	2,1	-0,4	0,8	6,0	1,3	0,2

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	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4	
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0	
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3	
2016 4° trim.	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9	
2017 1° trim.	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1	
2° trim.	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1	
3° trim.	98,6	93,3	93,8	.	.	.	114,5	92,4	
2017 apr.	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7	
mag.	95,6	90,5	91,5	-	-	-	110,5	89,3	
giu.	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1	
lug.	97,6	92,4	93,2	-	-	-	113,4	91,6	
ago.	99,0	93,7	94,3	-	-	-	115,1	92,9	
set.	99,0	93,7	94,0	-	-	-	115,1	92,8	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2017 set.	0,0	0,0	-0,2	-	-	-	0,0	0,0	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2017 set.	4,2	3,9	2,9	-	-	-	4,3	3,5	

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 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
3° trim.	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
2017 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
set.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2017 set.	-0,6	0,8	-0,1	0,0	1,3	1,7	0,1	-1,8	0,4	-0,2	0,6	0,9
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2017 set.	4,6	-0,5	-3,5	-0,1	-0,1	15,5	-1,2	5,0	3,3	-0,3	5,0	6,3

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 estero
	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 3° trim.	23.519,8	24.521,3	-1.001,5	10.318,1	8.434,1	7.682,4	10.463,6	-62,1	4.854,3	5.623,5	727,0	13.856,0
4° trim.	23.982,9	24.780,0	-797,1	10.680,0	8.610,8	7.862,2	10.570,0	-57,7	4.790,9	5.599,2	707,6	13.782,1
2017 1° trim.	25.161,7	25.746,9	-585,2	11.055,3	8.909,6	8.253,0	10.859,1	-62,8	5.189,5	5.978,2	726,6	14.242,7
2° trim.	24.571,9	25.201,4	-629,5	10.766,7	8.719,8	8.175,2	10.679,9	-48,8	4.996,1	5.801,8	682,7	13.888,6
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2017 2° trim.	224,4	230,2	-5,7	98,3	79,6	74,7	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
<i>Transazioni</i>												
2016 3° trim.	263,3	148,3	115,0	94,3	-28,5	120,2	-12,2	23,6	17,4	188,9	7,7	-
4° trim.	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	-
2017 1° trim.	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	-
2° trim.	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	-
2017 mar.	30,6	-2,9	33,5	30,1	75,8	42,3	-3,3	8,0	-50,4	-75,4	0,6	-
apr.	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	-
mag.	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	-
giu.	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	-
lug.	-20,1	-60,8	40,7	-177,4	-186,1	65,8	52,0	-5,3	101,9	73,2	-5,2	-
ago.	56,9	15,8	41,1	12,7	19,2	68,9	-26,3	-7,9	-16,1	22,9	-0,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2017 ago.	967,0	621,3	345,7	231,9	127,7	515,1	170,5	27,3	191,3	323,1	1,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2017 ago.	8,8	5,7	3,2	2,1	1,2	4,7	1,6	0,2	1,7	3,0	0,0	-

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	10.157,6	9.786,6	5.633,9	2.129,1	1.997,1	1.006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4.541,7	4.170,8
2015	10.515,0	10.030,2	5.754,3	2.168,9	2.078,1	1.016,2	637,9	418,4	28,8	484,8	4.847,0	4.362,2
2016	10.788,7	10.309,9	5.891,6	2.218,8	2.189,3	1.051,8	674,3	457,7	10,2	478,8	4.935,9	4.457,1
2016 3° trim.	2.699,5	2.582,0	1.474,4	555,7	548,9	262,9	168,4	116,2	3,0	117,5	1.234,6	1.117,1
4° trim.	2.725,4	2.614,5	1.489,1	559,1	558,6	267,4	171,3	118,6	7,7	111,0	1.265,2	1.154,3
2017 1° trim.	2.745,1	2.630,0	1.503,1	562,1	560,0	272,8	171,7	114,2	4,8	115,1	1.297,6	1.182,5
2° trim.	2.774,1	2.656,6	1.513,0	565,5	572,3	277,8	174,4	118,7	5,8	117,5	1.305,7	1.188,2
<i>in percentuale del PIL</i>												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 3° trim.	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,6	-	-	0,6	0,5
4° trim.	0,6	0,8	0,5	0,4	1,5	1,7	1,8	0,3	-	-	1,5	1,9
2017 1° trim.	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,2	1,7	0,8	-6,0	-	-	1,3	0,4
2° trim.	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,4	0,9	7,7	-	-	0,9	1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	-	-	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	-	-	3,3	4,7
2016 3° trim.	1,7	2,3	1,9	1,6	4,7	2,7	5,2	8,5	-	-	3,2	4,6
4° trim.	1,9	2,3	1,9	1,7	4,6	2,7	3,4	11,1	-	-	3,8	4,9
2017 1° trim.	2,0	1,9	1,6	1,0	4,0	3,7	3,7	5,6	-	-	4,6	4,8
2° trim.	2,3	2,2	1,8	1,2	3,3	4,3	3,6	0,8	-	-	4,4	4,3
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 3° trim.	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
4° trim.	0,6	0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	-	-
2017 1° trim.	0,6	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	0,7	0,8	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	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	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
4° trim.	1,9	2,2	1,1	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 1° trim.	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
2° trim.	2,3	2,1	1,0	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte 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	9.123,0	152,0	1.782,5	461,6	1.720,2	418,4	458,0	1.050,1	980,8	1.777,3	322,0	1.034,6
2015	9.443,1	153,8	1.899,9	468,7	1.782,7	433,1	464,2	1.072,9	1.025,7	1.811,4	330,6	1.071,9
2016	9.680,2	151,4	1.936,5	489,3	1.831,4	451,3	454,1	1.100,1	1.070,6	1.857,5	338,1	1.108,5
2016 3° trim.	2.421,9	37,9	482,8	122,6	457,7	113,6	113,4	275,5	268,2	465,6	84,6	277,6
4° trim.	2.443,6	38,7	489,5	123,8	463,0	114,5	112,3	277,5	270,7	468,4	85,1	281,9
2017 1° trim.	2.462,5	39,9	490,6	126,2	468,4	114,8	112,6	279,5	274,7	470,5	85,4	282,6
2° trim.	2.488,8	40,0	497,9	128,4	474,6	116,2	112,3	281,9	278,5	472,9	86,1	285,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	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.	0,4	-0,3	0,7	0,6	0,5	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,2	0,7
4° trim.	0,6	-1,1	1,2	0,6	0,8	0,8	-0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,9
2017 1° trim.	0,6	1,7	0,0	1,5	1,0	0,9	-0,2	0,4	1,3	0,2	0,2	0,4
2° trim.	0,7	-0,2	1,1	1,0	0,7	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	0,5	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,0	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,0	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 3° trim.	1,6	-1,3	1,6	2,0	1,6	3,5	0,9	0,9	2,6	1,4	0,8	3,0
4° trim.	1,9	-2,8	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,6	1,5	0,9	2,5
2017 1° trim.	1,9	0,1	1,7	2,7	2,5	4,3	-0,6	1,1	3,4	1,3	0,9	2,7
2° trim.	2,3	0,1	3,0	3,6	2,9	4,7	-0,2	1,1	3,0	1,2	1,2	2,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 3° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,6	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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	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	0,3	0,0	-
2016 3° trim.	1,6	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
4° trim.	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	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.	2,3	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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,1	1,2	1,4	-0,2	1,4	2,7	1,1	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,3	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 3° trim.	1,3	1,6	-0,1	-0,1	0,6	-0,3	1,6	2,1	0,1	2,3	2,8	1,3	1,0
4° trim.	1,3	1,6	-0,1	0,2	0,7	0,3	1,7	2,6	0,1	2,3	2,7	1,2	0,5
2017 1° trim.	1,5	1,8	0,2	0,9	0,8	1,2	1,7	3,1	-0,4	2,0	3,1	1,3	1,1
2° trim.	1,6	1,9	-0,5	0,2	1,1	1,2	1,7	3,3	-0,6	2,0	3,1	1,2	1,8
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	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,1	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 3° trim.	1,1	1,4	-0,4	-0,7	0,6	-0,2	1,5	1,5	0,3	1,5	2,3	1,1	0,4
4° trim.	1,0	1,4	-0,3	-0,9	0,9	-0,2	1,4	2,0	0,2	2,3	2,5	0,8	0,1
2017 1° trim.	1,3	1,7	-0,5	-0,6	1,0	1,4	1,2	2,7	-0,2	2,3	2,8	0,9	1,1
2° trim.	1,5	1,9	-0,3	-0,7	1,5	1,7	1,7	2,9	-1,2	1,8	2,7	1,0	1,6
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 3° trim.	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	0,0	0,1	-0,2	-0,6	0,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,6
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,4
2017 1° trim.	-0,3	-0,1	-0,7	-1,5	0,2	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,0
2° trim.	-0,1	0,0	0,2	-0,9	0,4	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1

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	18,633	11,6	6,1	15,212	10,4	3,421	23,7	9,930	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,447	10,9	5,6	14,297	9,8	3,151	22,3	9,256	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,877	4,3	16,232	10,0	5,0	13,282	9,0	2,950	20,9	8,477	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 3° trim.	162,275	4,1	16,076	9,9	4,8	13,162	8,9	2,913	20,6	8,383	9,6	7,692	10,3	1,6
4° trim.	162,300	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.	161,635	4,3	15,378	9,5	4,8	12,629	8,5	2,748	19,6	7,965	9,1	7,413	9,9	1,9
2° trim.	162,214	4,2	14,858	9,2	4,5	12,173	8,2	2,685	19,1	7,691	8,8	7,167	9,6	1,9
2017 mar.	-	-	15,240	9,4	-	12,525	8,5	2,715	19,3	7,894	9,0	7,346	9,8	-
apr.	-	-	14,965	9,2	-	12,268	8,3	2,697	19,2	7,732	8,9	7,233	9,7	-
mag.	-	-	14,878	9,2	-	12,183	8,2	2,696	19,2	7,701	8,8	7,177	9,6	-
giu.	-	-	14,731	9,1	-	12,069	8,1	2,662	18,9	7,640	8,8	7,091	9,4	-
lug.	-	-	14,793	9,1	-	12,128	8,2	2,664	18,9	7,654	8,7	7,139	9,5	-
ago.	-	-	14,751	9,1	-	12,082	8,1	2,668	18,9	7,655	8,7	7,095	9,4	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,7	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,4	2,3	8,8
2016	1,4	1,6	1,8	1,7	1,2	0,1	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2
2016 4° trim.	2,3	1,8	2,4	1,8	1,3	5,3	2,3	3,3	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1
2017 1° trim.	1,3	1,3	2,3	1,4	-0,6	1,9	1,9	5,7	2,2	1,4	2,9	1,4	4,8
2° trim.	2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,8	3,7	6,8	3,0	2,7	3,4	1,3	6,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5
2017 apr.	1,2	1,5	3,2	0,4	0,5	-0,9	3,2	6,2	2,8	3,5	2,7	0,0	4,3
mag.	4,1	4,4	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,5	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1
giu.	2,9	2,6	4,3	1,6	1,3	4,9	4,3	5,7	3,5	2,7	3,8	4,1	6,5
lug.	3,6	3,8	5,1	4,6	1,2	1,1	2,8	6,7	2,3	1,5	3,6	1,1	4,6
ago.	3,8	4,4	5,3	4,9	2,4	-0,7	1,6	.	1,2	1,1	2,3	-0,2	6,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,3
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 apr.	0,3	-0,1	0,2	-0,9	-0,1	3,7	0,3	-1,3	0,0	1,2	-0,9	-0,6	0,2
mag.	1,3	1,4	0,6	2,2	1,5	0,6	0,0	2,4	0,5	-0,6	1,0	1,2	2,8
giu.	-0,6	-0,7	0,0	-1,9	-0,5	0,9	0,1	-0,7	0,5	0,6	0,5	1,0	-1,8
lug.	0,3	0,5	0,7	0,9	0,5	-1,6	0,0	-1,0	-0,3	-0,6	0,0	-0,9	-2,0
ago.	1,4	1,7	1,2	3,1	0,3	0,2	-0,2	.	-0,5	-0,3	-0,4	-0,9	2,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	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 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
3° trim.	112,1	5,4	.	-1,5	-2,3	2,9	14,9	.	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 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	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7
set.	113,0	6,6	-	-1,2	-1,7	3,0	15,3	-	58,1	59,2	55,8	56,7
ott.	.	.	-	-1,0	.	.	.	-	58,6	58,7	54,9	55,9

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,6	1,0	1,8	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	131,1	2,7	6,9	1,5
2015	12,4	93,9	1,5	2,0	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	132,8	3,8	4,6	2,1
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	5,4	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,1	2,0
2016 3° trim.	12,4	93,5	1,7	2,2	5,6	4,2	4,0	33,5	7,6	131,6	3,4	6,2	1,7
4° trim.	12,2	93,5	1,3	1,9	4,9	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,6	2,0
2017 1° trim.	12,2	93,1	1,6	2,0	10,1	4,6	4,6	33,5	7,2	132,7	4,2	10,1	2,4
2° trim.	.	.	1,4	1,8	5,7	4,9	4,9	33,3	6,6	.	4,2	8,4	2,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016 3° trim.	919,2	835,5	83,8	532,7	438,1	197,7	188,1	161,2	140,9	27,6	68,4	6,3	5,4
4° trim.	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017 1° trim.	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
2° trim.	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
2017 mar.	322,2	289,5	32,7	188,5	160,0	69,4	61,2	54,4	48,0	9,8	20,2	2,2	6,2
apr.	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
mag.	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
giu.	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
lug.	320,3	288,8	31,5	185,1	158,7	70,2	62,1	56,3	44,6	8,6	23,4	2,4	1,4
ago.	323,7	290,4	33,3	188,1	159,9	70,2	62,9	56,6	46,3	8,8	21,3	1,8	1,3
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 ago.	3.819,4	3.481,0	338,5	2.218,5	1.879,6	820,7	762,0	670,8	579,8	109,4	259,6	30,3	49,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2017 ago.	34,9	31,8	3,1	20,3	17,2	7,5	7,0	6,1	5,3	1,0	2,4	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	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 3° trim.	-0,1	-1,7	509,8	237,8	103,9	154,3	427,1	443,8	244,8	72,7	117,8	328,0	44,0
4° trim.	2,3	2,5	525,8	244,8	109,0	157,5	440,2	461,5	257,1	75,1	119,6	335,7	50,1
2017 1° trim.	10,9	13,9	539,6	256,9	109,2	160,9	449,5	485,5	279,3	77,9	119,9	344,3	59,9
2° trim.	5,3	9,6	544,7	256,8	111,4	162,8	455,1	485,6	274,6	77,4	122,9	351,6	51,7
2017 mar.	14,6	17,0	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,9	93,2	25,5	40,7	115,3	18,5
apr.	-1,6	4,3	179,9	85,5	36,4	53,7	149,6	161,3	91,7	25,9	40,1	116,3	17,8
mag.	13,7	18,2	184,1	86,5	38,2	55,3	154,5	165,5	93,8	26,4	42,2	119,7	17,5
giu.	4,0	6,5	180,7	84,8	36,8	53,8	151,0	158,8	89,1	25,1	40,7	115,6	16,4
lug.	6,1	9,1	178,7	83,6	36,1	54,1	149,6	160,9	90,2	25,9	40,7	117,4	15,6
ago.	6,8	8,6	183,1	.	.	.	153,0	161,6	.	.	.	117,7	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 3° trim.	0,7	1,7	118,4	116,3	114,0	124,0	117,5	109,3	108,5	106,8	112,2	112,3	101,3
4° trim.	1,5	0,9	120,5	118,1	118,8	124,9	120,1	109,9	108,9	107,5	112,0	112,6	104,5
2017 1° trim.	6,4	3,4	121,1	121,0	118,0	124,4	120,5	110,5	111,5	108,1	109,9	112,5	109,9
2° trim.	1,3	2,3	122,4	121,5	120,4	125,5	121,8	112,8	112,6	108,9	113,9	115,8	104,0
2017 feb.	0,9	-3,1	120,7	121,2	118,3	122,6	121,0	110,0	111,0	107,7	108,6	112,2	113,1
mar.	9,3	6,5	122,6	121,9	121,5	125,9	122,5	111,0	111,9	106,4	112,9	113,1	104,2
apr.	-6,1	-4,7	121,0	120,8	117,6	124,4	120,1	111,0	111,0	107,6	111,1	114,1	101,6
mag.	8,9	9,9	123,7	122,4	123,5	126,9	123,5	115,0	115,0	111,6	116,6	118,0	104,5
giu.	1,4	2,0	122,6	121,4	120,1	125,1	121,9	112,5	111,8	107,6	113,9	115,1	105,9
lug.	3,4	4,0	121,2	119,5	116,8	126,3	120,6	113,5	113,5	109,3	113,2	116,1	100,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni 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	86,6	13,4
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 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
3° trim.	101,8	1,5	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,3	0,2	-0,9	0,4	1,5	1,1
2017 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.	101,7	1,5	1,2	1,4	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	1,6	1,1
set.	102,2	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 4° trim.	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2017 1° trim.	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
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
3° trim.	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
2017 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.	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8
set.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ²⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	1,6	
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	3,8	
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	5,7	
2016 3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,5	7,5	
4° trim.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,2	5,5	
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	.	
2° trim.	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	4,1	.	
2017 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	3,6	0,2	5,8	-	-	
giu.	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	-	-	
lug.	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	1,0	2,2	3,3	0,3	1,9	-	-	
ago.	104,3	2,5	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,3	0,3	3,4	-	-	

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	0,9	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-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	0,5	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 4° trim.	107,2	0,7	0,8	0,7	0,6	0,9	-0,1	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 1° trim.	107,3	0,7	1,4	1,6	1,0	1,3	2,6	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2° trim.	107,8	1,0	1,3	1,4	1,0	1,3	2,4	3,1	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	44,0	.	.	.	.	.	.
2017 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
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	46,3	.	.	.	.	.	.

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	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 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
3° trim.	8,7	4,9	6,9	3,3	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 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.	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3
set.	10,5	6,2	8,0	4,5	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
ott.	.	.	.	.	.	66,5	56,6	56,1	52,3

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	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 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	6.302,5	7.391,0	1.306,7	2.180,0	3.486,6	10.877,7	73,5	533,6	102,4	709,5	11.587,2
2° trim.	1.095,0	6.430,9	7.525,9	1.259,9	2.195,1	3.455,0	10.980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11.644,9
3° trim. ^(a)	1.103,0	6.579,5	7.682,4	1.223,1	2.209,2	3.432,3	11.114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11.796,6
2017 apr.	1.092,3	6.342,9	7.435,2	1.280,1	2.183,0	3.463,0	10.898,3	72,3	518,7	81,0	671,9	11.570,2
mag.	1.092,4	6.376,5	7.468,9	1.264,3	2.190,4	3.454,8	10.923,6	72,5	518,5	81,8	672,8	11.596,5
giu.	1.095,0	6.430,9	7.525,9	1.259,9	2.195,1	3.455,0	10.980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11.644,9
lug.	1.093,9	6.458,0	7.551,9	1.245,4	2.201,0	3.446,4	10.998,3	66,7	513,4	79,5	659,5	11.657,8
ago.	1.099,1	6.535,4	7.634,5	1.245,7	2.206,4	3.452,1	11.086,6	72,5	519,9	75,1	667,5	11.754,1
set. ^(a)	1.103,0	6.579,5	7.682,4	1.223,1	2.209,2	3.432,3	11.114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11.796,6
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	540,6	577,3	-109,2	15,9	-93,3	484,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	534,2
2016 4° trim.	6,5	152,1	158,6	-66,7	3,2	-63,5	95,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	108,6
2017 1° trim.	15,5	187,9	203,3	-11,3	4,1	-7,2	196,1	3,1	10,0	6,0	19,1	215,3
2° trim.	6,4	148,0	154,4	-37,2	14,7	-22,5	132,0	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	89,0
3° trim. ^(a)	7,9	156,6	164,5	-34,7	11,0	-23,8	140,7	0,9	17,3	0,0	18,2	158,9
2017 apr.	3,7	45,0	48,7	-25,0	3,1	-22,0	26,7	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-10,8
mag.	0,1	44,7	44,8	-8,7	6,9	-1,8	43,1	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,5
giu.	2,6	58,3	60,9	-3,5	4,7	1,3	62,2	-4,1	-3,1	1,4	-5,9	56,3
lug.	-1,1	33,2	32,1	-12,4	2,8	-9,7	22,4	-1,4	-1,8	0,8	-2,4	20,1
ago.	5,3	80,9	86,1	0,7	5,4	6,0	92,2	6,2	6,6	-6,9	5,8	98,0
set. ^(a)	3,8	42,5	46,3	-23,0	2,8	-20,2	26,1	-3,9	12,5	6,1	14,8	40,9
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	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2016 4° trim.	3,5	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2017 1° trim.	3,7	10,0	9,0	-7,5	0,8	-2,5	5,0	-14,4	12,9	4,2	8,1	5,2
2° trim.	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
3° trim. ^(a)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1
2017 apr.	4,2	10,0	9,1	-8,7	0,9	-2,9	5,0	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
mag.	3,9	10,1	9,2	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,5	1,6	4,9
giu.	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
lug.	3,4	10,0	9,0	-9,9	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,7	-17,6	-2,1	4,5
ago.	3,5	10,6	9,5	-9,1	1,4	-2,7	5,4	-10,9	6,2	-24,7	-0,4	5,0
set. ^(a)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1

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				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	979,8	196,3	380,6
2016 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	979,8	196,3	380,6
2017 1° trim.	2.170,8	1.743,3	303,7	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,0	190,9	389,1
2° trim.	2.196,2	1.775,3	295,5	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	971,1	198,0	400,2
3° trim. ^(a)	2.215,9	1.805,6	284,7	120,5	5,1	6.253,0	3.631,6	582,8	2.036,7	1,9	989,7	201,5	420,3
2017 apr.	2.164,7	1.746,0	294,8	117,1	6,8	6.156,5	3.524,2	611,5	2.017,6	3,2	959,8	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	963,9	195,8	397,7
giu.	2.196,2	1.775,3	295,5	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	971,1	198,0	400,2
lug.	2.177,7	1.761,6	290,6	119,2	6,3	6.200,7	3.573,4	593,4	2.032,0	2,0	987,7	193,5	411,4
ago.	2.205,6	1.792,8	286,7	120,2	5,8	6.231,3	3.604,9	589,2	2.035,2	2,0	999,6	202,1	421,3
set. ^(a)	2.215,9	1.805,6	284,7	120,5	5,1	6.253,0	3.631,6	582,8	2.036,7	1,9	989,7	201,5	420,3
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	298,8	333,0	-46,8	13,4	-0,8	29,0	-30,6	17,1
2016 4° trim.	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	68,6	90,6	-24,5	3,4	-0,9	21,4	-11,1	-4,9
2017 1° trim.	96,4	88,4	11,3	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-6,2	-5,2	8,6
2° trim.	34,9	38,0	-5,2	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	15,6	7,5	10,8
3° trim. ^(a)	23,8	33,2	-9,6	1,7	-1,4	62,2	71,4	-16,1	7,2	-0,3	23,6	3,7	20,3
2017 apr.	-2,6	4,5	-7,3	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-10,6	9,0	8,2
mag.	11,9	10,3	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	16,6	-3,7	0,1
giu.	25,6	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	9,5	2,2	2,5
lug.	-14,8	-10,8	-4,0	0,3	-0,3	9,9	13,1	-5,5	2,5	-0,2	19,9	-4,2	11,4
ago.	29,6	32,4	-3,4	1,1	-0,4	31,0	31,9	-4,1	3,3	0,0	13,8	8,7	9,9
set. ^(a)	9,0	11,7	-2,2	0,3	-0,8	21,3	26,5	-6,5	1,5	-0,1	-10,1	-0,7	-1,0
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	3,1	-13,6	4,7
2016 4° trim.	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,6	4,7
2017 1° trim.	8,1	11,7	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	2,1	1,5	-13,3	3,6
2° trim.	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4
3° trim. ^(a)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0
2017 apr.	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,3	-11,1	1,2	-9,9	1,1	-7,7	5,4
mag.	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,0	2,5	-9,0	4,9
giu.	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4
lug.	6,8	9,7	-5,3	1,1	-24,4	4,5	10,0	-12,6	1,5	-30,3	5,4	-9,9	6,8
ago.	8,1	11,3	-5,2	1,6	-32,1	4,5	9,9	-12,4	1,5	-29,2	6,4	-5,3	9,3
set. ^(a)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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 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.	4.457,4	1.065,2	3.378,0	12.962,7	10.722,7	11.038,6	4.297,6	5.486,4	826,2	112,5	1.439,9	800,0
3° trim. ^(p)	4.544,1	1.052,2	3.477,8	13.019,4	10.785,6	11.102,5	4.300,5	5.523,6	850,6	111,0	1.439,0	794,7
2017 apr.	4.465,9	1.072,2	3.379,5	12.953,4	10.741,3	11.044,1	4.337,2	5.465,7	823,9	114,4	1.423,4	788,7
mag.	4.477,9	1.066,4	3.397,1	12.975,3	10.746,0	11.058,0	4.341,4	5.473,0	820,6	111,0	1.439,9	789,4
giu.	4.457,4	1.065,2	3.378,0	12.962,7	10.722,7	11.038,6	4.297,6	5.486,4	826,2	112,5	1.439,9	800,0
lug.	4.492,3	1.058,3	3.419,6	12.990,4	10.735,3	11.071,6	4.303,1	5.486,2	831,6	114,3	1.458,5	796,6
ago.	4.539,5	1.058,9	3.466,2	12.992,0	10.761,6	11.084,5	4.302,4	5.507,3	837,2	114,7	1.442,5	787,8
set. ^(p)	4.544,1	1.052,2	3.477,8	13.019,4	10.785,6	11.102,5	4.300,5	5.523,6	850,6	111,0	1.439,0	794,7
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	25,2	1,5
2016	489,5	-34,8	524,2	315,8	233,4	258,2	81,2	119,2	44,1	-11,1	78,1	4,3
2016 4° trim.	161,4	-20,2	181,7	78,6	61,6	69,1	19,4	35,1	3,8	3,3	15,3	1,6
2017 1° trim.	77,9	-10,9	88,3	147,8	97,7	86,5	27,9	51,1	18,2	0,5	40,6	9,5
2° trim.	23,5	-3,2	26,6	55,7	18,8	42,0	-2,5	39,2	-17,6	-0,3	20,9	16,0
3° trim. ^(p)	90,9	-10,0	101,0	80,7	87,3	93,0	20,8	41,6	26,3	-1,5	0,2	-6,8
2017 apr.	26,6	1,8	24,7	-7,7	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,3	-2,7
mag.	13,9	-3,2	17,0	31,0	14,1	22,8	8,8	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0
giu.	-17,0	-1,8	-15,1	32,5	9,4	12,7	-18,4	18,1	8,2	1,5	4,3	18,7
lug.	34,9	-6,5	41,3	40,3	25,0	45,8	13,5	0,9	8,7	1,9	19,3	-4,0
ago.	41,8	0,3	41,5	13,5	34,6	22,4	3,9	23,2	7,0	0,4	-15,7	-5,4
set. ^(p)	14,2	-3,8	18,3	26,9	27,6	24,9	3,4	17,5	10,6	-3,8	-3,4	2,7
Variazioni percentuali												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6
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	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2016 4° trim.	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
2° trim.	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
3° trim. ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6
2017 apr.	10,3	-4,4	16,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,6	1,5	7,6	4,5
mag.	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,2	0,2	8,1	3,9
giu.	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
lug.	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,7	7,5	5,7
ago.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
set. ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2014	4.317,2	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 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.	4.297,6	4.310,2	988,7	797,4	2.511,4	5.486,4	5.798,7	634,8	4.113,9	737,8
3° trim. ^(b)	4.300,5	4.324,7	973,7	813,3	2.513,5	5.523,6	5.828,1	643,2	4.149,1	731,3
2017 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.	4.341,4	4.344,2	1.002,0	804,8	2.534,6	5.473,0	5.792,3	635,2	4.096,7	741,1
giu.	4.297,6	4.310,2	988,7	797,4	2.511,4	5.486,4	5.798,7	634,8	4.113,9	737,8
lug.	4.303,1	4.326,1	984,0	801,9	2.517,2	5.486,2	5.810,9	639,4	4.113,1	733,7
ago.	4.302,4	4.325,4	980,7	804,5	2.517,2	5.507,3	5.819,9	642,2	4.132,6	732,5
set. ^(b)	4.300,5	4.324,7	973,7	813,3	2.513,5	5.523,6	5.828,1	643,2	4.149,1	731,3
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	119,2	113,8	23,4	105,0	-9,2
2016 4° trim.	19,4	29,8	-10,1	7,7	21,9	35,1	31,4	9,2	30,5	-4,5
2017 1° trim.	27,9	30,7	8,3	6,3	13,3	51,1	46,0	11,3	40,0	-0,3
2° trim.	-2,5	9,4	-2,1	0,6	-1,0	39,2	40,8	10,2	28,9	0,2
3° trim. ^(b)	20,8	36,5	-9,3	19,1	11,0	41,6	32,9	9,8	35,9	-4,2
2017 apr.	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
mag.	8,8	8,5	7,5	1,0	0,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
giu.	-18,4	-9,0	-5,6	-4,0	-8,8	18,1	11,4	0,8	17,0	0,4
lug.	13,5	24,8	-1,4	6,1	8,8	0,9	12,5	5,1	-0,6	-3,6
ago.	3,9	4,7	-1,4	3,7	1,6	23,2	11,2	3,2	20,0	0,0
set. ^(b)	3,4	7,0	-6,5	9,4	0,5	17,5	9,2	1,6	16,5	-0,6
Variazioni percentuali										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 4° trim.	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 1° trim.	1,7	2,4	-2,8	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
2° trim.	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
3° trim. ^(b)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2
2017 apr.	1,6	2,5	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
mag.	1,6	2,5	-2,5	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
giu.	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
lug.	1,2	2,4	-2,2	3,7	1,9	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
ago.	1,4	2,4	-1,8	3,8	2,0	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
set. ^(b)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle 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'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6.997,7	2.119,7	79,8	2.254,7	2.543,5	1.353,7	262,5	205,9	135,6
2016	318,8	6.922,7	2.054,4	70,6	2.145,6	2.652,1	1.140,6	241,2	205,9	121,6
2016 4° trim.	318,8	6.922,7	2.054,4	70,6	2.145,6	2.652,1	1.140,6	241,2	205,9	121,6
2017 1° trim.	304,1	6.881,8	2.033,2	69,2	2.101,9	2.677,5	1.104,2	258,8	182,2	111,8
2° trim.	296,5	6.764,4	2.003,4	67,0	2.067,9	2.626,1	1.026,4	259,2	154,2	109,7
3° trim. ^(p)	378,5	6.701,3	1.976,2	61,7	2.016,7	2.646,7	1.032,1	280,8	142,2	85,6
2017 apr.	335,9	6.849,8	2.023,4	69,3	2.084,1	2.673,0	1.091,9	244,7	175,4	103,7
mag.	310,5	6.833,3	2.015,7	67,0	2.082,5	2.668,1	1.040,5	246,5	162,4	104,3
giu.	296,5	6.764,4	2.003,4	67,0	2.067,9	2.626,1	1.026,4	259,2	154,2	109,7
lug.	322,1	6.724,7	1.990,5	63,5	2.058,0	2.612,7	1.044,9	177,0	128,1	76,4
ago.	352,3	6.728,8	1.981,2	62,6	2.039,7	2.645,3	1.027,6	276,2	124,4	69,0
set. ^(p)	378,5	6.701,3	1.976,2	61,7	2.016,7	2.646,7	1.032,1	280,8	142,2	85,6
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	-212,8	-106,2	-13,5	-215,4	122,2	-85,3	-18,6	21,4	-4,0
2016	31,0	-104,3	-70,3	-9,1	-110,4	85,5	-275,8	-68,7	12,8	-12,0
2016 4° trim.	6,6	-9,5	-18,6	-2,6	-11,9	23,6	-43,9	-90,4	-0,2	-7,5
2017 1° trim.	-16,2	-14,1	-15,0	-1,4	-30,8	33,2	-37,3	-3,5	-22,5	-9,1
2° trim.	-7,6	-6,1	-22,2	-2,1	3,4	14,8	-18,9	15,0	-28,0	-2,1
3° trim. ^(p)	87,8	-14,4	-24,2	-2,9	-30,6	43,3	35,9	24,9	-11,9	-24,1
2017 apr.	31,8	-13,1	-8,2	0,2	-6,2	1,1	-0,7	-10,3	-6,8	-8,2
mag.	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-28,1	16,2	-13,0	0,6
giu.	-14,0	-7,9	-8,4	0,0	-4,7	5,3	9,8	9,2	-8,2	5,4
lug.	25,7	-0,3	-10,8	-1,1	3,7	7,9	38,3	-68,1	-26,0	-33,3
ago.	30,1	0,1	-8,2	-0,8	-10,7	19,9	-18,2	91,2	-3,7	-7,5
set. ^(p)	32,0	-14,2	-5,2	-1,0	-23,5	15,4	15,7	1,8	17,8	16,6
Variazioni percentuali										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-2,9	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 4° trim.	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 1° trim.	-4,6	-1,0	-3,9	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,1	-25,3
2° trim.	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	-	-	-30,7	-22,6
3° trim. ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	-	-	-30,4	-33,3
2017 apr.	5,5	-1,3	-4,2	-9,0	-4,6	4,0	-	-	-20,8	-24,8
mag.	3,2	-1,1	-4,3	-11,6	-3,9	4,0	-	-	-23,4	-23,6
giu.	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	-	-	-30,7	-22,6
lug.	-2,5	-0,8	-4,0	-11,4	-2,7	3,7	-	-	-35,6	-39,5
ago.	9,2	-0,7	-4,1	-11,7	-2,9	4,1	-	-	-38,2	-48,0
set. ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	-	-	-30,4	-33,3

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	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 3° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
4° trim.	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 1° trim.	-1,3	.	.	.	.	0,8
2° 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	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 3° trim.	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,8
4° trim.	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 1° trim.	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
2° trim.	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7	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	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 3° trim.	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 1° trim.	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2016 3° trim.	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
4° trim.	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2017 1° trim.	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0
2° trim.	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8

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	15,8	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 2° trim.	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,1
3° trim.	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2
4° trim.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 1° trim.	14,4	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2017 apr.	14,1	12,4	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
mag.	14,2	12,5	4,3	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	2,5	0,2	1,3
ago.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
set.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 3° trim.	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0	
4° trim.	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 1° trim.	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8	
2° trim.	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0	
Debito pubblico										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 3° trim.	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5	
4° trim.	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5	
2017 1° trim.	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6	
2° trim.	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 3° trim.	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
4° trim.	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 1° trim.	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
2° trim.	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Debito pubblico										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 3° trim.	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
4° trim.	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 1° trim.	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
2° trim.	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

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 25 ottobre 2017.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-007-IT-N (online)

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