BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2017

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2017

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale 4

1 Contesto esterno 7

2 Andamenti finanziari 13

3 Attività economica 18

4 Prezzi e costi 24

5 Moneta e credito 29

6 Andamenti della finanza pubblica 36

Riquadri 38

1 Le determinanti dei prezzi dei metalli 38

2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 26 luglio al 31 ottobre 2017 42

3 Il recente dinamismo degli indicatori basati sulle indagini: implicazioni per la profondità e l'ampiezza della crescita del PIL in termini reali 46

4 La percezione delle dinamiche del mercato del lavoro nell'area dell'euro nell'indagine presso i previsori professionali della BCE 50

5 Un'analisi della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per l'esercizio 2018 53

Articoli 58

1 Il mercato petrolifero nell'era del petrolio da scisti 58

2 L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro 76

Statistiche S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 14 dicembre 2017, il Consiglio direttivo ha concluso che un ampio grado di accomodamento monetario è ancora necessario per assicurare un ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione di politica monetaria di fine ottobre, comprese le ultime proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema, indicano un ritmo sostenuto dell'espansione economica e un significativo miglioramento delle prospettive di crescita. Secondo il Consiglio direttivo il forte slancio congiunturale e la considerevole riduzione della capacità inutilizzata nell'economia inducono a ritenere con maggiore fiducia che l'evoluzione dei prezzi convergerà verso l'obiettivo di inflazione. Allo stesso tempo, le pressioni interne sui prezzi rimangono nel complesso moderate e devono ancora mostrare segnali convincenti di una protratta tendenza al rialzo. Il Consiglio direttivo ha perciò concluso che un ampio grado di stimolo monetario rimane necessario affinché le spinte inflazionistiche di fondo continuino ad accumularsi e sostengano la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Il perdurare del sostegno monetario deriva dagli ulteriori acquisti netti di attività stabiliti dal Consiglio direttivo nella riunione di politica monetaria di ottobre, dalle rilevanti consistenze acquistate, dai prossimi reinvestimenti, nonché dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 14 dicembre 2017

La valutazione economica del Consiglio direttivo riflette un'espansione dell'attività nell'area dell'euro che continua a essere solida e generalizzata nei diversi paesi e settori. La crescita del PIL in termini reali è sostenuta dalla crescita dei consumi privati e degli investimenti, nonché dalle esportazioni, che beneficiano della ripresa generalizzata a livello mondiale. I risultati dell'ultima indagine e i dati più recenti confermano una robusta dinamica espansiva. Anche l'economia internazionale continua a espandersi a ritmi sostenuti, e la ripresa evidenzia segnali di sincronizzazione a livello mondiale.

Le condizioni di finanziamento nell'area dell'euro sono rimaste molto favorevoli. Dal 7 settembre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti. Anche i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, mentre le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) sono salite. Nel contempo, le valutazioni delle obbligazioni e delle azioni societarie hanno continuato a essere sostenute dalle solide prospettive economiche. Sui mercati dei cambi l'euro è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi.

In prospettiva, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,4 per cento nel 2017, al 2,3 per cento nel 2018, all'1,9 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020. Rispetto all'esercizio svolto dagli esperti della BCE lo scorso settembre, le prospettive di crescita del PIL sono state riviste al rialzo in misura considerevole. Ci si attende che l'espansione economica in atto nell'area dell'euro continui a essere sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE. Inoltre, la spesa privata e la crescita dei consumi sono sospinte dalle minori necessità di riduzione della leva finanziaria e dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. I miglioramenti nella redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli continuano a promuovere la ripresa degli investimenti societari. Nel contempo, gli esportatori dell'area dell'euro stanno beneficiando della perdurante espansione economica.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è collocata all'1,5 per cento, in aumento rispetto all'1,4 per cento di ottobre. Nel contempo, le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato di recente una certa moderazione, ascrivibile in parte a fattori straordinari. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva si riduca nei prossimi mesi, riflettendo principalmente effetti base nei prezzi dei beni energetici, per poi tornare a crescere. L'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associati a tale espansione.

Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,4 per cento nel 2018, dell'1,5 per cento nel 2019 e dell'1,7 per cento nel 2020. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso settembre formulate dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo, soprattutto per effetto delle più elevate quotazioni del petrolio e dei beni alimentari.

Secondo le ultime proiezioni degli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione, principalmente per effetto del miglioramento delle condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. Secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro in termini aggregati sarebbe sostanzialmente neutro. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro continuerà probabilmente a diminuire, ancorché da un livello tuttora elevato.

A integrazione della valutazione economica, l'analisi monetaria ha evidenziato il perdurare della crescita vigorosa dell'aggregato monetario nel mese di ottobre e nel corso del terzo trimestre del 2017. L'aggregato monetario ampio ha continuato a espandersi a un tasso del 5 per cento in ottobre, in linea con il ritmo costante registrato a partire dalla metà del 2015. Prosegue anche la ripresa

della crescita dei prestiti al settore privato. Si stima che il flusso annuo totale di finanziamenti esterni a favore delle SNF si sia rafforzato nel terzo trimestre del 2017, di riflesso a miglioramenti sia nella concessione di credito da parte delle banche, sia nell'emissione dei titoli di debito.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di un ampio grado di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano sui livelli attuali per un prolungato periodo di tempo, e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che da gennaio 2018 intende proseguire gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) 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 riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Inoltre, il Consiglio direttivo ha nuovamente confermato che, qualora le prospettive divenissero meno favorevoli o le condizioni finanziarie risultassero incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, sarebbe pronto a incrementare il PAA in termini di entità e/o durata. Il Consiglio direttivo ha altresì ribadito che 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 necessario.

1 Contesto esterno

L'economia mondiale continua a espandersi a ritmi sostenuti, evidenziando segnali crescenti di sincronizzazione. Le prospettive per le economie avanzate delineano una robusta espansione, con un'attenuazione nell'orizzonte di proiezione connessa al progredire della ripresa. Tra le economie emergenti le prospettive sono sostenute dal rafforzamento dell'attività nei paesi esportatori di materie prime. Gli indicatori dell'economia mondiale segnalano un recupero nel terzo trimestre. L'inflazione su scala mondiale dovrebbe aumentare lentamente, riflettendo la riduzione della capacità produttiva inutilizzata a livello globale.

Attività economica e commercio mondiale

Il ritmo sostenuto di espansione dell'economia mondiale è divenuto più generalizzato e si è protratto fino alla seconda metà dell'anno. La ripresa mostra segnali di sincronizzazione a livello mondiale, poiché la quota di paesi che evidenziano una crescita dell'attività economica sopra la media degli anni recenti è in aumento dalla seconda metà del 2016. Tra le economie avanzate, nel terzo trimestre l'attività economica degli Stati Uniti è cresciuta a ritmo sostenuto nonostante l'impatto dei recenti uragani. Si è mantenuta robusta anche la crescita del PIL in termini reali in Giappone, mentre l'attività economica nel Regno Unito è stata relativamente debole, in parte per l'effetto negativo del deprezzamento della sterlina sul reddito e sui consumi reali delle famiglie, che ha più che compensato il guadagno di competitività e l'impulso positivo proveniente dalla sempre più solida espansione economica dell'area dell'euro. Tra le economie emergenti, l'attività economica è stata sostenuta da India e Cina così come dal recupero di Brasile e Russia dopo le profonde recessioni, malgrado l'attesa di una certa perdita di dinamismo in quest'ultima.

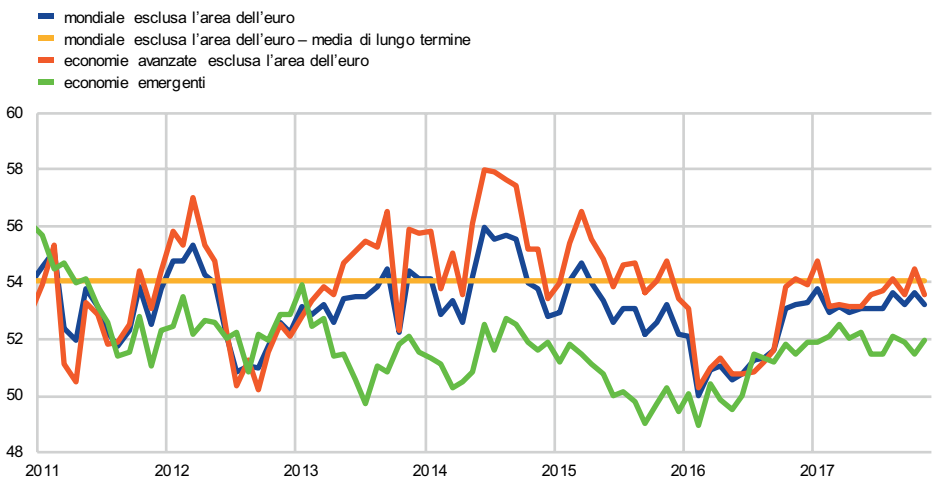
Gli indicatori tratti dalle indagini campionarie e da quelle sul clima di fiducia segnalano una crescita mondiale sostenuta nel breve periodo. Nel terzo trimestre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è rimasto su livelli simili a quelli registrati nei due trimestri precedenti, prossimi alle medie di lungo periodo, segnalando una stabile prosecuzione della crescita dell'attività mondiale (cfr. grafico 1). Anche gli indicatori delle indagini sul clima di fiducia sono cresciuti nel corso degli ultimi mesi.

Le politiche monetarie manifestano una certa divergenza, ma le condizioni finanziarie mondiali rimangono nel complesso favorevoli. I mercati continuano ad attendersi un inasprimento monetario molto graduale negli Stati Uniti. Nella riunione di settembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha mantenuto invariati i tassi di riferimento, decidendo tuttavia di iniziare a ridurre il bilancio del Federal Reserve System. A dicembre, in linea con le aspettative di mercato, si è verificato un innalzamento dei tassi. Le aspettative di inasprimento nel Regno Unito, confermate dalla crescita dei tassi di riferimento ufficiali, hanno continuato a consolidarsi dopo il balzo dell'inflazione oltre i livelli obiettivo e le perduranti pressioni al rialzo sui prezzi seguite al recente deprezzamento della sterlina. In Giappone

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



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

la banca centrale ha mantenuto un orientamento accomodante. Per contenere la leva finanziaria all'interno del sistema, dall'inizio dell'anno la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha consentito l'inasprimento delle condizioni finanziarie, incrementando i tassi di interesse sul mercato aperto e guidando al rialzo i tassi interbancari. Altre economie emergenti (EME), tra cui l'India e alcuni paesi esportatori di materie prime, hanno ridotto i tassi di riferimento riflettendo la diminuzione delle spinte inflazionistiche e l'apprezzamento dei tassi di cambio. Nel complesso, il clima di fiducia dei mercati finanziari è rimasto sostenuto nelle economie avanzate, evidenziando guadagni sui mercati azionari e un calo ulteriore della volatilità. Tra le EME i tassi di interesse sono diminuiti in alcune delle principali economie, contribuendo a un modesto allentamento delle condizioni finanziarie, e hanno subito un notevole incremento gli afflussi di capitale.

In prospettiva ci si attende che l'attività economica rimanga sostanzialmente stabile a livello mondiale, con andamenti tuttavia notevolmente differenziati tra paesi e regioni. Le prospettive per le economie avanzate prevedono una robusta espansione, che va attenuandosi nel periodo di proiezione al procedere della ripresa, in particolare negli Stati Uniti e in Giappone, e al graduale ridursi dell'output gap. La crescita nel Regno Unito dovrebbe invece permanere moderata. Tra le EME le prospettive sono sostenute dalla ripresa nei paesi esportatori di materie prime, in particolare Brasile e Russia. In India e in Cina l'espansione resta solida, sebbene in Cina si preveda la transizione verso una dinamica di minore crescita a fronte del rallentamento della crescita potenziale. Nel complesso tali andamenti dovrebbero sostanzialmente compensarsi, determinando prospettive stabili di crescita del PIL a livello mondiale.

Negli ultimi anni il potenziale di crescita è diminuito nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti e dovrebbe stabilizzarsi al di sotto dei livelli pre-crisi. Nelle economie avanzate sono diminuiti i contributi apportati

dal capitale a seguito della forte riduzione dei tassi di investimento all'indomani della crisi finanziaria, determinati dal conseguente indebolimento delle attese relative alle prospettive di domanda, dall'inasprimento delle condizioni finanziarie e dalla maggiore incertezza. Gli investimenti sono diminuiti anche nelle economie emergenti, in particolare nei paesi esportatori di materie prime. In diversi paesi il calo del potenziale di crescita è stato intensificato dal venir meno del sostegno dato dall'evoluzione demografica.

Negli Stati Uniti l'attività economica dovrebbe rimanere robusta sulla scorta di una solida domanda interna. Proseguirà la ripresa grazie alla vigorosa crescita degli investimenti e dei consumi via via che le più tese condizioni del mercato del lavoro si traducono gradualmente in maggiori incrementi salariali e le condizioni finanziarie favorevoli accrescono la ricchezza. Il consolidarsi della domanda esterna e il recente deprezzamento del dollaro statunitense contribuiscono inoltre a sostenere le prospettive per il paese. La riforma della tassazione e l'associato pacchetto fiscale dovrebbero imprimere un certo slancio a partire dal prossimo anno. In base alle previsioni, tuttavia, la crescita del PIL subirà un graduale rallentamento nel medio periodo, ritornando al proprio livello potenziale.

Nel Regno Unito la crescita in termini reali del PIL dovrebbe mantenersi relativamente modesta a causa dell'elevata incertezza. Nei prossimi trimestri dovrebbe proseguire il recente rallentamento dell'attività economica indotto dai consumi privati, i quali risentono dell'impatto sulle famiglie dell'aumento dell'inflazione e della contrazione della crescita dei salari reali. Le aspettative di crescita relativamente modeste riflettono l'impatto dell'elevato grado di incertezza presente e del forte deprezzamento della sterlina successivo al referendum britannico sull'appartenenza all'UE.

In Giappone l'espansione economica dovrebbe restare solida, sostenuta da fattori interni ed esterni. Se è probabile che l'esaurirsi del sostegno fiscale agisca da freno alla crescita, l'attività economica dovrebbe beneficiare del rafforzamento della domanda estera, dei guadagni degli investimenti privati associati a profitti elevati e a maggiore scarsità di manodopera e capacità produttiva, e delle favorevoli condizioni di finanziamento. L'attuazione dell'aumento dell'IVA previsto per ottobre 2019 dovrebbe tuttavia esercitare un impatto negativo sull'attività economica.

In Cina l'attività economica continua a crescere a ritmo sostenuto, supportata dalla tenuta dei consumi e dalla perdurante solidità del mercato immobiliare. Nel breve periodo le prospettive dipendono in prevalenza dall'enfasi posta dalle autorità sulla crescita stabile nel contesto della transizione politica in atto, mentre per il medio periodo si ipotizza l'ulteriore graduale attuazione di riforme strutturali, che indurranno un rallentamento controllato.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale l'attività economica dovrebbe rafforzarsi nel breve periodo, trainata da un recupero degli investimenti e dal vigore dei consumi privati. In prospettiva, la domanda interna rimarrà la principale determinante della crescita economica, sulla scia del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e di un maggior utilizzo dei fondi dell'UE.

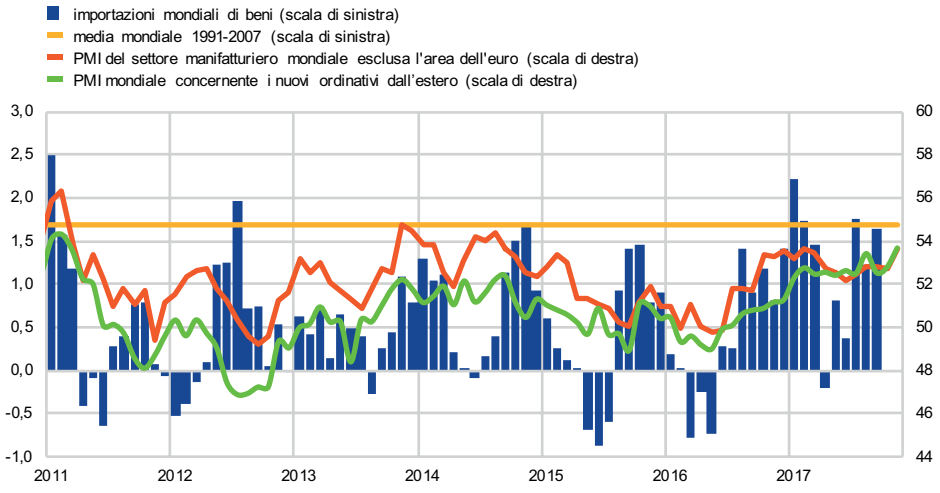
Nei maggiori paesi esportatori di materie prime prosegue la ripresa dopo le profonde recessioni. In Russia gli indicatori anticipatori segnalano un indebolimento della ripresa nel breve periodo, ma la crescita dovrebbe in seguito riprendere sospinta dal rincaro del petrolio, dal rafforzamento del rublo e dal calo dell'inflazione. Ci si attende che nel medio periodo la crescita rimanga contenuta a fronte di vincoli di finanza pubblica che gravano sul contesto in cui operano le imprese e della mancanza di investimenti fissi e di riforme strutturali, fattori che nel complesso ne minano la capacità produttiva. In Brasile, sebbene le ricorrenti incertezze politiche frenino gli investimenti delle imprese e la spesa per consumi, l'economia nel medio periodo sarà sostenuta dall'allentamento delle condizioni finanziarie, dal maggiore accomodamento monetario e dal miglioramento delle ragioni di scambio.

Nel secondo trimestre la crescita del commercio mondiale è rimasta solida e le prospettive permangono favorevoli nel breve periodo. L'accelerazione della crescita delle importazioni di beni suggerisce una dinamica ancora vivace del commercio internazionale nel terzo trimestre dell'anno (cfr. grafico 2). I volumi di importazioni di beni sono aumentati dell'1,6 per cento a settembre (in termini di media mobile di tre mesi sul trimestre precedente), principalmente grazie a una netta ripresa della crescita delle importazioni nelle EME, soprattutto in Asia e America latina. Per contro, i dati di settembre relativi alle economie avanzate risultano negativi per Stati Uniti e Giappone, confermando il calo delle importazioni (di beni e servizi) nelle contabilità nazionali rese disponibili. Gli indicatori anticipatori sembrano confermare dinamiche robuste del commercio mondiale, con l'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero stabilmente collocato su livelli elevati all'inizio del quarto trimestre.

Grafico 2

Commercio mondiale di beni

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



Fonti: elaborazioni di Markit, CPB e della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2017 (PMI del settore manifatturiero mondiale), ottobre 2017 (PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero) e settembre 2017 (commercio).

In un orizzonte di più lungo termine il commercio mondiale dovrebbe continuare a espandersi. I segnali positivi desunti dagli indicatori sul commercio e dalle indagini, rivelatisi ripetutamente migliori delle previsioni, potrebbero suggerire che nell'interscambio mondiale vi sia uno slancio congiunturale più intenso del previsto, connesso alla ripresa ciclica e al recupero degli investimenti.

Nel complesso la crescita mondiale dovrebbe restare sostanzialmente stabile nell'orizzonte temporale di proiezione. Stando alle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2017 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe salire dal 3,7 per cento nel 2017 al 3,9 nel 2018, prima di ritornare gradualmente al 3,7 nel 2020. Nell'orizzonte temporale di proiezione, tale andamento è indotto da un graduale rallentamento per le economie avanzate in cui il ciclo è più maturo, ed è controbilanciato da un maggiore dinamismo nelle EME, in particolare in America latina. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare del 5,5 per cento nel 2017, del 4,4 nel 2018, del 3,8 nel 2019 e del 3,5 nel 2020. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, il PIL mondiale è solo lievemente rivisto al rialzo nel periodo 2017-2018. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo nell'intero orizzonte temporale di proiezione, sulla base di dati aggiornati e di una valutazione più favorevole degli andamenti di medio periodo.

I rischi per le prospettive dell'attività mondiale sono orientati verso l'alto nel breve periodo, ma rimangono sbilanciati verso il basso nel medio periodo. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, è possibile che il miglioramento del clima di fiducia si traduca in una ripresa più rapida dell'attività economica. Anche uno stimolo fiscale maggiore del previsto, in linea con gli orientamenti attualmente dibattuti dal Congresso statunitense, presenta un moderato rischio al rialzo per la crescita degli Stati Uniti e per quella mondiale. Prevalgono tuttavia i rischi al ribasso di medio periodo, quali un aumento del protezionismo, un improvviso inasprimento delle condizioni di finanziamento a livello mondiale (che potrebbe interessare in particolare le EME vulnerabili), turbolenze associate al processo di riforma e liberalizzazione in Cina e incertezze politiche e geopolitiche, incluse quelle riguardanti le future relazioni fra il Regno Unito e l'Unione europea.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

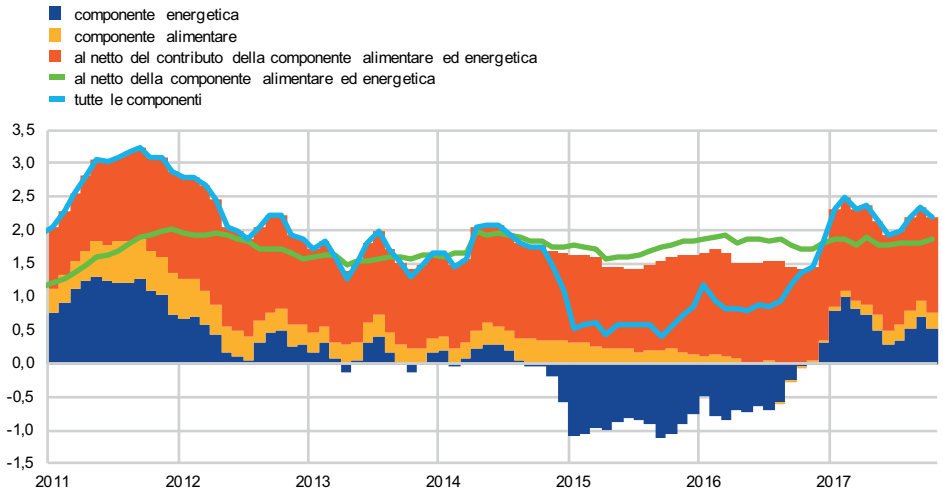
L'inflazione al consumo mondiale è lievemente diminuita a ottobre, riflettendo il calo dei prezzi dei beni energetici. A ottobre l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è scesa al 2,2 per cento (cfr. grafico 3), dopo aver subito un incremento nei mesi precedenti per l'intensificarsi del contributo dei prezzi dell'energia. Al netto della componente alimentare ed energetica, tuttavia, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE ha raggiunto l'1,9 per cento, dopo essersi mantenuta stabile all'1,8 nei cinque mesi precedenti.

Nelle ultime settimane i corsi petroliferi hanno continuato ad aumentare. I prezzi del greggio di qualità Brent sono aumentati, passando dai 50 dollari al barile di metà agosto agli oltre 64 del periodo recente. L'incremento dei prezzi è stato favorito dalle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dagli ultimi avvenimenti in Venezuela,

Grafico 3

Inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE

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



Fonte: OCSE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2017.

dal consolidarsi delle aspettative di un'estensione dell'accordo tra i paesi OPEC e non OPEC sui tagli alle forniture oltre marzo 2018, confermata dall'effettiva proroga dello scorso 30 novembre sino alla fine del 2018, e dall'elevata domanda di petrolio. I contratti future sul petrolio suggeriscono che i prezzi del greggio scenderanno al di sotto degli attuali livelli, raggiungendo i 61 dollari circa al barile nel 2018 e i 58 nel 2019. Nelle ultime settimane, per contro, i prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente diminuiti, sebbene le quotazioni dei minerali ferrosi abbiano registrato un incremento. Il riquadro 1 esamina in maggiore dettaglio le determinanti dei prezzi dei metalli, distinguendole in effetti di domanda e offerta.

In prospettiva, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare lentamente. Se da una parte l'attuale curva dei future sul greggio indica un lieve calo dei prezzi del petrolio nell'orizzonte temporale di proiezione, con un contributo molto limitato dei prezzi dell'energia all'inflazione, dall'altra la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo.

2 Andamenti finanziari

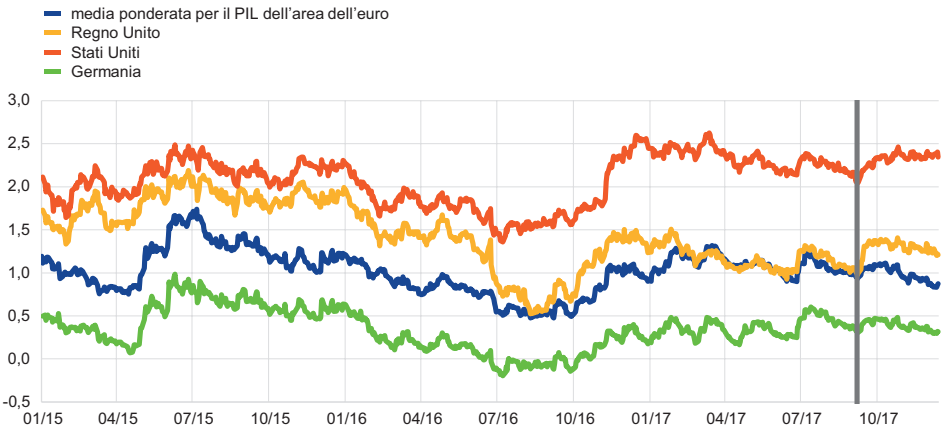
Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 7 settembre i rendimenti del titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti. Anche i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, mentre le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono salite con l'attenuarsi dei rischi geopolitici percepiti. Nel contempo, le valutazioni delle obbligazioni e delle azioni societarie hanno continuato a essere sostenute dalle solide prospettive economiche. Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti dagli inizi di settembre. Durante il periodo in rassegna (dal 7 settembre al 13 dicembre 2017), il rendimento dei titoli di Stato decennali in Germania ha registrato un incremento di 2 punti base, portandosi allo 0,32 per cento (cfr. grafico 4). Tuttavia, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 5 punti base, fino allo 0,88 per cento, a causa dei cali idiosincratici nei rendimenti dei titoli di Stato di alcuni dei paesi dell'area. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati rispettivamente di 30 e 24 punti base, portandosi al 2,34 e all'1,21 per cento. Sin dagli inizi di settembre, le variazioni dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro sono state nel complesso moderate, e non hanno rispecchiato gli aumenti dei tassi esteri, riflettendo le aspettative del mercato sulla politica monetaria dell'area dell'euro. Negli Stati Uniti la crescita è stata in parte determinata dalla prospettiva delle riforme al codice tributario federale, mentre nel Regno Unito un fattore è stata la rivalutazione dell'andamento futuro della politica monetaria.

Grafico 4

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



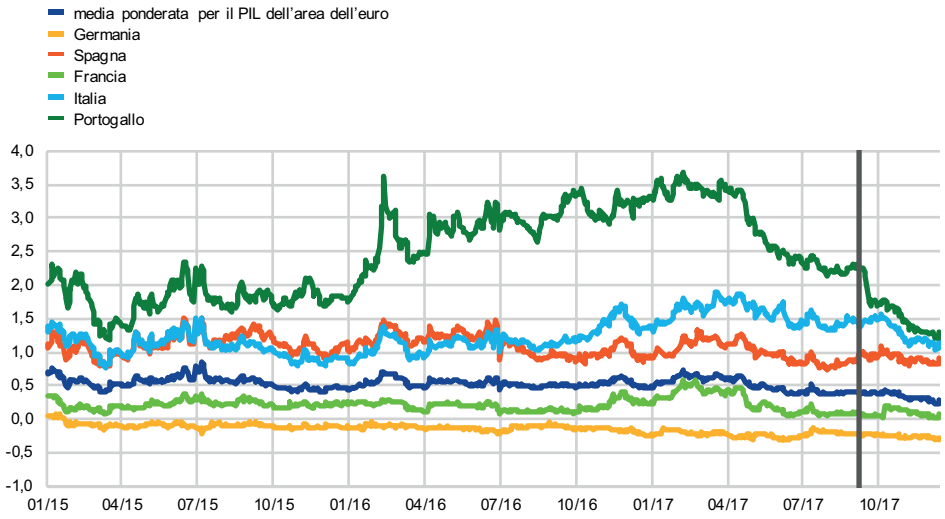
Fonti: Bloomberg e BCE.
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 settembre 2017). L'ultima rilevazione è del 13 dicembre 2017.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi overnight index swap (OIS) privi di rischio sono calati in vari paesi dell'area dell'euro. Si è oscillato fra ribassi di 3 punti base in Germania fino a 20 punti base in Italia e circa 100 punti base in Portogallo (cfr. grafico 5). In questi ultimi due paesi una valutazione più favorevole del merito di credito degli emittenti sovrani da parte di alcune delle principali agenzie di rating ha contribuito alla compressione dei differenziali, in linea con il miglioramento complessivo del quadro macroeconomico dell'area dell'euro. Inoltre, i cali idiosincratici in Portogallo e in Italia sono stati in gran parte responsabili della contrazione del rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro, come mostrato nel grafico 4.

Grafico 5

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: il differenziale di rendimento è calcolato sottraendo il tasso OIS decennale dal rendimento del titolo di Stato. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 settembre 2017). L'ultima rilevazione è del 13 dicembre 2017.

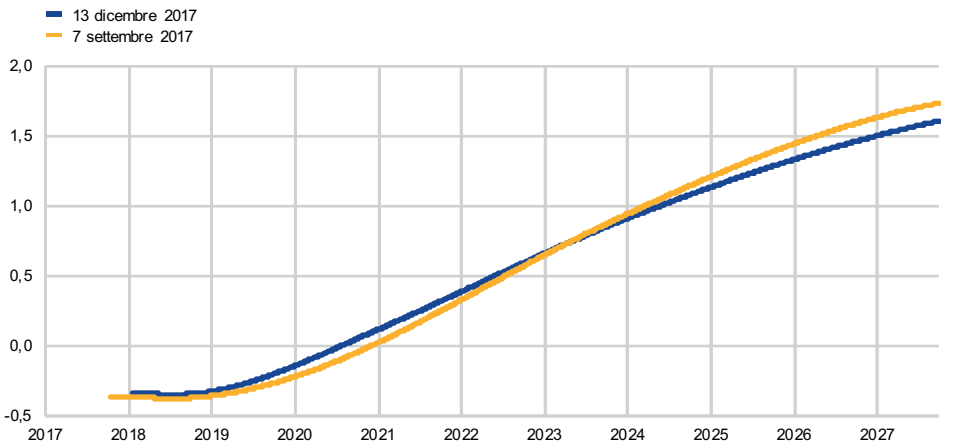
La curva a termine dell'EONIA (euro overnight index average) è rimasta sostanzialmente invariata. La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto per le scadenze a breve termine e lievemente verso il basso per quelle a più lungo termine (cfr. grafico 6). Il fatto che la curva si mantenga in territorio negativo fino circa alla metà del 2020 è coerente con le aspettative degli operatori di mercato di un valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale per un periodo di tempo prolungato.

L'Eonia si è attestato su una media di -35 punti base. A causa di fattori idiosincratici, l'Eonia ha raggiunto un picco di -24 punti base alla fine di novembre. La liquidità in eccesso è aumentata di circa 121 miliardi di euro, a circa 1898 miliardi, per effetto del proseguimento degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema. Le condizioni di liquidità sono illustrate in maggiore dettaglio nel riquadro 2.

Grafico 6

Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono ridotti ulteriormente. Il 7 dicembre 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 16 punti base rispetto all'inizio di settembre e inferiori di circa 80 punti base rispetto ai differenziali registrati a marzo 2016, prima dell'annuncio del programma di acquisto delle attività del settore societario. Anche i differenziali sulle obbligazioni di tipo non investment grade e sul debito del settore finanziario sono scesi, rispettivamente, di 11 e 16 punti base (cfr. grafico 7). I livelli contenuti e l'ulteriore compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono in linea con il rafforzamento della ripresa economica.

Grafico 7

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)

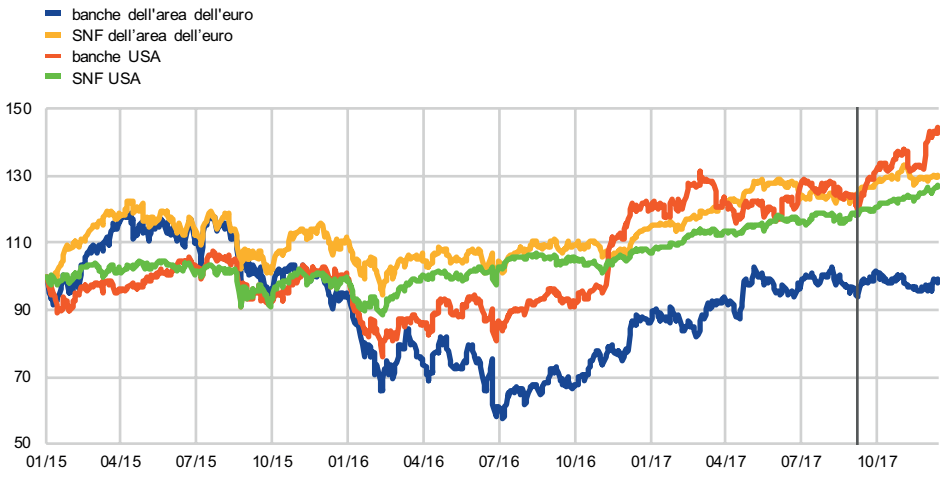
Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 settembre 2017). L'ultima rilevazione è del 13 dicembre 2017.

Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono aumentate. Alla fine del periodo considerato, le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche dell'area dell'euro erano aumentate di circa il 4 per cento, in parte per effetto di una riduzione del rischio geopolitico percepito (cfr. grafico 8). Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono inoltre ancora sostenute da solide prospettive economiche e dai conseguenti incrementi degli utili attesi. Alla fine del periodo considerato, le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche negli Stati Uniti erano aumentate rispettivamente del 7 e del 19 per cento, riflettendo la percezione positiva del mercato rispetto alla riforma delle imposte societarie. Nell'area dell'euro, le aspettative del mercato circa la volatilità delle quotazioni azionarie hanno registrato un lieve calo, mantenendosi sui livelli contenuti osservati nel corso dell'intero 2017, mentre negli Stati Uniti sono nel complesso diminuite.

Grafico 8

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



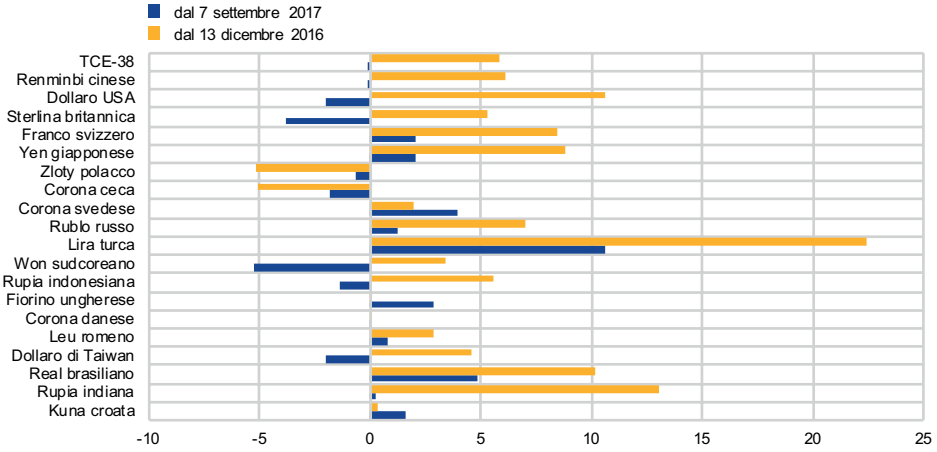
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 settembre 2017). L'ultima rilevazione è del 13 dicembre 2017.

Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile. Ciò, tuttavia, cela andamenti eterogenei nei cambi bilaterali. Dopo aver raggiunto il valore massimo all'inizio del periodo in esame, l'euro si è deprezzato del 2,0 per cento rispetto al dollaro USA (cfr. grafico 9), il che riflette sia le attese riguardo le politiche future che le relative notizie macroeconomiche. L'euro ha inoltre avuto un deprezzamento nei confronti della sterlina britannica (del 3,8 per cento) e nei confronti delle valute di diverse economie asiatiche emergenti. L'euro si è apprezzato nei confronti delle divise di alcune economie emergenti e avanzate, incluso il franco svizzero (del 2,1 per cento), lo yen giapponese (del 2,0 per cento) e il renminbi cinese, oltre a registrare un apprezzamento nei confronti delle valute di gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, eccezion fatta per lo zloty polacco e la corona ceca, nei confronti dei quali si è deprezzato, rispettivamente, dello 0,7 e dell'1,8 per cento.

Grafico 9

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

(valori percentuali)



Fonte: BCE.
Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate applicando i tassi di cambio vigenti al 13 dicembre 2017.

3 Attività economica

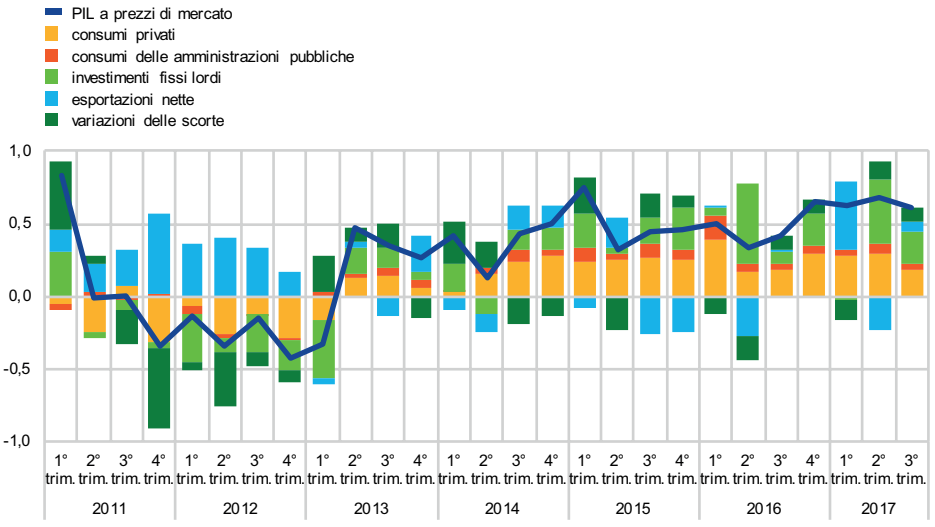
L'espansione economica nell'area dell'euro continua a essere solida e generalizzata nei diversi paesi e settori. La crescita del PIL in termini reali è sostenuta dalla crescita dei consumi privati e degli investimenti, nonché dalle esportazioni, che beneficiano della diffusa ripresa mondiale. I risultati delle ultime indagini qualitative e i dati più recenti confermano una solida dinamica espansiva nel breve periodo. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso settembre formulate dagli esperti della BCE, nell'esercizio di dicembre degli esperti dell'Eurosistema le prospettive di crescita del PIL sono state riviste al rialzo in misura considerevole. Le previsioni per l'area dell'euro indicano un aumento del PIL in termini reali pari al 2,4 per cento nel 2017, al 2,3 nel 2018, all'1,9 nel 2019 e all'1,7 nel 2020.

L'espansione economica nell'area dell'euro continua a essere sostenuta e generalizzata nei diversi paesi e settori. Nel terzo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,7 per cento nel secondo trimestre (cfr. grafico 10). La domanda interna, in particolare la spesa per investimenti fissi, ha continuato a fornire il principale contributo, coadiuvata, in misura minore, dalle esportazioni nette e dalla variazione delle scorte. Dal lato della produzione, l'attività economica si è espansa, con una forte crescita del valore aggiunto nell'industria (escluse le costruzioni) e una crescita lievemente inferiore nei settori delle costruzioni e dei servizi.

Grafico 10

PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017.

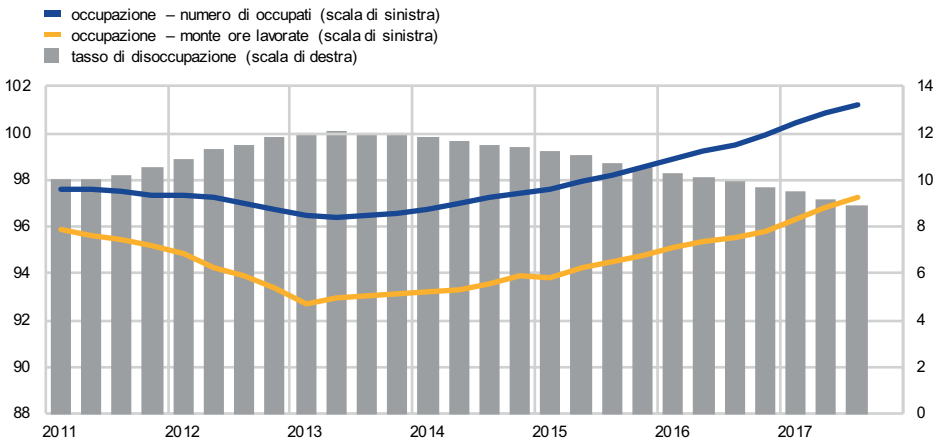
I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a evidenziare dinamiche di crescita. Nel terzo trimestre del 2017 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,4 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,7 per cento.

L'occupazione si colloca attualmente a un livello dell'1,2 per cento superiore al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. È proseguita anche la ripresa del monte ore lavorate, sebbene restino sostanzialmente stabili le ore medie lavorate per addetto. Ciò nonostante gli occupati sia a tempo pieno sia a tempo parziale lavorano in media un numero maggiore di ore, poiché tali incrementi sono stati controbilanciati dalla ricomposizione dell'occupazione verso una maggior quota di occupati a tempo parziale[1]. A ottobre 2017, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro era pari all'8,8 per cento, ovvero al livello più basso osservato da gennaio 2009 (cfr. grafico 11). Il calo è stato generalizzato per genere e tra tutte le fasce di età. Anche la disoccupazione di lunga durata (ossia la quota di popolazione disoccupata da almeno dodici mesi espressa in percentuale delle forze di lavoro) ha continuato a diminuire, pur rimanendo ben al di sopra del livello pre-crisi. Le informazioni ricavate dalle indagini segnalano persistenti miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro nel periodo a venire. Al tempo stesso, si manifestano crescenti segnali di carenze di manodopera in alcuni paesi e settori.

Grafico 11

Andamenti dei mercati del lavoro nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017 per l'occupazione e le ore lavorate e a ottobre 2017 per il tasso di disoccupazione.

Il miglioramento del mercato del lavoro continua a sostenere la crescita dei redditi e la spesa per consumi. Nel terzo trimestre del 2017, la crescita dei consumi privati è diminuita lievemente, portandosi allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dallo 0,5 del secondo trimestre. Tale crescita, in particolare per i beni durevoli, è stata sospinta dalla ripresa delle condizioni del mercato del lavoro e dall'aumento dei salari reali per occupato. Anche le misure di politica monetaria della BCE, responsabili dell'allentamento delle condizioni di finanziamento, hanno continuato a sostenere la spesa delle famiglie. Negli ultimi trimestri, il tasso di risparmio è sceso, principalmente per il miglioramento della situazione economica e finanziaria delle famiglie e il contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse,

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

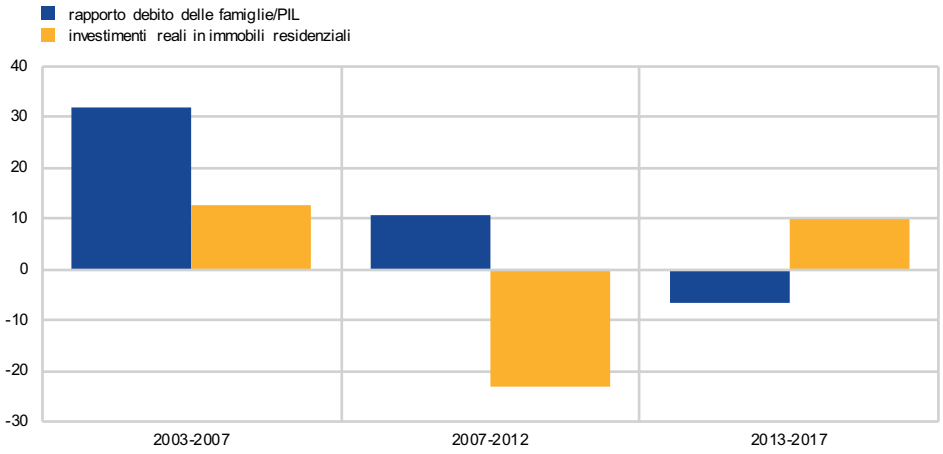
che riduce la propensione al risparmio. A novembre 2017, la fiducia dei consumatori è aumentata ulteriormente grazie al maggiore ottimismo delle famiglie rispetto alle proprie condizioni finanziarie e alla situazione generale dell'area dell'euro. Di conseguenza, la fiducia nell'area è ora prossima ai suoi massimi storici e segnala una vigorosa dinamica di fondo dei consumi nel breve periodo.

La ripresa dei mercati residenziali dovrebbe continuare a trainare la crescita. Nel secondo trimestre del 2017, gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dell'1,3 per cento, in linea con il proseguire della ripresa nell'area dell'euro in generale e in molti dei suoi paesi. Dall'inizio della crisi nell'area dell'euro, gli andamenti degli investimenti in edilizia e dell'indebitamento delle famiglie si sono mossi in direzioni opposte. Nel 2008 l'indebitamento delle famiglie ha iniziato a salire, mentre gli investimenti in edilizia hanno cominciato a scendere. A partire dal 2013 questa tendenza si è invertita e si è registrata una ripresa degli investimenti accompagnata da un ridimensionamento dell'indebitamento delle famiglie. Tali andamenti sono in forte contrasto con quelli osservati durante il periodo precedente la crisi, in cui sia l'indebitamento sia gli investimenti erano in aumento (cfr. grafico 12).

Grafico 12

Indebitamento e investimenti in edilizia

(variazioni percentuali cumulative)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2017.

Gli investimenti in edilizia e i prezzi delle abitazioni continuano a essere sostenuti dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dalle riallocazioni di portafoglio verso l'edilizia a fronte dei bassi rendimenti delle opportunità alternative di investimento a lungo termine e dall'aumento della crescita dei redditi correlato al protrarsi della creazione di posti di lavoro. Gli indicatori recenti segnalano che questo slancio positivo degli investimenti in edilizia è destinato a proseguire. Il clima di fiducia delle imprese di costruzione di edifici è migliorato ulteriormente a ottobre e rimane su livelli osservati per l'ultima volta nel 2008. Nel terzo trimestre è salita anche la produzione edile, in linea con la crescita positiva degli investimenti in edilizia nello stesso trimestre, seppur a un ritmo più contenuto rispetto ai mesi precedenti. L'ulteriore miglioramento a ottobre e a novembre dell'indicatore della Commissione

europea sul clima di fiducia nelle costruzioni per il segmento degli immobili, rispetto al terzo trimestre, indica che la crescita positiva proseguirà nel quarto trimestre.

Gli investimenti delle imprese sono cresciuti a un ritmo costante nel terzo trimestre del 2017 e le prospettive a breve termine rimangono solide. Nel terzo trimestre, gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati dell'1,9 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita del 3,9 per cento nel trimestre scorso. Nel quarto trimestre, i risultati dell'indagine della Commissione europea fanno emergere la percezione di un ulteriore aumento dei vincoli dal lato dell'offerta, che evidenzia la necessità di accrescere o razionalizzare lo stock di capitale. Inoltre, la fiducia nel settore produttivo di beni di investimento rimane solida, in linea con le aspettative di produzione e gli ordini molto favorevoli. La moderata crescita dei debiti finanziari e la pronunciata ripresa delle quotazioni azionarie osservata negli ultimi anni, infine, hanno fatto scendere ai minimi storici l'indice di leva finanziaria (il rapporto fra debito e attività totali) nel settore delle società non finanziarie (SNF), fattore che dovrebbe liberare risorse delle aziende per le attività di investimento.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero registrare un ulteriore recupero nel medio periodo. Le vigorose prospettive per gli investimenti sono supportate da una serie di fattori. L'utilizzo della capacità produttiva continua a crescere, rimanendo al di sopra dei livelli medi osservati prima della crisi, le condizioni di finanziamento dovrebbero restare molto favorevoli e i margini di profitto dovrebbero ampliarsi a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle SNF. Le pressioni al ridimensionamento della leva finanziaria, inoltre, dovrebbero diminuire ulteriormente con il progredire dell'espansione economica nel contesto di bassi tassi di interesse, offrendo sostegno alla crescita degli investimenti delle imprese. Tuttavia, le ancora modeste aspettative di crescita del prodotto potenziale e le limitazioni alla capacità di intermediazione delle banche in alcuni paesi, unitamente alle residue barriere strutturali e alla scarsità di lavoratori con determinate qualifiche, potrebbero continuare a pesare sulle prospettive di investimento delle imprese.

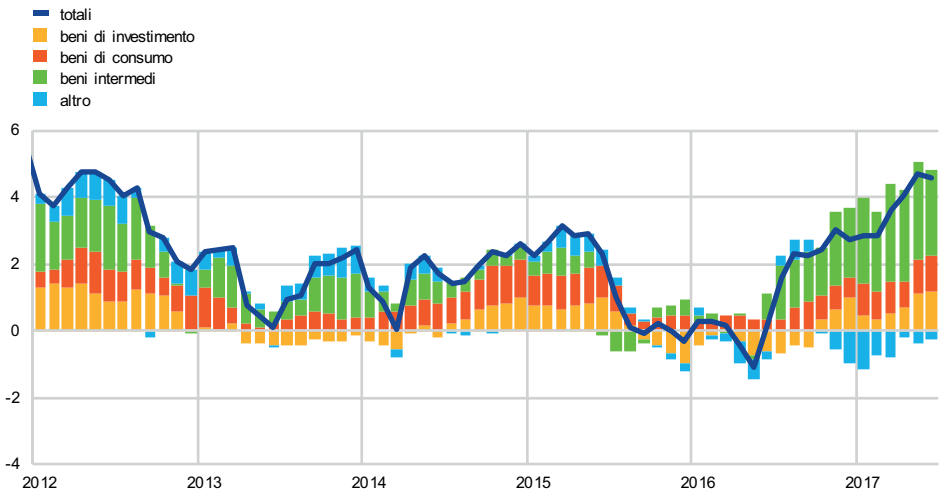
Le esportazioni dell'area dell'euro continuano a crescere a ritmi sostenuti. I dati mensili sull'interscambio segnalano un forte slancio delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro nel terzo trimestre. Tali esportazioni hanno registrato l'incremento annuo più alto degli ultimi sei anni, pari al 4,1 per cento se si tiene conto delle osservazioni di luglio e agosto, e sono ben al di sopra della loro media post-crisi. Ciò segna un proseguimento della ripresa avviatasi nel 2016. Gli andamenti favorevoli della domanda estera hanno più che compensato l'effetto avverso del recente apprezzamento dell'euro. Le esportazioni nei paesi non appartenenti all'UE, in particolare in Cina e nel continente asiatico, rappresentano la principale determinante di tale dinamica. I nuovi ordinativi al di sopra della media nel settore manifatturiero e gli indicatori del clima di fiducia sulle esportazioni fanno supporre che la vigorosa crescita delle esportazioni proseguirà nei prossimi mesi e che l'andamento positivo dei beni intermedi e di investimento (cfr. grafico 13) possa essere correlato a una ripresa degli investimenti a livello mondiale. Tale rialzo potrebbe sostenere le esportazioni nel medio periodo.

Nel complesso, i dati più recenti segnalano una perdurante dinamica espansiva nel quarto trimestre del 2017 e per l'inizio dell'anno, con una crescita che

Grafico 13

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

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



Fonte: Eurostat.
Note: le esportazioni di beni sono calcolate in volumi. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2017.

dovrebbe continuare a mantenersi solida nel 2018. L'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea e l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) hanno continuato a salire a novembre, registrando valori ben superiori alle loro medie. Ciò indica che la crescita nel quarto trimestre del 2017 si è mantenuta robusta almeno quanto nel trimestre precedente (cfr. il riquadro intitolato *Il recente dinamismo degli indicatori basati sulle indagini: implicazioni per la profondità e l'ampiezza della crescita del PIL in termini reali* in questo numero del Bollettino).

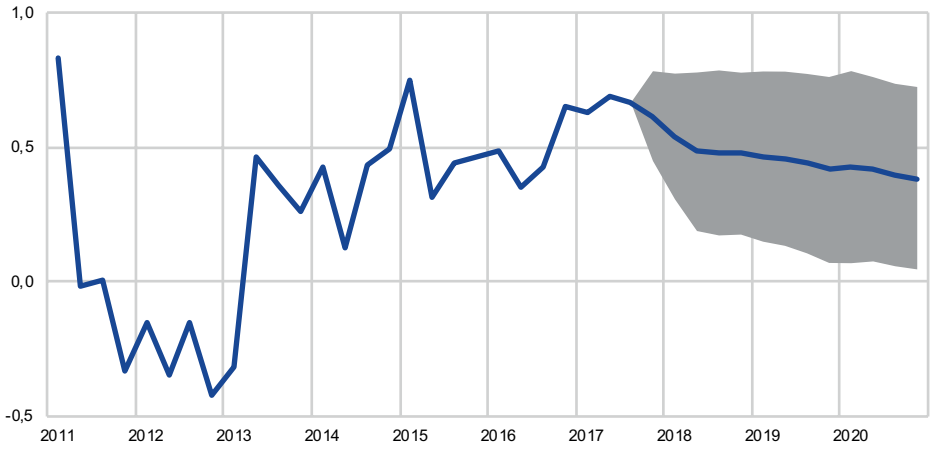
In base alle previsioni, l'espansione economica in atto nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE che vengono trasmesse all'economia reale. Le minori necessità di riduzione dell'indebitamento continuano a offrire il proprio contributo alla crescita della spesa privata. Le migliori condizioni del mercato del lavoro, i tassi di interessi bassi e le condizioni di finanziamento molto favorevoli sostengono l'espansione dei consumi privati. I miglioramenti della redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli continuano a promuovere la ripresa degli investimenti. Nel contempo, gli esportatori dell'area dell'euro continuano a beneficiare della perdurante espansione economica mondiale.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali del 2,4 per cento nel 2017, del 2,3 nel 2018, dell'1,9 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020 (cfr. grafico 14). Rispetto all'esercizio svolto dagli esperti della BCE lo scorso settembre, le prospettive di crescita del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo in misura considerevole. I rischi per la crescita nell'area dell'euro sono sostanzialmente bilanciati.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 14 dicembre 2017.
Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel testo *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicato dalla BCE a dicembre 2009 e disponibile sul suo sito Internet.

4 Prezzi e costi

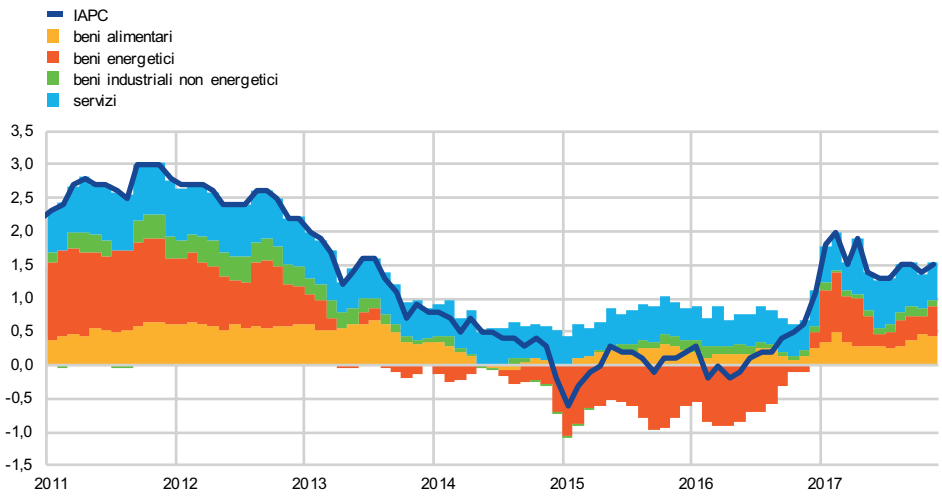
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,5 per cento a novembre, dall'1,4 di ottobre. Nel contempo, le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato una certa moderazione di recente, in parte a causa di fattori straordinari. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva diminuisca nei prossimi mesi, riflettendo soprattutto gli effetti base dei prezzi dell'energia, per poi tornare a crescere. L'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla corrispondente riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale. Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2017, dell'1,4 nel 2018, dell'1,5 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo, soprattutto per effetto delle più elevate quotazioni del petrolio e dei beni alimentari.

L'inflazione complessiva è lievemente aumentata nel mese di novembre. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,5 per cento a novembre, dall'1,4 del mese precedente, tornando quindi al livello raggiunto a settembre (cfr. grafico 15). L'incremento registrato a novembre riflette principalmente una più elevata inflazione dei prezzi dei beni energetici, bilanciata in misura marginale da una contenuta diminuzione dell'inflazione dei prezzi dei beni alimentari. L'aumento dell'inflazione dei beni energetici è stato più cospicuo di quanto previsto ed è riconducibile al recente sostanziale incremento dei corsi petroliferi.

Grafico 15

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

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



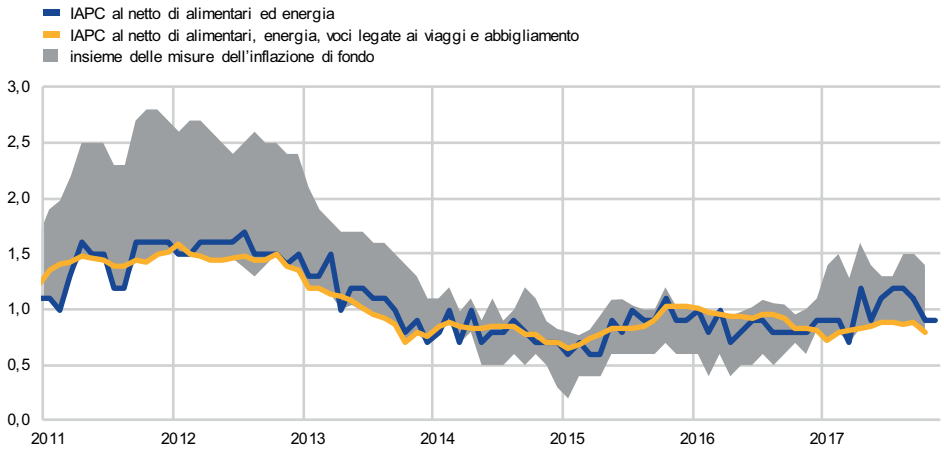
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono alle stime preliminari dell'Eurostat relative a novembre 2017.

Le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato una certa moderazione di recente, in parte a causa di fattori straordinari. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è stata pari allo 0,9 per cento a novembre 2017, invariata rispetto a ottobre, ma in calo in confronto all'1,1 per cento di settembre (cfr. grafico 16). Tale complessiva riduzione a partire da settembre è in parte dovuta agli effetti del cospicuo calo dell'inflazione relativo ad alcune voci legate ai servizi, come le spese per l'istruzione in Italia e le assicurazioni per i trasporti in Germania. A novembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici si è mantenuta prossima ai livelli registrati al volgere dello scorso anno. Complessivamente, le misure dell'inflazione di fondo non hanno ancora mostrato segnali convincenti di una sostenuta tendenza al rialzo.

Grafico 16

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

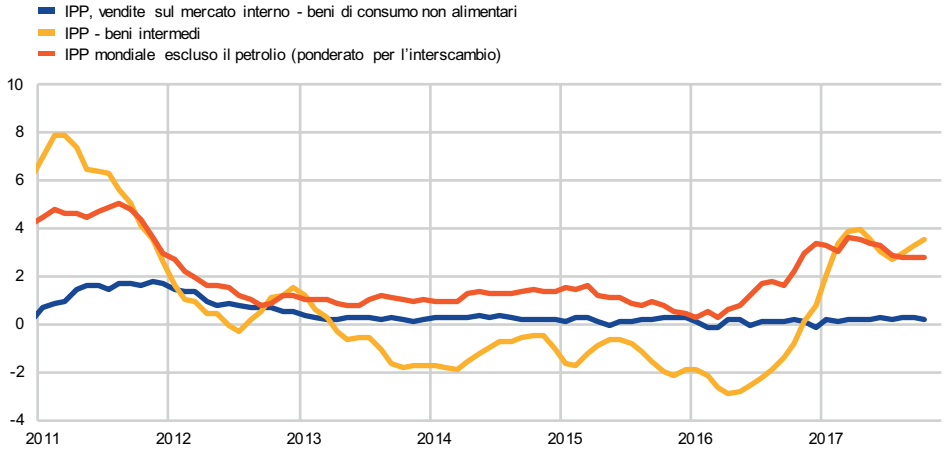
Le pressioni sui prezzi a livello mondiale restano forti ma non si sono ancora trasmesse alle fasi successive della catena di formazione dei prezzi nell'area dell'euro. L'inflazione dei corsi petroliferi sui dodici mesi in euro è cresciuta sensibilmente negli ultimi mesi e le pressioni sui prezzi dei beni non energetici a livello mondiale restano forti (cfr. grafico 17). Benché tali pressioni al rialzo a livello mondiale sui prezzi delle importazioni verso l'area dell'euro siano state attenuate dalle pressioni al ribasso derivanti dagli effetti dell'apprezzamento dell'euro verificatosi nel corso dell'estate, esse continuano a riflettersi nella solida crescita dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni intermedi. Entrambi sono cresciuti a un tasso del 3,5 per cento sui dodici mesi a ottobre. Tuttavia, la loro trasmissione alle fasi successive della catena di formazione dei prezzi sembra essere ancora debole, dal momento che l'inflazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi per i beni di consumo non alimentari è rimasta essenzialmente stabile attestandosi soltanto allo 0,2 per cento a ottobre. La debole inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari, malgrado le robuste pressioni sui prezzi nelle prime fasi

della catena di produzione e di formazione dei prezzi, può essere spiegata con la compressione dei margini.

Grafico 17

Prezzi alla produzione mondiali, intermedi e interni

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2017.

La crescita delle retribuzioni ha subito un incremento negli ultimi trimestri. La crescita tendenziale del reddito per occupato è aumentata portandosi all'1,7 per cento nel terzo trimestre del 2017, da un minimo dell'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2016. Tale incremento è stato essenzialmente determinato da un maggiore slittamento salariale, che tende a reagire più rapidamente agli andamenti ciclici rispetto alle retribuzioni contrattuali. La crescita delle retribuzioni contrattuali per occupato sui dodici mesi è stata dell'1,4 per cento nel terzo trimestre del 2017, invariata rispetto al trimestre precedente e pari alla media del 2016. Tra i fattori che potrebbero continuare a gravare sulla crescita salariale vi è il margine ancora significativo di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la bassa inflazione passata, la debole espansione della produttività e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi[1].

Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste stabili. Il 13 dicembre 2017 il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,71 per cento, lievemente al di sopra dei livelli osservati agli inizi di settembre (cfr. grafico 18). Il profilo futuro delle misure di aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno solo graduale a livelli di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento. La probabilità di deflazione implicita nei mercati delle

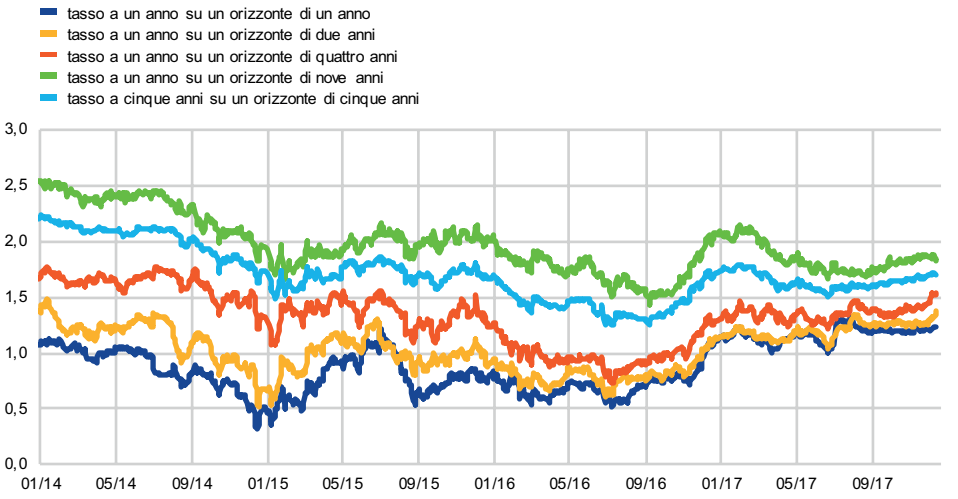
[1] Cfr. anche la trattazione contenuta nel riquadro dal titolo *La percezione delle dinamiche del mercato del lavoro nell'area dell'euro nell'indagine presso i revisori professionali della BCE* in questo numero del Bollettino economico.

opzioni sull'inflazione rimane bassa e indica che il rischio di deflazione resta contenuto. In base all'indagine presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters) per il quarto trimestre del 2017 le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro si sono attestate all'1,9 per cento.

Grafico 18

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 13 dicembre 2017.

Anche se gli effetti base al ribasso legati all'energia comporteranno probabilmente un lieve calo dell'inflazione armonizzata nel breve termine, si prevede che in seguito essa segua una dinamica al rialzo, raggiungendo l'1,7 per cento nel 2020. Sulla scorta delle informazioni disponibili a fine novembre, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema anticipano un livello dell'inflazione armonizzata sui dodici mesi pari all'1,5 per cento nel 2017, all'1,4 nel 2018, all'1,5 nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020 (cfr. grafico 19)[2]. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo, soprattutto per effetto delle più elevate quotazioni del petrolio e dei beni alimentari.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mostrare un incremento graduale nel medio termine. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere pari all'1,0 per cento nel 2017, all'1,1 nel 2018, all'1,5 nel 2019 e all'1,8 nel 2020. Dal lato dei costi interni, importanti fattori alla base della graduale ripresa dell'inflazione di fondo sono rappresentati dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro e dalle crescenti carenze nell'offerta di lavoro in alcuni paesi dell'area;

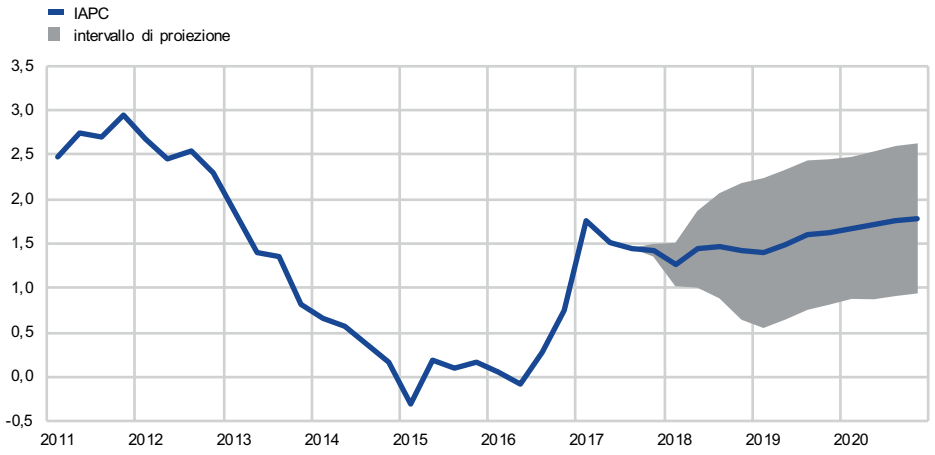
[2] Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 14 dicembre 2017.

tali fattori dovrebbero comportare un'accelerazione dei salari. Inoltre, ci si attende che il significativo recupero dell'inflazione complessiva nel 2017 rispetto ai tre anni precedenti contribuirà a incrementare la crescita delle retribuzioni nei paesi dell'area dell'euro in cui i processi di formazione delle retribuzioni comprendono elementi di aspettativa o di indicizzazione sull'inflazione precedente.

Grafico 19

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2017*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 14 dicembre 2017.

5 Moneta e credito

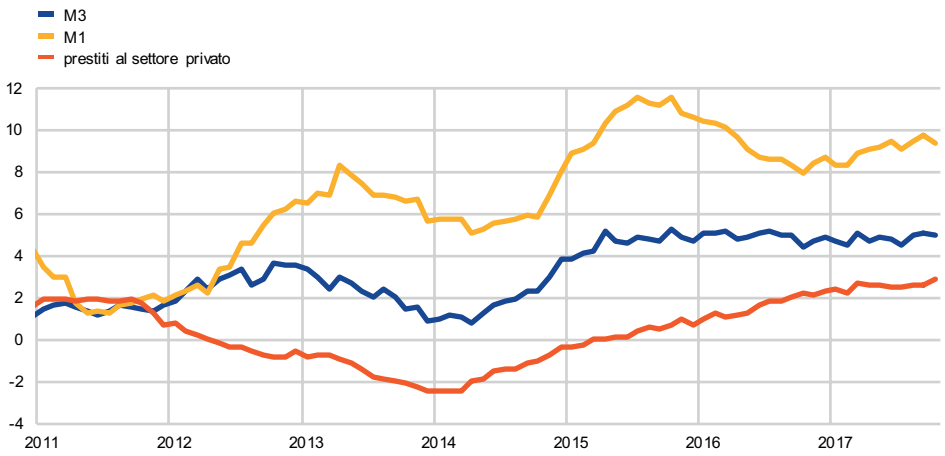
Nel terzo trimestre del 2017 e nel mese di ottobre l'aggregato monetario ampio ha continuato a crescere in maniera sostenuta, al medesimo ritmo generalmente registrato a partire dalla metà del 2015. Anche la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato è proseguita. Si stima che il flusso totale annuo di finanziamenti esterni a favore delle società non finanziarie (SNF) si sia rafforzato nel terzo trimestre del 2017, di riflesso ai miglioramenti nelle dinamiche dei prestiti bancari e nell'emissione di titoli di debito.

Nel terzo trimestre del 2017 la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta, in media al 4,9 per cento, ed è salita al 5 per cento nel mese di ottobre, in linea con il costante ritmo di espansione monetaria registrato a partire dalla metà del 2015 (cfr. grafico 20). La crescita dell'aggregato monetario è stata sostenuta dal basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, oltre che dall'effetto delle misure di politica monetaria della BCE. Le componenti più liquide hanno continuato a fornire il contributo più rilevante alla crescita dell'aggregato monetario ampio, con un tasso di crescita di M1 sui dodici mesi al 9,4 per cento nel terzo trimestre del 2017 e in ottobre (a fronte di 9,2 per cento nel secondo trimestre e 9,8 per cento a settembre).

Grafico 20

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.
Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione è riferita a ottobre 2017.

I depositi overnight hanno continuato a fornire il contributo più rilevante all'espansione di M3. In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie è rimasto elevato nel terzo trimestre del 2017 e nel mese di ottobre. Per contro, il volatile tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie è sceso a ottobre, innescando il rallentamento della crescita di M1 nel corso del mese. La crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è rimasta sostanzialmente invariata nel terzo trimestre del 2017 e in ottobre, escludendo forti segnali di sostituzione dei depositi con circolante da parte

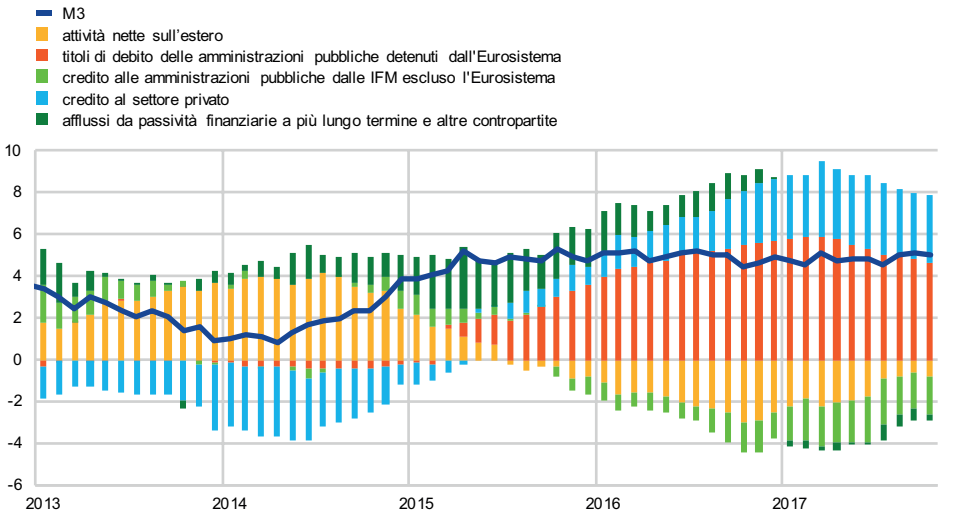
del settore detentore di moneta in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno continuato ad avere un impatto negativo su M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), componente esigua di M3, è passato in territorio negativo nel periodo in esame. Questo andamento è riconducibile a un più modesto contributo positivo fornito dalle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari, a segnalare un calo dell'attrattiva esercitata da questi strumenti, e a un'ulteriore diminuzione dell'emissione di titoli di debito a breve termine da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM).

Le fonti domestiche di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 21). Dal punto di vista delle contropartite, gli acquisti di titoli di debito pubblico da parte dell'Eurosistema (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 21), effettuati per lo più nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico della BCE (Public Sector Purchase Programme, PSPP), hanno fornito un contributo positivo all'espansione di M3. Anche la ripresa attualmente in corso del credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 21) ha continuato a sostenere la crescita di M3. 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 diverso dalle IFM dell'area dell'euro. Essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). La crescita di M3 ha beneficiato della durevole contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), incluse assieme ad altre contropartite nell'area verde scuro degli istogrammi del grafico 21. Il tasso di variazione sui dodici

Grafico 21

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle 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 (CSPP). L'ultima osservazione è riferita a ottobre 2017.

mesi di tali passività ha segnato valori negativi sin dal secondo trimestre del 2012, in parte a seguito dell'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE (OMRLT-II), che potrebbero sostituire la raccolta bancaria a più lunga scadenza sul mercato. Infine, le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (escluso l'Eurosistema) hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti, frenando così l'espansione di M3 (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi del grafico 21).

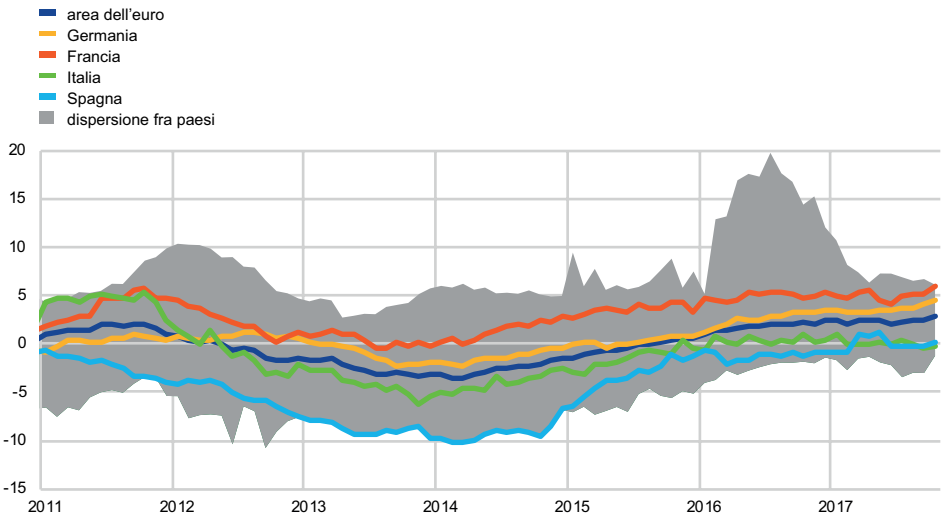
Le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a influire sulla crescita annuale di M3 (cfr. l'area gialla degli istogrammi del grafico 21). Il flusso annuo delle attività nette sull'estero è rimasto negativo nel terzo trimestre del 2017, mentre negli ultimi mesi sono diminuiti i deflussi di capitale dall'area dell'euro, in parte ascrivibili alle cessioni di titoli di Stato dell'area realizzate nell'ambito del PSPP da soggetti non residenti. Ciò ha attenuato la pressione al ribasso esercitata sulla crescita di M3. Il calo del contributo negativo fornito dalle attività nette sull'estero ha subito una battuta d'arresto nel mese di ottobre. I soggetti non residenti, che pure continuano a essere fra i principali venditori di titoli idonei ai fini del programma di acquisto di attività (PAA), potrebbero aver ricomposto i loro portafogli a favore di altre attività all'interno dell'area dell'euro.

Prosegue la ripresa dell'espansione dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014. Il tasso di crescita annuale dei prestiti da parte delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è rimasto sostanzialmente stabile nel terzo trimestre del 2017 ed è salito nel mese di ottobre (cfr. grafico 20). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 2,9 per cento in ottobre, dal 2,3 per cento del terzo trimestre (cfr. grafico 22). La crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal livello minimo raggiunto

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



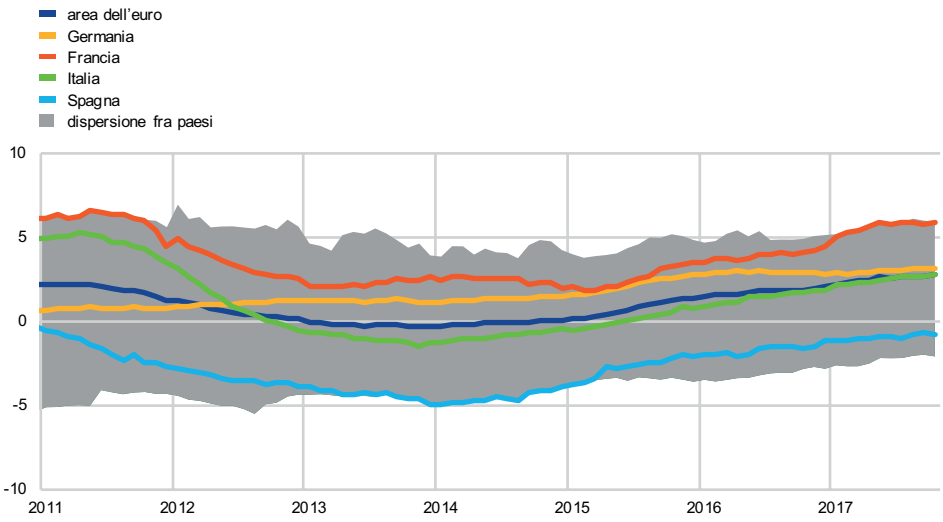
Fonte: BCE.
Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come valore minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione è riferita a ottobre 2017.

nel primo trimestre del 2014 e la dispersione tra paesi degli andamenti dei prestiti alle SNF è complessivamente diminuita. Nel contempo, l'eterogeneità nella crescita del credito nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro si è lievemente accentuata a ottobre 2017. In ottobre il tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, al 2,7 per cento (cfr. grafico 23). Queste dinamiche sono state favorite dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dall'estate del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), nonché dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci e della riduzione dei crediti deteriorati, anche se in alcuni paesi questi ultimi permangono su livelli elevati e potrebbero limitare l'intermediazione finanziaria[1].

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

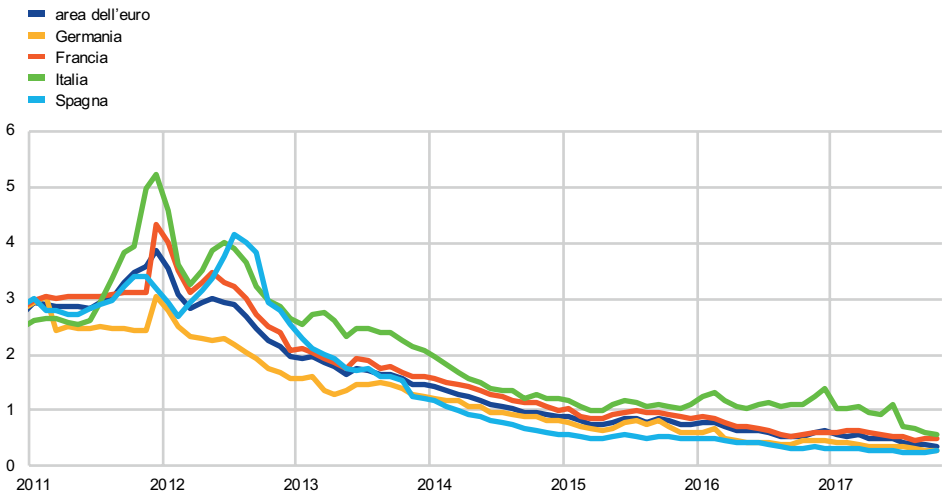
Le condizioni di finanziamento delle banche si sono ulteriormente attenuate, toccando nuovi minimi storici. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso ulteriormente nel terzo trimestre del 2017, rimanendo a un minimo storico nel mese di ottobre (cfr. grafico 24). Tale calo nel terzo trimestre è riconducibile all'andamento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, mentre il costo dei depositi è rimasto stabile. Nel mese di ottobre sia i rendimenti delle obbligazioni bancarie, sia il costo dei depositi hanno toccato nuovi minimi storici. Hanno contribuito a creare queste condizioni favorevoli l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci bancari e la riduzione della frammentazione nei mercati finanziari.

[1] Cfr. anche la sezione 3 del numero di novembre 2017 della *Financial Stability Review* della BCE.

Grafico 24

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

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



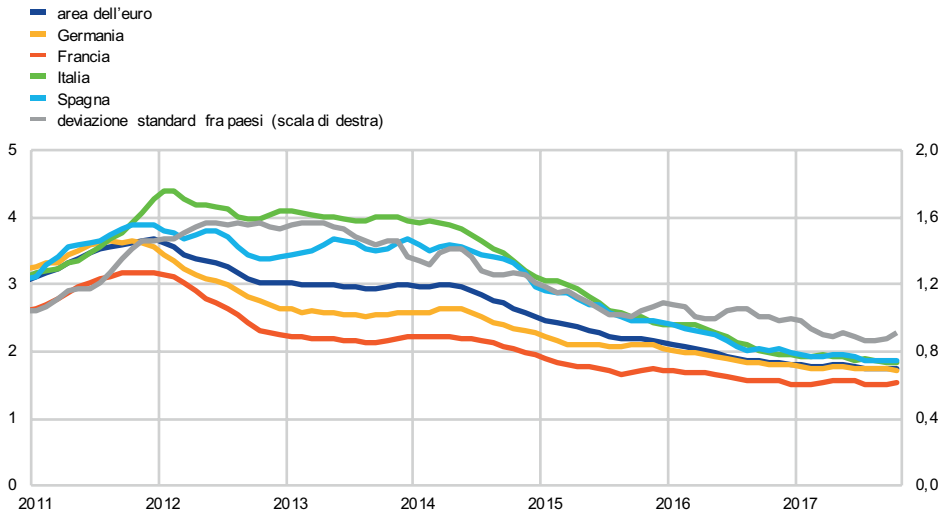
Fonti: BCE, Markit iboxx ed elaborazioni della BCE.
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, su depositi con scadenza prestabilita e su depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima osservazione è riferita a ottobre 2017.

Il costo dei prestiti bancari alle SNF è rimasto su livelli storicamente bassi (cfr. grafico 25). Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è diminuito ulteriormente e ha raggiunto un minimo storico nel terzo trimestre del 2017, confermato anche nel mese di ottobre. Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, il modesto incremento dei tassi compositi sui prestiti bancari registrato fino ad agosto 2017 per questo tipo di finanziamento, che partiva da un

Grafico 25

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



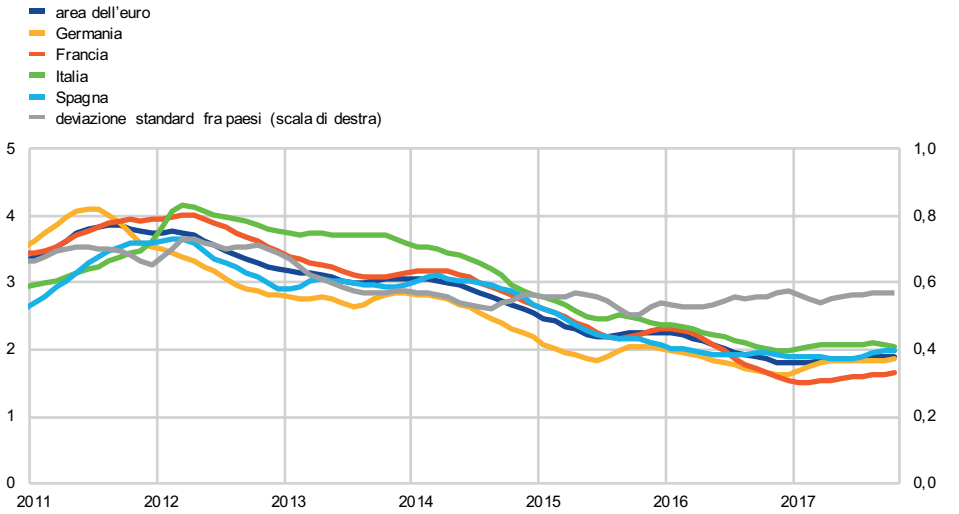
Fonte: BCE.
Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima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

minimo storico dell'1,78 per cento a dicembre 2016, si è attenuato a settembre e ottobre 2017 (cfr. grafico 26). Nel complesso, dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura ben più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato. Ciò indica un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Questa riduzione del costo composito della provvista bancaria ha favorito il calo dei tassi compositi sui prestiti. Tra maggio 2014 e ottobre 2017 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e sui prestiti alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 120 e 103 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro, a indicare una più omogenea trasmissione della politica monetaria verso i tassi in questione nei diversi paesi. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati nell'area dell'euro 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, portandosi a ottobre 2017 su un valore prossimo al minimo storico. Ciò indica che in linea generale le piccole e medie imprese hanno beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 26

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

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



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

Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie dell'area dell'euro si sia rafforzato nel terzo trimestre del 2017.

Ciò riflette i miglioramenti nelle dinamiche dei prestiti bancari e nell'emissione di titoli di debito, che nel secondo trimestre erano stati frenati da fattori straordinari. In generale, la ripresa osservata dagli inizi del 2014 nei finanziamenti esterni per le SNF è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore diminuzione del costo del finanziamento mediante ricorso al debito, dall'allentamento delle

condizioni di prestito e da un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Nel contempo, il livello senza precedenti, e in ulteriore aumento, raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

Nel terzo trimestre del 2017 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è aumentata. L'incremento dell'emissione netta si è concentrato nel mese di luglio, mentre in agosto e settembre l'emissione è stata modesta. I dati di mercato indicano ingenti emissioni lorde di titoli di debito a ottobre e a novembre. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF ha continuato a essere frenata dai considerevoli riacquisti di azioni proprie in alcuni paesi.

I costi di finanziamento per le SNF rimangono favorevoli. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, abbia subito un'ulteriore lieve riduzione, attestandosi al 4,3 per cento a novembre 2017, dopo una moderata crescita a giugno e a luglio. La maggior parte della flessione osservata a partire da luglio 2017 è riconducibile alla riduzione del costo del capitale di rischio. Inoltre, si stima che il costo del debito sul mercato abbia toccato un nuovo minimo storico (cfr. la sezione 2). Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno si colloca oggi 30 punti base al di sopra del minimo storico registrato a luglio 2016, rimanendo tuttavia considerevolmente più basso rispetto al livello osservato nell'estate del 2014, immediatamente prima che i mercati iniziassero a inglobare nei prezzi le aspettative in merito al preannunciato PAA.

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2017 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2020), soprattutto per effetto del miglioramento delle condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. In base alle previsioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sarebbe sostanzialmente neutro. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro continuerà probabilmente a diminuire, sebbene a partire da un livello ancora elevato. In particolare, nei paesi con alti livelli di debito sono necessari ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente e per ricostituire margini di bilancio.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe gradualmente ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017[1], il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1,5 per cento del 2016 allo 0,5 per cento nel 2020 (cfr. tavola 1). L'atteso miglioramento delle prospettive per i conti pubblici, sostanzialmente invariate rispetto a quelle elaborate a settembre 2017, è principalmente sostenuto da condizioni cicliche favorevoli e dal calo degli esborsi per interessi. Se i documenti programmatici di bilancio per il 2018, presentati a metà ottobre 2017 dai paesi dell'area dell'euro, prevedono per alcuni paesi interventi di consolidamento aggiuntivi, ciò non si riflette necessariamente appieno nelle proiezioni, poiché queste ultime includono solo le misure già adottate o di imminente attuazione da parte dei rispettivi parlamenti. Per ulteriori dettagli sui documenti programmatici di bilancio, cfr. il riquadro intitolato *Un'analisi della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per l'esercizio 2018* in questo numero del Bollettino. Secondo le attese, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro risulterebbe sostanzialmente neutro nell'orizzonte di proiezione[2].

Secondo le previsioni, il debito pubblico nell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere rispetto agli attuali elevati livelli. Il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro, che ha raggiunto il suo livello massimo nel 2014, dovrebbe ridursi dall'88,9 per cento del PIL nel 2016 all'80,7 per cento del PIL entro la fine del 2020. Tale riduzione è principalmente sostenuta da un incremento dell'avanzo primario e da un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse, quest'ultima riconducibile alla relativa stabilità delle prospettive macroeconomiche. L'incidenza del debito risulta lievemente più bassa rispetto all'esercizio di settembre 2017, soprattutto a causa del più favorevole differenziale fra crescita e tassi di interesse. Le prospettive per il debito dovrebbero migliorare nella maggior parte dei paesi dell'area, mentre in alcuni altri paesi ci si attende un

1 Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017.

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

incremento dell'incidenza del debito pubblico nell'orizzonte temporale di proiezione. In particolare, nel caso dei paesi con alti livelli di debito, sarà indispensabile compiere ulteriori sforzi di consolidamento nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita (PSC) per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente. La ricostituzione dei margini di bilancio renderebbe i paesi interessati meno vulnerabili in caso di nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari o di aumento dei tassi di interesse.

Tavola 1

Andamenti della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	2016	2017	2018	2019	2020
a. Entrate totali	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
b. Spese totali	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
di cui:					
c. Spese per interessi	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
d. Spese primarie (b - c)	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
Saldo di bilancio (a - b)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
Saldo strutturale di bilancio	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
Debito lordo	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

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

Riquadri

1 Le determinanti dei prezzi dei metalli

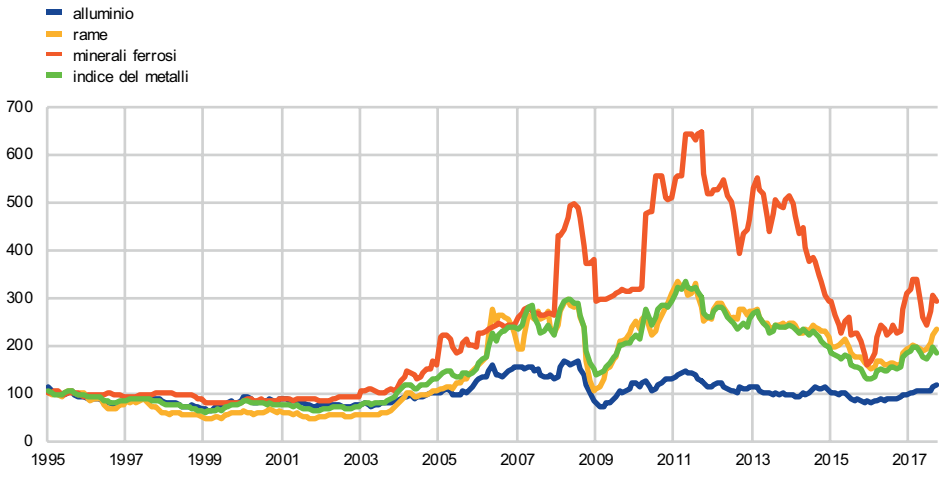
La comprensione dei fattori alla base dei prezzi dei metalli è importante per valutarne le conseguenze sui prezzi dell'area dell'euro. Il presente riquadro esamina le determinanti della dinamica dei prezzi dei metalli dal 1998, con particolare riferimento al loro rialzo nel periodo tra giugno e settembre 2017, quando le quotazioni di alluminio, rame e minerali ferrosi sono contemporaneamente aumentate di circa il 10 per cento.

Sebbene richiamino minore attenzione rispetto ai corsi del petrolio, anche i prezzi dei metalli sono stati soggetti a forti oscillazioni dalla fine del 2003. Relativamente stabili tra il 1995 e la fine del 2003, essi hanno registrato un marcato incremento fino alla metà del 2011 (fatta eccezione per un calo durante la recessione mondiale), per poi diminuire fino all'inizio del 2016, quando hanno ripreso a risalire (cfr. grafico A). A settembre 2017 i prezzi risultavano più elevati di circa il 75 per cento rispetto al 1995, trainati da quelli di minerali ferrosi e rame, mentre le quotazioni dell'alluminio nello stesso periodo hanno manifestato maggiore stabilità.

Grafico A

Prezzi dei metalli

(indice: 1995=100)



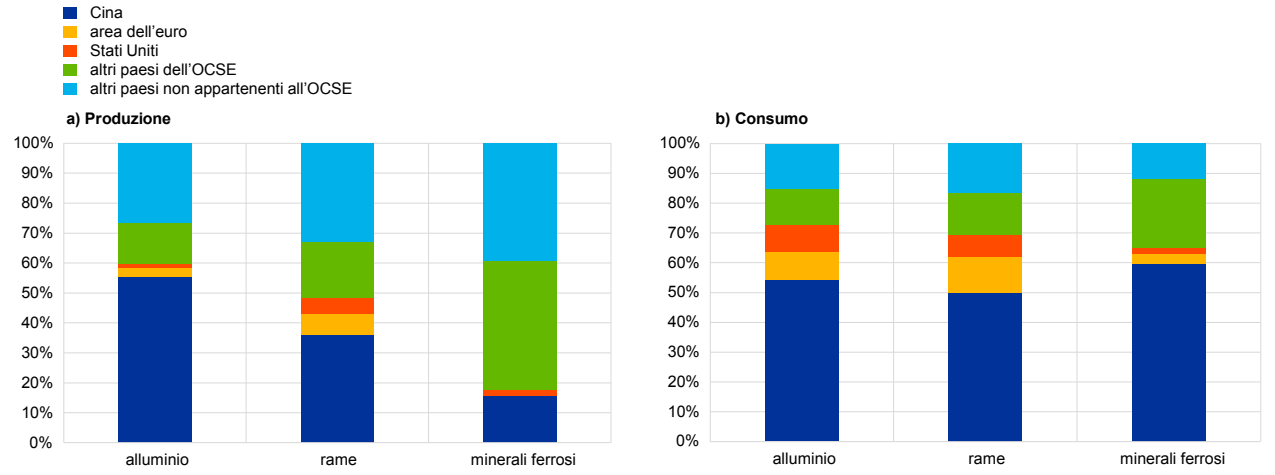
Fonti: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) ed elaborazioni della BCE.
Note: l'indice dei metalli include alluminio, rame, piombo, nickel, rottami di acciaio, stagno, zinco e minerali ferrosi. I pesi sono calcolati sulla base delle importazioni nei paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico B).

Riflettendo la vigorosa crescita economica dell'ultimo decennio, la Cina ha assunto un ruolo preponderante in termini di quota di consumo di metalli e, per alcuni di essi, anche in termini di produzione (cfr. grafico B). Alla Cina fa capo una quota variabile tra il 50 e il 60 per cento circa del consumo mondiale di metalli, il 50 per cento circa della produzione di alluminio e il 35 di quella di rame. Tuttavia, la sua quota di consumo di minerali ferrosi è diminuita, passando dal 70

Grafico B

Composizione geografica della produzione e del consumo dei metalli

(quote percentuali mondiali nel 2016)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
Note: nel riquadro a) i dati relativi ad alluminio e rame sono desunti dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS) e riflettono, rispettivamente, la produzione primaria e la produzione raffinata. I dati relativi ai minerali ferrosi si basano sulla produzione mineraria degli stessi ricavata dalla United States Geological Survey (USGS). Nel riquadro b) si utilizzano le stesse fonti con riferimento ai consumi. I dati sul consumo di minerali ferrosi nel 2016, non disponibili, sono sostituiti con quelli relativi al 2015.

per cento nel 2014 al 60 nel 2015, in conseguenza di un graduale ribilanciamento economico del paese verso i servizi, a discapito delle attività ad alto contenuto di materie prime. Inoltre una maggiore attenzione alle tematiche ambientali ha determinato una minore produzione di acciaio, con conseguenze negative sulla domanda di minerali ferrosi.

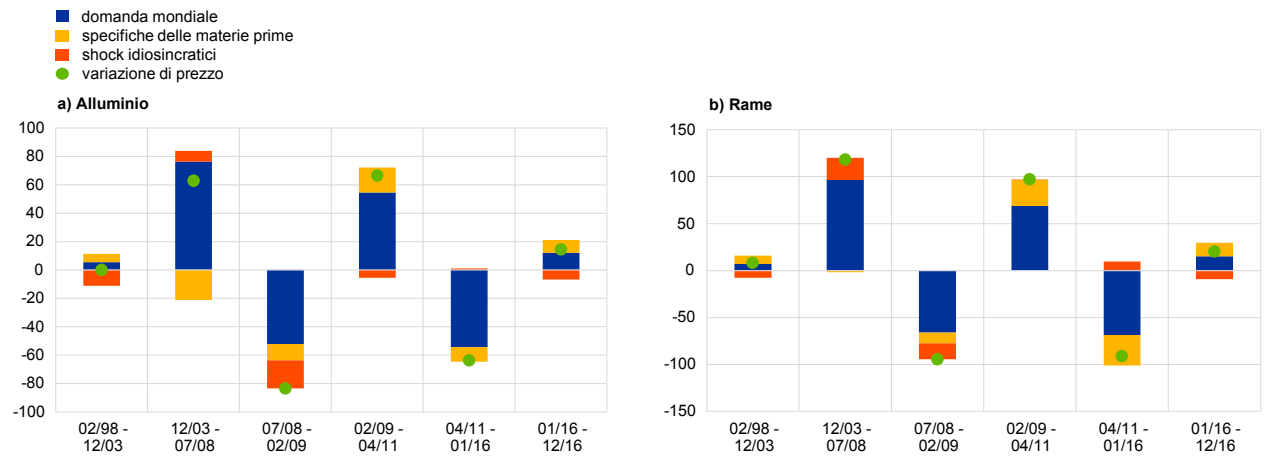
Se i fattori dal lato della domanda si sono dimostrati una determinante chiave delle fluttuazioni dei prezzi dei metalli negli ultimi due decenni, stime basate su modelli suggeriscono che la recente impennata dei prezzi dei metalli è stata indotta anche da fattori dal lato dell'offerta. Per distinguere le principali determinanti del rialzo si utilizza un modello fattoriale dinamico che si basa su un vasto campione di prezzi di beni energetici e non energetici sviluppato da Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017)[1]. Tale approccio ipotizza che gli shock specifici delle materie prime, come gli shock dal lato dell'offerta nei singoli mercati delle materie prime, tendono a essere idiosincratici e quindi ad annullarsi quando se ne considera un'ampia media dei prezzi. Per contro, variazioni prolungate della componente comune (il fattore mondiale) sono generalmente indicative di variazioni della domanda determinate dal ciclo economico mondiale. Il fattore mondiale (della domanda) cattura un'ampia quota di fluttuazioni dei prezzi dei metalli e riveste particolare importanza dall'inizio degli anni 2000, soprattutto per effetto del crescente peso della Cina (cfr. grafico C). Se si guarda al periodo più recente, tuttavia, il contemporaneo aumento del 10 per cento circa dei prezzi di tutti e tre i metalli tra giugno e settembre 2017 è stato principalmente determinato dalle componenti specifiche delle materie prime, che dovrebbero riflettere fattori dal lato dell'offerta evidenziati da contributi idiosincratici e propri del blocco (cfr. grafico D).

[1] Delle Chiaie, S., Ferrara, L. e Giannone, D., "Common factors of commodity prices", *Working Paper Series*, n. 2112, BCE, novembre 2017.

Grafico C

Principali determinanti dei prezzi dei metalli tra il 1998 e il 2016

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali alle variazioni di prezzo)



Fonte: Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017).

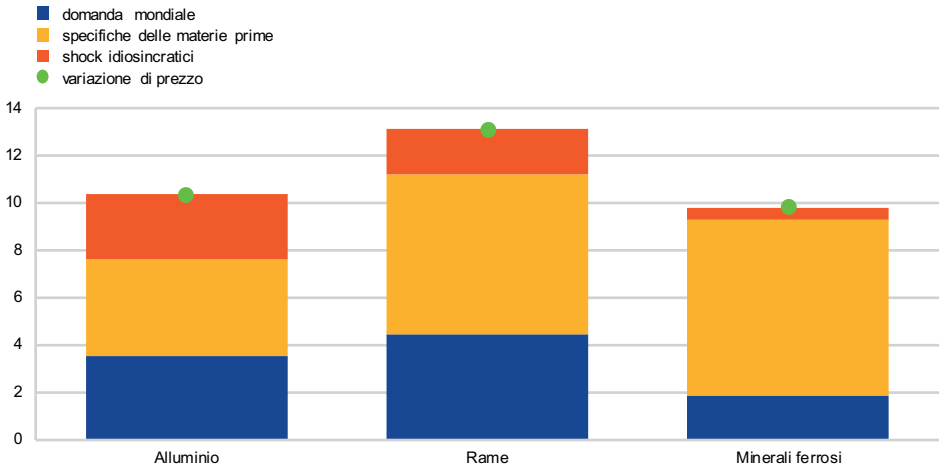
Pur se in misura minore rispetto all'offerta, l'aumento della domanda mondiale ha rappresentato un'ulteriore determinante.

Tali risultati sono in linea con gli andamenti dei mercati dei metalli nel periodo considerato. In Cile e Perù la produzione di rame è diminuita a causa di condizioni meteorologiche e scioperi in alcune miniere, mentre carenze dal lato dell'offerta in Australia e Brasile hanno favorito quotazioni più elevate dei minerali ferrosi. Anche i prezzi dell'alluminio hanno subito un incremento in ragione della forte domanda mondiale e della politica di riduzione di sovrapproduzione e inquinamento perseguita dalla Cina attraverso la chiusura di fabbriche. Dall'inizio di ottobre 2017 i prezzi dei

Grafico D

Principali determinanti del rialzo dei prezzi dei metalli tra giugno e settembre 2017

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017) (aggiornata).
Note: la scomposizione storica relativa ai minerali ferrosi dovrebbe essere considerata con cautela a causa dei timori connessi alla qualità delle serie. I prezzi dei minerali ferrosi sono disponibili soltanto a partire dal 1995 e fino al 2010 gli scambi avvenivano sulla base di una quotazione annuale di riferimento.

metalli sono leggermente aumentati (del 2 per cento circa) soprattutto a causa delle dinamiche dei minerali ferrosi. I prezzi di questi ultimi hanno registrato un incremento a causa della crescita della domanda di minerali ad alto tenore di ferro nel periodo successivo a una fase di ristrutturazione dell'industria siderurgica in Cina per l'attuazione di riforme ambientali.

Nonostante i recenti aumenti dei prezzi dei metalli, secondo la maggior parte delle previsioni i prezzi di rame, alluminio e minerali ferrosi dovrebbero stabilizzarsi o diminuire. Se i mercati dei future suggeriscono una stabilizzazione dei prezzi dei metalli, le previsioni di Consensus Economics ne segnalano una diminuzione, di circa il 7 per cento entro la metà del 2019, poiché si stima che l'aumento della domanda sia compensato dall'aumento dell'offerta. Le proiezioni della Banca mondiale indicano che il calo dei prezzi dei metalli sarà in qualche misura più accentuato, prevedendo una diminuzione dei prezzi dei minerali ferrosi di circa il 30 per cento entro la fine del 2019. Ci si attende anche una riduzione dei prezzi di rame e alluminio di circa l'11 per cento. Nell'evoluzione dei prezzi la Cina avrà probabilmente un ruolo significativo, dal momento che la contrazione dei mercati dei metalli è in larga misura influenzata dalle politiche cinesi in materia di ambiente e sicurezza e dalla crescita della domanda di tali materie, con un effetto maggiore sui minerali ferrosi che su rame e alluminio. I rischi al rialzo per tali previsioni includono interruzioni inattese nell'offerta, mentre i rischi al ribasso sono riconducibili a una crescita della domanda in Cina inferiore al previsto e a un allentamento delle restrizioni produttive imposte all'industria pesante cinese.

Gli andamenti dei prezzi dei metalli influiscono sulla valutazione delle prospettive per l'inflazione dell'area dell'euro e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Le fluttuazioni dei prezzi dei metalli esercitano un impatto sull'inflazione soprattutto tramite il loro effetto sulla catena di produzione e distribuzione, dato che la quota di consumo di metalli è piuttosto ridotta. Inoltre, interessando soprattutto l'industria e manifestando un'influenza estremamente contenuta sui servizi, l'impatto dei prezzi dei metalli è più rilevante nei paesi dotati di un grande settore industriale che nelle economie orientate ai servizi. Rispetto a quello del petrolio, l'effetto dei prezzi dei metalli sull'inflazione è contenuto, dal momento che essi non esercitano un'influenza diretta attraverso la componente energetica dello IAPC. Alcune stime suggeriscono che un calo del 10 per cento dei prezzi delle materie prime industriali si traduce in uno IAPC dell'area dell'euro al netto di energia e alimentari più basso dello 0,15 per cento su un orizzonte triennale[2].

[2] Sull'impatto dei prezzi delle materie prime, cfr. Landau, B. e Skudelny, F., "Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area", *Working Paper Series*, n. 1104, BCE, novembre 2009.

2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 26 luglio al 31 ottobre 2017

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e sesto periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, ossia dal 26 luglio al 12 settembre e dal 13 settembre al 31 ottobre 2017 rispettivamente. Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento.

In parallelo, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 60 miliardi di euro al mese. Questo ritmo sarà mantenuto fino a dicembre 2017, successivamente sarà ridotto a un importo medio di 30 miliardi al mese fino settembre 2018, o anche oltre se necessario.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.212,5 miliardi di euro, aumentando di 43,7 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero il terzo e quarto periodo di mantenimento dell'anno). Il maggiore fabbisogno di liquidità è ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi che, cresciuti di 43,9 miliardi di euro, hanno raggiunto il massimo storico di 1.090,2 miliardi nel periodo in esame, a fronte di un calo marginale delle riserve obbligatorie minime, che sono diminuite di 0,2 miliardi di euro, portandosi a 122,2 miliardi.

L'aumento dei fattori autonomi netti aggregati, che implica un assorbimento di liquidità, è stata principalmente dovuta a un calo dei fattori di immissione di liquidità. Il principale contributo è derivato dalle attività nette sull'estero, diminuite di 33,0 miliardi di euro e attestatesi a 637,0 miliardi in media nel periodo in esame. Anche le attività nette medie denominate in euro sono diminuite di 26,3 miliardi di euro, rispetto al periodo di riferimento precedente, portandosi a 306,1 miliardi.

Anche i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono diminuiti nel periodo in esame, controbilanciando in parte gli andamenti dei fattori autonomi di immissione di liquidità. Il contributo principale è derivato da altri fattori autonomi, che sono diminuiti di 30,1 miliardi di euro fino ad arrivare a 690,3 miliardi. Gli aumenti delle banconote in circolazione e dei depositi delle amministrazioni pubbliche, rispettivamente di 11,5 e 3,4 miliardi di euro, ha controbilanciato il livello dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità.

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

Tavola

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 26 luglio 2017 al 31 ottobre 2017		Dal 3 maggio 2017 al 25 luglio 2017	Sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori autonomi di liquidità	**2.033,1**	**(-15,3)**	**2.048,3**	**2.046,7**	**(+27,2)**	**2.019,5**	**(-52,2)**
Banconote in circolazione	1.142,7	(+11,5)	1.131,2	1.142,8	(+0,3)	1.142,5	(+6,2)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	200,1	(+3,4)	196,7	218,3	(+36,4)	181,8	(-47,9)
Altri fattori autonomi	690,3	(-30,1)	720,5	685,6	(-9,5)	695,1	(-10,4)
Conti correnti	**1.248,0**	**(+74,0)**	**1.174,0**	**1.253,3**	**(+10,5)**	**1.242,7**	**(+73,5)**
Strumenti di politica monetaria	**752,0**	**(+35,0)**	**717,0**	**770,4**	**(+36,7)**	**733,6**	**(+15,7)**
Riserve obbligatorie minime	122,2	(-0,2)	122,5	122,3	(+0,1)	122,2	(-0,4)
Depositi presso la banca centrale	629,8	(+35,2)	594,5	648,1	(+36,6)	611,4	(+16,1)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Attività – Offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori autonomi di liquidità	**943,2**	**(-59,2)**	**1.002,4**	**937,0**	**(-12,3)**	**949,3**	**(-34,0)**
Attività nette sull'estero	637,0	(-33,0)	670,0	635,0	(-4,0)	639,0	(-17,8)
Attività nette denominate in euro	306,1	(-26,3)	332,4	302,0	(-8,3)	310,3	(-16,2)
Strumenti di politica monetaria	2.966,8	(+152,3)	2.814,4	3.010,2	(+85,9)	2.924,3	(+71,4)
Operazioni di mercato aperto	2.966,5	(+152,3)	2.814,2	3.010,0	(+86,0)	2.924,0	(+71,4)
Operazioni d'asta	772,7	(-6,0)	778,7	771,6	(-2,2)	773,8	(-2,7)
ORP	6,1	(-5,4)	11,5	6,7	(+1,2)	5,5	(-3,9)
ORLT a tre mesi	8,4	(+2,3)	6,1	8,3	(-0,2)	8,5	(+1,8)
Operazioni OMRLT-I	18,6	(-2,6)	21,1	17,2	(-2,7)	19,9	(-0,6)
Operazioni OMRLT-II	739,6	(-0,3)	739,9	739,4	(-0,5)	739,8	(-0,1)
Portafogli definitivi	2.193,8	(+158,3)	2.035,5	2.238,4	(+88,2)	2.150,2	(+74,1)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	7,2	(-0,8)	8,0	6,9	(-0,5)	7,4	(-0,3)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,9	(-0,7)	5,5	4,8	(-0,1)	4,9	(-0,4)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	229,7	(+8,4)	221,3	232,7	(+5,8)	226,9	(+3,6)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	91,2	(-7,2)	98,3	90,5	(-1,2)	91,8	(-6,5)
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	24,6	(+0,6)	24,0	24,6	(-0,1)	24,6	(+0,4)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	1.725,5	(+139,9)	1.585,6	1.762,6	(+73,4)	1.689,2	(+69,5)
Programma di acquisto di attività del settore societario	110,8	(+18,0)	92,8	116,2	(+10,8)	105,4	(+7,7)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,3	(+0,0)	0,2	0,2	(-0,1)	0,3	(+0,0)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.212,5	(+43,7)	1.168,7	1.232,3	(+39,7)	1.192,6	(-18,7)
Fattori autonomi[1]	1.090,2	(+43,9)	1.046,3	1.110,0	(+39,6)	1.070,4	(-18,2)
Liquidità in eccesso	1.755,3	(+109,5)	1.645,8	1.778,8	(+47,1)	1.731,7	(+90,1)
Andamento dei tassi di interesse (valori medi; in percentuale)							
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,357	(+0,001)	-0,358	-0,359	(-0,003)	-0,356	(+0,003)

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

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

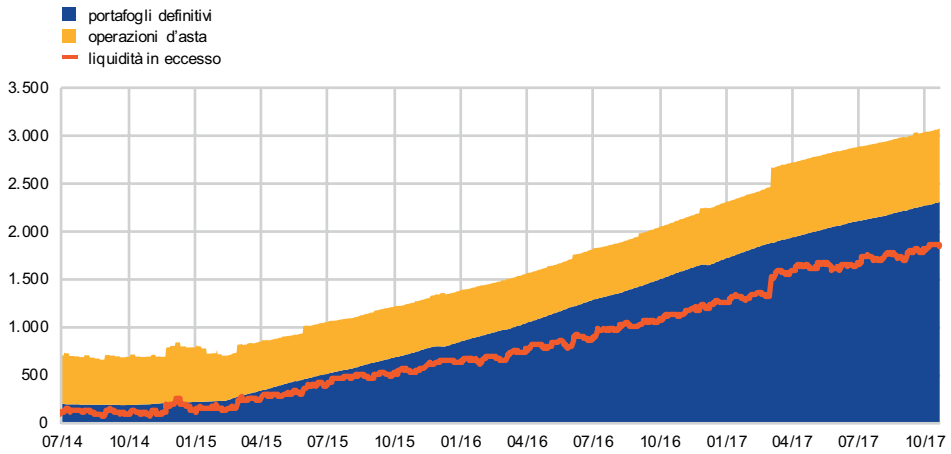
L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA) è aumentato di 152,3 miliardi di euro, raggiungendo i 2.966,5 miliardi (cfr. grafico A). Tale aumento è interamente attribuibile al PAA, mentre la domanda derivante da operazioni d'asta ha registrato un lieve calo.

Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 6,0 miliardi di euro, a 772,7 miliardi di euro.

Grafico A

Evoluzione delle operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Questo calo è principalmente dovuto a un minore livello medio di liquidità immessa tramite le ORP, che è diminuito di 5,4 miliardi di euro. Anche l'ammontare medio in essere delle OMRLT è lievemente diminuito, di 2,8 miliardi, a seguito dei rimborsi volontari delle somme prese in prestito tramite tali operazioni. Per contro, l'importo medio della liquidità offerta tramite le ORLT a tre mesi è aumentato di 2,3 miliardi di euro.

La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 158,3 miliardi fino a 2.193,8 miliardi di euro, principalmente per effetto degli acquisti nell'ambito del PAA. La liquidità media immessa mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma di acquisto di attività del settore societario è cresciuta in media di 139,9, 8,4, 0,6 e 18,0 miliardi di euro, rispettivamente. La riduzione della liquidità dovuta ai rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite è stata pari, complessivamente, a 8,6 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità media in eccesso è aumentata di 109,5 miliardi rispetto al periodo precedente, arrivando a 1.755,3 miliardi di euro (cfr. grafico A). Come già menzionato, l'aumento riflette in larga parte la liquidità immessa attraverso il PAA di un importo medio programmato di 60 miliardi di euro al mese, in parte controbilanciato da un aumento del fabbisogno di liquidità proveniente dai fattori autonomi. Un'analisi più dettagliata del periodo in esame mostra come la liquidità in eccesso sia aumentata nel quinto periodo di mantenimento, con una crescita di 90,1 miliardi di euro, per

effetto degli acquisti avvenuti nell'ambito del PAA e del calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità, principalmente dovuto a una diminuzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche. Il sesto periodo di mantenimento ha registrato un più modesto incremento, di 47,1 miliardi di euro, della liquidità in eccesso, dal momento che la liquidità immessa tramite il PAA è stata controbilanciata in parte da un più elevato fabbisogno aggregato di liquidità del settore bancario, dovuto a un aumento dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

L'espansione della liquidità in eccesso si è accompagnata a un incremento medio delle disponibilità di conto corrente, che sono aumentate di 74,0 miliardi di euro, arrivando a 1.248,0 miliardi nel periodo in esame; al contempo, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato di ulteriori 35,2 miliardi di euro, portandosi a 629,8 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, scendendo anche al di sotto di tale livello per alcuni tassi riferiti a specifici panieri di collaterali nei segmenti garantiti. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,357 per cento, rispetto a una media di -0,358 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato entro un intervallo stretto, con un picco pari a -0,345 per cento l'ultimo giorno di agosto 2017 e un valore minimo pari a -0,366 per cento a metà settembre 2017.

Nel segmento garantito, rispetto al periodo di riferimento precedente, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling sono scesi lievemente, sia per il paniere dei collaterali standard che per quello ampliato. Il tasso dei pronti contro termine overnight si è attestato a -0,437 per cento per il paniere dei collaterali standard, e a -0,402 per cento per il paniere dei collaterali ampliato.

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

3 Il recente dinamismo degli indicatori basati sulle indagini: implicazioni per la profondità e l'ampiezza della crescita del PIL in termini reali

Le recenti indagini qualitative segnalano robusti incrementi del PIL in termini reali che sollevano interrogativi sulla durata nel tempo di questa vigorosa crescita. Ad esempio, i dati qualitativi provenienti dalle due principali indagini condotte nell'area dell'euro - le indagini della Commissione europea presso le imprese industriali e i consumatori e l'indagine PMI di IHS Markit (dove per PMI si intende l'indice composito dei responsabili degli acquisti, Purchasing Managers' Index) - hanno di recente evidenziato una notevole vivacità che sembra indicare una solida crescita dell'economia dell'area dell'euro. Entrambe le indagini vengono monitorate attentamente da analisti e responsabili delle politiche perché considerate indicatori tempestivi e spesso unici degli andamenti economici. I risultati delle indagini vengono infatti diffusi con cadenza mensile (a partire dalla terza settimana del mese di riferimento) mentre le stime rapide preliminari del PIL vengono pubblicate solo a 30 giorni dalla fine del trimestre di riferimento. Il presente riquadro si concentra su una serie di dati chiave provenienti da ciascuna indagine, l'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) e il PMI composito relativo al prodotto, poiché i due indicatori in questione sono generalmente molto correlati agli andamenti del PIL in termini reali.

Pur essendo entrambi utili alla misurazione degli andamenti del PIL in termini reali, l'ESI e il PMI composito relativo al prodotto presentano differenze metodologiche. Le indagini della Commissione europea si caratterizzano per l'ampia copertura in termini di paesi coinvolti (tutta l'area dell'euro a eccezione dell'Irlanda), settori, domande e dimensioni del campione (75.000 aziende del settore privato e 26.000 consumatori) e consentono pertanto di ottenere un quadro dettagliato degli andamenti economici. Nell'ambito di tali indagini, l'ESI include indicatori del clima di fiducia relativi a cinque settori, ciascuno dei quali è compilato utilizzando in media dalle due alle quattro domande. Alcune domande fanno riferimento agli ordini, alle aspettative relative alla produzione/domanda o all'occupazione e, come tali, sono di natura prospettica. I pesi che sottendono all'ESI sono fissati come segue: industria al 40 per cento, servizi al 30 per cento, beni di consumo (famiglie) al 20 per cento e commercio al dettaglio e costruzioni al 5 per cento[1]. I servizi finanziari, tuttavia, non sono inclusi nell'ESI. Ciò rappresenta un limite dal momento che il settore finanziario produce effetti sul PIL in termini reali e gli andamenti di tale settore possono assumere profili molto diversi da quelli del resto dell'economia, come osservato durante la crisi finanziaria.

Il PMI composito relativo al prodotto viene desunto dalle risposte a una domanda che valuta le variazioni mensili del prodotto, con tre possibili risposte: "aumentato", "invariato" o "diminuito". Applica un peso del 65 per cento alle attività correlate ai servizi (coinvolgendo 2.000 aziende del settore privato dei quattro maggiori paesi dell'area

[1] Cfr. Gelper, S. e Croux, C., "On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), febbraio 2010, pagg. 47-62; Pošta, V. e Pikhart, Z., "The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies", Statistika, 49(1), 2012, pagg. 41-55; nonché Sorić, P., Lolić, I. e Čižmešija, M., "European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal", *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), settembre 2016, pagg. 2025-54.

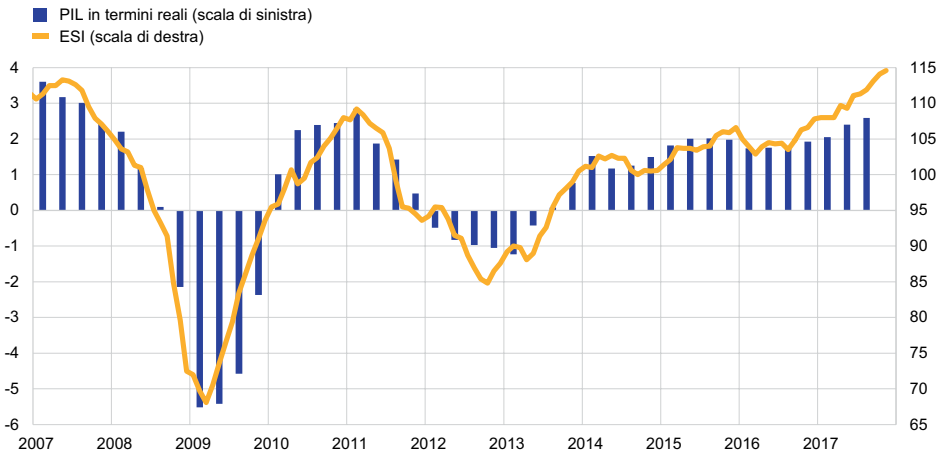
dell'euro e dell'Irlanda) mentre il restante 35 per cento è assegnato al prodotto nel settore manifatturiero (che coinvolge 3.000 aziende a livello nazionale e include i Paesi Bassi, l'Austria e la Grecia). Alcuni importanti settori risultano pertanto esclusi, ad esempio i servizi pubblici e l'industria non manifatturiera (principalmente le costruzioni).

L'ESI e il PMI composito relativo al prodotto indicano che l'economia dell'area dell'euro ha continuato a registrare tassi di crescita elevati nel quarto trimestre del 2017. Come illustrato nel grafico A, l'ESI è strutturato in modo da tenere traccia dei movimenti contemporanei del tasso di crescita tendenziale del PIL in termini reali[2]. La stretta correlazione tra l'ESI e il tasso di crescita tendenziale del PIL in termini reali segnala una crescita economica sostenuta e durevole nel quarto trimestre. Parte della discrepanza osservata di recente tra l'ESI e il tasso di crescita tendenziale del PIL è riconducibile al fatto che l'attuale ripresa dell'ESI è ampiamente correlata alle componenti prospettiche che gli sottendono. Pertanto, il recente miglioramento dell'ESI potrebbe anche preludere a andamenti robusti oltre il quarto trimestre.

Grafico A

PIL in termini reali dell'area dell'euro e indice di fiducia ESI

(variazione percentuale tendenziale; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

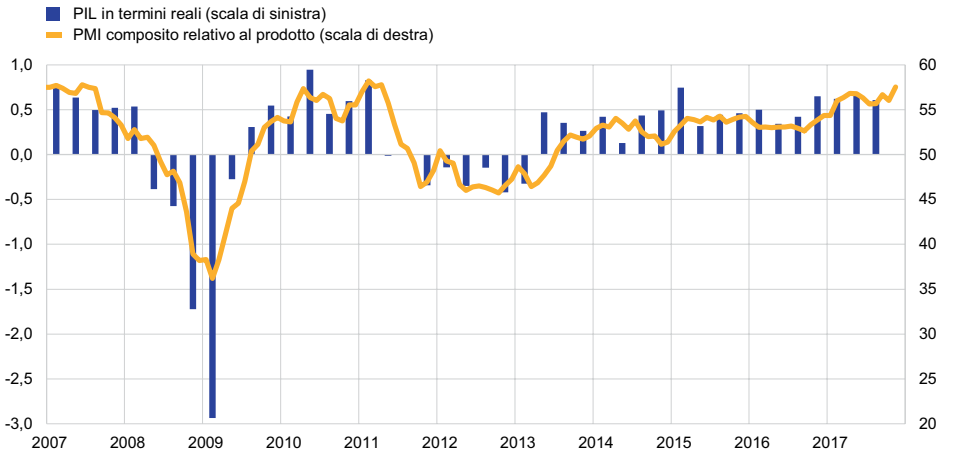
Il PMI composito relativo al prodotto è strutturato in modo da tenere traccia delle variazioni sul trimestre precedente della crescita del PIL in termini reali. Il grafico B illustra una semplice regola di controllo del PIL basato sul PMI: la variazione percentuale del PIL in termini reali sul trimestre precedente è uguale al 10 per cento della media trimestrale del PMI composito relativo al prodotto cui viene sottratto 50. Il collegamento tra le variazioni trimestrali del PIL in termini reali e il PMI composito relativo al prodotto ha a tratti manifestato la tendenza a indebolirsi, in particolare

[2] Per le evidenze empiriche, cfr. il documento specifico intitolato "ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance" in "European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017", *European Economy Technical Paper*, n. 17, Commissione europea, luglio 2017, pagg. 18-26, che comprende un confronto tra le due indagini e considera le variazioni del PIL in termini reali sui dodici mesi e sul trimestre precedente. Per ulteriori dettagli su un sistema di controllo del PIL basato sul PMI, incluso un confronto con le prime stime rapide del PIL, cfr. Bondt, G.J. de., "Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?", *EcoMod2012 Conference Paper*, luglio 2012. I risultati del PMI aggiornati, tra cui una serie di test di stabilità, non evidenziano segnali di una significativa variazione del collegamento tra PMI e PIL.

Grafico B

PIL in termini reali dell'area dell'euro e PMI composito relativo al prodotto

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat e IHS Markit.

durante i primi anni della crisi finanziaria (2008/2009). Ciononostante, a partire dal 2003 (anno di avvio della pubblicazione delle stime rapide del PIL per l'area dell'euro) questa semplice metodologia previsiva si è rivelata più accurata nel prevedere i dati finali sul PIL pubblicati per ciascun anno solare rispetto al primo vintage di dati sul PIL per circa la metà del periodo considerato. Tale metodologia indica che, nel quarto trimestre del 2017, il PIL in termini reali è cresciuto sostanzialmente in linea con le stime effettuate dai nostri esperti per dicembre 2017 su base trimestrale[3].

L'ESI indica il protrarsi ininterrotto della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro nel breve periodo, tendenza che interesserà la maggior parte dei paesi. Data la sua ampiezza in termini di copertura, l'ESI si presta meglio a un'analisi più approfondita delle dimensioni geografiche e settoriali. Gli ultimi risultati dell'ESI, relativi a novembre 2017 (cfr. i punti rossi nel grafico C), mostrano che l'indicatore si trova al di sopra della sua media di lungo termine (rappresentata dalla linea dello zero) per tutti i paesi dell'area dell'euro a eccezione della Grecia. Inoltre, in tutti i paesi (eccetto i tre Stati baltici, il Belgio, la Slovacchia e la Grecia), l'ESI si colloca attualmente più di una deviazione standard al di sopra del suo livello medio. L'ESI ha raggiunto il suo massimo storico a novembre a Malta e a Cipro (come indicato dalla posizione dei punti rossi nella parte superiore degli istogrammi blu).

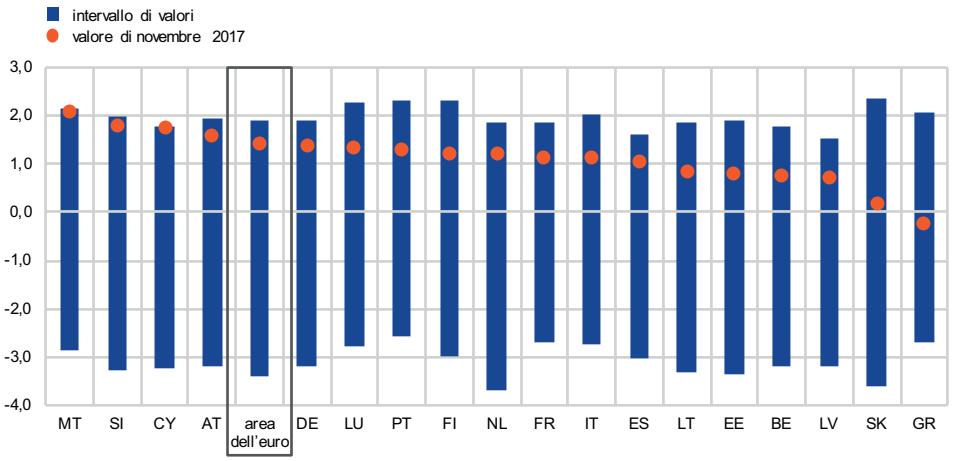
Anche a livello settoriale emerge un quadro complessivamente positivo, caratterizzato da elevati livelli di fiducia che vengono registrati nella maggior parte dei settori all'interno dell'area dell'euro. A livello settoriale, a novembre 2017 gli indicatori di fiducia che sottendono all'ESI hanno registrato un massimo storico per la manifattura e un valore prossimo al massimo storico assoluto per il settore delle famiglie (beni di consumo), il commercio al dettaglio e le costruzioni (cfr. grafico D). Quest'ultimo settore, in particolare, ha evidenziato una notevole ripresa congiunturale. Per contro, i risultati più recenti del settore dei servizi si sono

[3] Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2017 dagli esperti dell'Eurosistema, pubblicate sul sito Internet della BCE.

Grafico C

Indice di fiducia

(valori standardizzati)



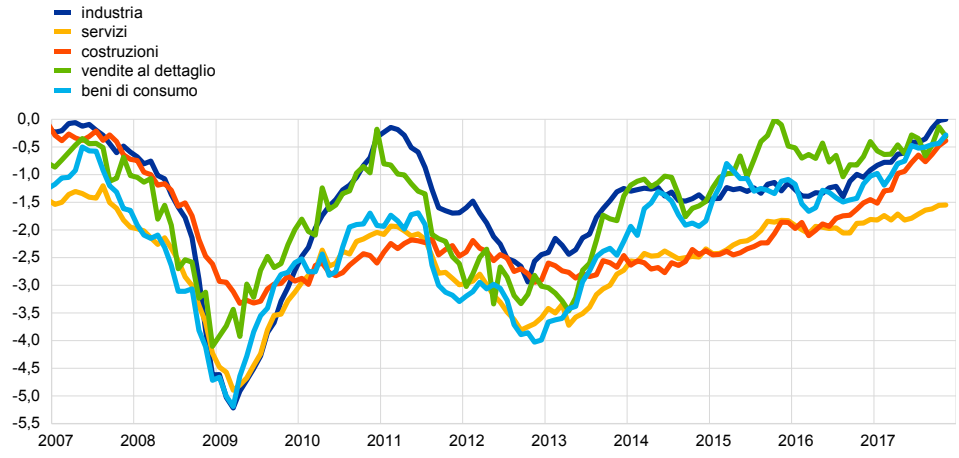
Note: gli istogrammi blu mostrano il livello massimo e minimo dall'avvio delle serie nei rispettivi paesi; i punti rossi rappresentano gli ultimi risultati; la linea dello zero segna il valore medio.
Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

rivelati relativamente scarsi, sebbene ancora al di sopra della media di lungo periodo così come il precedente massimo registrato nel 2011. Tali differenze settoriali hanno rilevanza economica. Ad esempio, l'aggregazione degli indicatori di fiducia della Commissione europea relativi a servizi e industria – utilizzando i pesi settoriali del PMI composito relativo al prodotto (65 per cento per i servizi e 35 per cento per l'industria) – produrrebbe una stima significativamente inferiore del tasso di crescita tendenziale del PIL in termini reali per il quarto trimestre di quest'anno, rispetto a quella suggerita dall'ESI (illustrata nel grafico A). Nel complesso, le rilevazioni settoriali indicano che al momento tutti i settori stanno contribuendo alla crescita, sebbene in misura differente.

Grafico D

Fiducia nei diversi settori

(valori standardizzati delle deviazioni dal valore massimo)



Note: i calcoli relativi ai dati sulla fiducia partono da gennaio 1985 per tutti i settori a eccezione dei servizi (per i quali partono da aprile 1995).
Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

4 La percezione delle dinamiche del mercato del lavoro nell'area dell'euro nell'indagine presso i previsori professionali della BCE

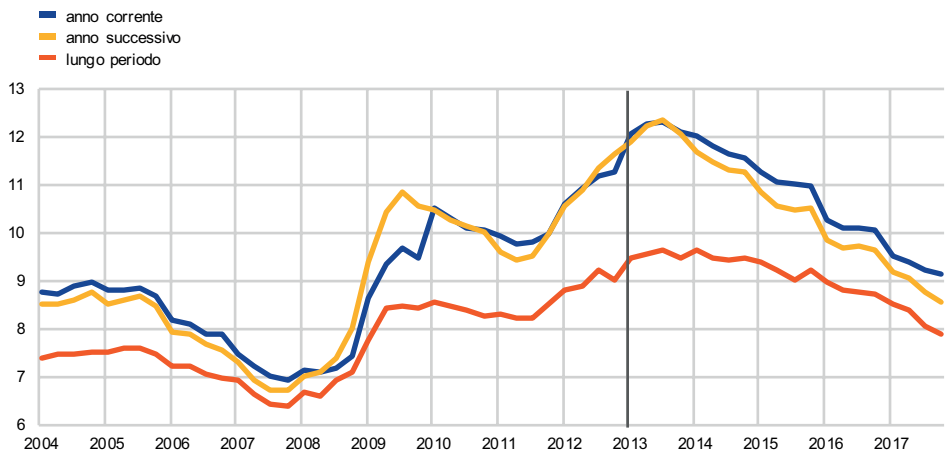
Negli ultimi dieci anni i mercati del lavoro nell'area dell'euro hanno subito una serie di shock che hanno determinato ampie oscillazioni del tasso di disoccupazione e della crescita dei salari. In reazione a questi andamenti, i previsori professionali hanno ripetutamente corretto le loro aspettative sul tasso di disoccupazione e sul tasso di crescita sui dodici mesi della retribuzione per occupato (di seguito crescita salariale) sia al rialzo sia al ribasso. Il presente riquadro analizza le revisioni delle aspettative segnalate nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) della BCE, e confronta tali aspettative con i dati realmente registrati.

Tra il 2008 e il 2013, le battute d'arresto connesse alle crisi finanziarie e del debito sovrano hanno indotto i partecipanti alla SPF a rivedere gradualmente al rialzo le loro aspettative sul tasso di disoccupazione e al ribasso quelle sulla crescita salariale (cfr. grafici A e B). Ciò concorda con la nozione secondo cui la disoccupazione è il principale indicatore dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro e, di conseguenza, delle dinamiche quantità-prezzo nel mercato del lavoro: più sono i lavoratori disoccupati a competere per un posto di lavoro, più bassi saranno i salari che le imprese tenderanno ad offrire per assumere o non perdere la propria forza lavoro. Quest'andamento congiunto è stato evidente anche in senso inverso durante la temporanea ripresa del 2010-2011, quando le aspettative sulla crescita salariale di breve periodo sono state riviste al rialzo in concomitanza con la previsione di un calo dell'eccesso di offerta di lavoro (come si evince dalla diminuzione del differenziale tra le aspettative del tasso di disoccupazione di breve e di lungo periodo). Nel 2013, tuttavia, è emerso un quadro diverso, caratterizzato da continue revisioni al ribasso tanto delle aspettative sul tasso di disoccupazione quanto di quelle sulla crescita salariale.

Grafico A

Aspettative sul tasso di disoccupazione

(valori percentuali)

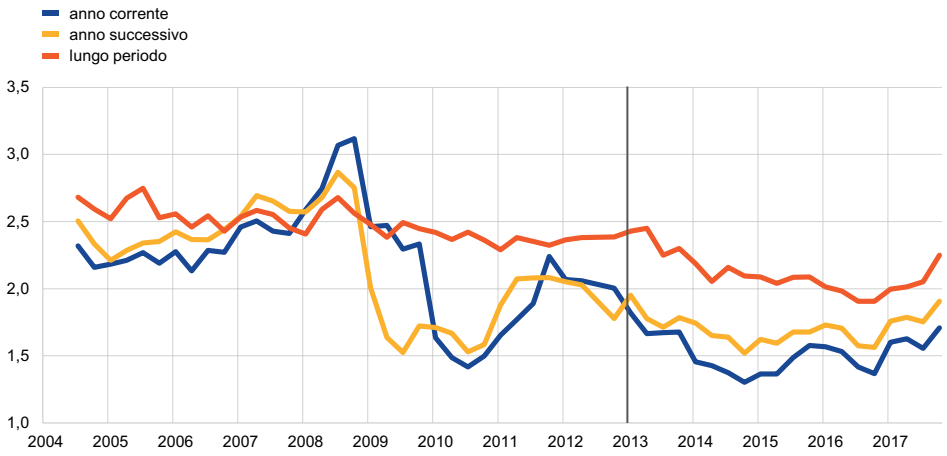


Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Grafico B

Aspettative sulla crescita salariale

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



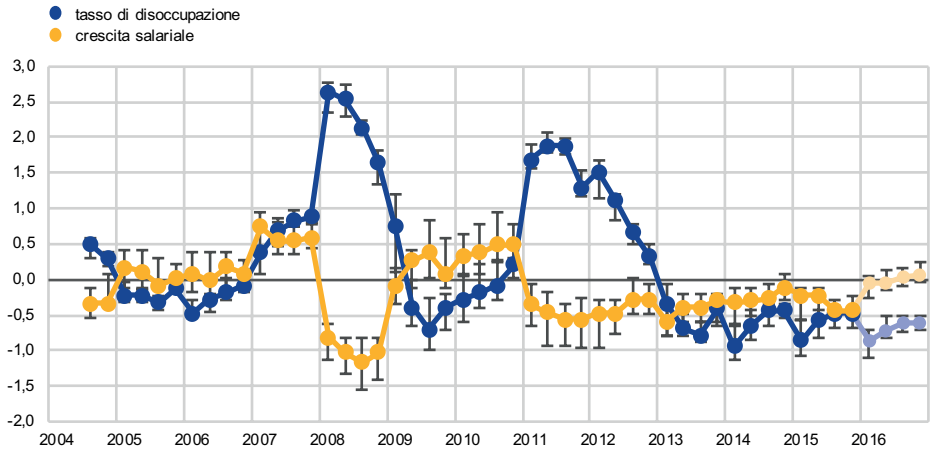
Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Fino al 2013, gli errori di proiezione dell'SPF hanno tendenzialmente riflesso quelli sulla disoccupazione: episodi di crescita salariale più debole delle attese hanno coinciso con un tasso di disoccupazione superiore alle attese e viceversa (cfr. grafico C)[1]**.** Dopo il 2013, tuttavia, non solo è cambiato l'andamento

Grafico C

Errori di proiezione a breve termine sul tasso di disoccupazione e sulla crescita salariale nell'SPF

(punti percentuali)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'orizzonte delle proiezioni è il successivo anno solare; la data indicata si riferisce alla data dell'indagine. Il grafico mostra il livello mediano e lo scarto interquartile dei microdati sulle previsioni nell'SPF. Gli errori di proiezione sono definiti come la differenza fra il dato reale, secondo i dati più recenti, e la proiezione. I dati sulle retribuzioni per occupato più recenti si riferiscono al terzo trimestre 2017. Le ultime previsioni dell'SPF valutabili in via definitiva per l'orizzonte dell'anno solare successivo sono quelle per l'anno 2016, desunte dalle indagini svolte nel 2015. Tuttavia, questo grafico presenta anche una valutazione indicativa delle aspettative per il 2017 dall'indagine 2016, assumendo che i dati per l'ultimo trimestre siano in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate in dicembre degli esperti dell'Eurosistema. L'andamento degli errori di proiezione sulla disoccupazione e sulla crescita salariale per l'orizzonte relativo a due anni successivi (rilevato solo nelle indagini del terzo e del quarto trimestre fino al 2013) è simile.

[1] L'SPF ha raccolto i tassi attesi di crescita a dodici mesi (per anni solari ad orizzonti fissi) della retribuzione per occupato (crescita salariale) a partire dal 2004.

delle correzioni apportate alle previsioni sulla disoccupazione e sulla crescita salariale, ma anche quello degli errori di proiezione. La crescita salariale e il tasso di disoccupazione sono stati congiuntamente sovrastimati nell'ambito dell'SPF nel periodo 2013-2015; una serie di errori insolita rispetto alle edizioni precedenti dell'indagine. Inoltre, questo andamento non si è verificato solo nelle medie delle previsioni riportate nell'ambito dell'SPF, ma anche per la maggioranza delle previsioni dei singoli partecipanti. Le barre nel grafico C illustrano la dispersione degli errori di previsione individuali misurata dallo scarto interquartile. Nel periodo 2013-2015 queste si collocano per lo più sotto la linea dello zero, indicando una sopravvalutazione tanto della crescita salariale che della disoccupazione da parte della maggioranza dei previsori.

L'andamento storicamente anomalo degli errori di previsione osservato a partire dal 2013 potrebbe suggerire una discontinuità strutturale nelle dinamiche del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Nello specifico, l'andamento suggerisce che, benché l'eccesso di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro misurato dalla disoccupazione sia stato inferiore alle attese, altri fattori abbiano contenuto la crescita salariale. Tra questi potrebbero rientrare: una maggiore flessibilità salariale, in ragione della gravità della crisi e in seguito a riforme strutturali nei mercati del lavoro; una crescita delle posizioni lavorative o a bassa produttività; gli effetti di un contesto caratterizzato da bassa inflazione[2]. Questo andamento può altresì riflettere il fatto che, allo stato attuale, il tasso di disoccupazione sottostima l'ammontare di lavoro disponibile inutilizzato nel mercato del lavoro. Ad esempio, una percentuale elevata di lavoratori a tempo parziale desiderosi di lavorare più ore o di persone connesse in misura marginale al mercato del lavoro potrebbero aver consentito all'occupazione di crescere senza generare una significativa inflazione salariale. Ciò è coerente con i risultati dell'indagine per il secondo trimestre del 2017: alla domanda sui rischi percepiti per gli andamenti salariali, i partecipanti hanno sottolineato l'incertezza che caratterizza la risposta dei salari all'eccesso di offerta nel mercato del lavoro e il rischio che la crescita salariale possa rivelarsi più debole delle attese, qualora le persone connesse in misura marginale si reinserissero nel mercato del lavoro con il procedere della ripresa economica.

Tuttavia, l'incidenza dei fattori alla base degli insoliti andamenti recenti del mercato del lavoro potrebbe già essere in via di esaurimento. Le aspettative sulla crescita salariale sono migliorate nel 2017 su tutti gli orizzonti previsionali. In particolare, la più recente SPF (per il quarto trimestre del 2017) mostra che le aspettative sulla crescita salariale nel più lungo periodo hanno recuperato oltre la metà della flessione rilevata nel periodo 2013-2016 (cfr. grafico B). Ciò potrebbe a sua volta indicare che i fattori che hanno frenato la dinamica salariale siano percepiti in fase di indebolimento.

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

5 Un'analisi della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per l'esercizio 2018

Il 22 novembre 2017 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio presentati per il 2018 dai governi dei paesi dell'area dell'euro, unitamente a un'analisi della situazione di finanza pubblica dell'area nel suo insieme. Ciascun parere comprende una valutazione della conformità del documento programmatico al Patto di stabilità e crescita (PSC), e dà inoltre seguito alle indicazioni contenute nelle raccomandazioni per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017 e adottate dal Consiglio Economia e finanza l'11 luglio scorso[1].

In linea generale, i documenti programmatici prevedono un supporto sostanzialmente neutro all'economia dell'area dell'euro da parte delle politiche di bilancio, anche se esistono notevoli divergenze fra paesi. Alcuni paesi hanno conseguito i propri obiettivi di bilancio di medio termine (OMT) e molti di loro stanno utilizzando lo spazio di manovra di cui dispongono in linea con le disposizioni dell'UE sui conti pubblici. Per contro, nonostante la solida e generalizzata espansione economica nell'area dell'euro, in un numero significativo di paesi gli interventi strutturali non stanno garantendo il pieno rispetto dei requisiti del PSC. Nella sua dichiarazione del 4 dicembre 2017 sui documenti programmatici di bilancio per il 2018 l'Eurogruppo ha affermato che "per il 2018 un orientamento sostanzialmente neutro delle politiche di bilancio continua ad apparire adeguato per l'area dell'euro nel suo insieme"[2]. Ciò è anche in linea con il punto di vista per cui quando l'output gap è contenuto non sono necessarie misure di bilancio che mirino a calibrare il sostegno all'economia[3]. L'Eurogruppo ha altresì osservato che "nel contempo, le condizioni economiche in via di miglioramento sottolineano la necessità di ricostituire margini di bilancio, proseguendo contemporaneamente a rafforzare il potenziale di crescita delle economie".

Sulla base delle proprie previsioni economiche dell'autunno 2017, la Commissione ha ritenuto pienamente conformi al PSC solo sei dei diciotto documenti programmatici di bilancio[4]. I sei documenti programmatici sono quelli di Germania, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia (tutti paesi interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo del PSC), uno in più rispetto al numero di paesi i cui documenti programmatici erano stati dichiarati pienamente conformi l'anno scorso. La Commissione reputa che i documenti programmatici di bilancio di altri sei paesi siano solo "sostanzialmente conformi"

---

1 Per informazioni generali e ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2017* nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

2 Cfr. Eurogroup statement on the Draft Budgetary Plans for 2018.

3 Il concetto di intonazione aggregata delle politiche di bilancio nell'area dell'euro è importante nel quadro dell'Unione economica e monetaria, all'interno della quale alla politica monetaria unica si affiancano politiche di bilancio messe in atto a livello nazionale. Si tratta, però, di un concetto non giuridicamente vincolante. Per un'analisi delle difficoltà che caratterizzano la valutazione dell'orientamento delle politiche di bilancio, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

4 La Grecia non è inclusa nell'esercizio.

al PSC[5]. Si tratta dei documenti programmatici di Estonia, Irlanda, Cipro, Malta, Slovacchia (paesi interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo) e Spagna (sottoposta al meccanismo correttivo). Sebbene si preveda che il disavanzo complessivo della Spagna, che aveva presentato un documento programmatico di bilancio basato sull'ipotesi di politiche invariate, scenderà al di sotto del parametro del 3 per cento del PIL entro la scadenza prevista per il 2018 dalla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE), tale situazione si accompagna a carenze cumulate negli interventi strutturali rispetto agli impegni assunti nel quadro del PSC[6]. I documenti programmatici di bilancio dei sei paesi rimanenti sono ritenuti "a rischio di non conformità con il PSC"[7]. Si tratta di Francia (che ha una scadenza PDE nel 2017 ed è interessata dalle disposizioni del meccanismo correttivo del PSC) e di Belgio, Italia, Austria, Portogallo e Slovenia, interessati invece dalle disposizioni del meccanismo preventivo. L'Austria, in assenza di un governo ufficialmente insediato, ha presentato un documento programmatico basato sull'ipotesi di politiche invariate.

Nei paesi con elevati livelli di debito pubblico il rapporto fra debito e PIL sta diminuendo, ma con lentezza. Fra i sei paesi i cui documenti programmatici di bilancio configurano un rischio di non conformità con il PSC, per Belgio, Francia, Italia e Portogallo si prevedono nel 2018 elevati livelli di debito pubblico, superiori al 90 per cento del PIL (cfr. il grafico A). Ad eccezione del Portogallo, non si prevede che il debito pubblico di questi paesi sia ricondotto su livelli prossimi al valore di riferimento stabilito dalla regola del PSC, ovvero 60 per cento del PIL. Nella dichiarazione del 4 dicembre 2017 l'Eurogruppo osservava che "in alcuni Stati membri il ritmo contenuto di riduzione del debito da livelli elevati continua a essere motivo di preoccupazione". Per quanto riguarda l'Italia, nella lettera inviata dalla Commissione il 22 novembre 2017 si afferma che sono stati fatti "progressi insufficienti verso il rispetto della regola del debito" e che "il debito pubblico dell'Italia rimane una vulnerabilità chiave"[8]. Nel contempo, la Commissione non ha ancora pubblicato una relazione basata sulle informazioni trasmesse per il 2016, come

---

5 Per quanto concerne i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, i documenti programmatici di bilancio risultano "sostanzialmente conformi" se, stando alle previsioni della Commissione, si prevede una possibile deviazione dall'OMT o dal percorso di avvicinamento a esso, ma la carenza rispetto a quanto richiesto non rappresenterebbe una deviazione significativa dall'aggiustamento necessario. Nel quadro del meccanismo preventivo le deviazioni dagli obiettivi di bilancio sono considerate "significative" se superano lo 0,5 per cento del PIL in un anno o, in media, lo 0,25 per cento del PIL per due anni consecutivi. Per i paesi interessati dal meccanismo correttivo del PSC, la Commissione reputa i documenti programmatici di bilancio "sostanzialmente conformi" se prevedono che gli obiettivi di disavanzo complessivo saranno soddisfatti, ma contengono interventi chiaramente insufficienti per il risanamento di bilancio rispetto agli obiettivi raccomandati, che mettono a repentaglio la conformità con la raccomandazione della PDE.

6 Secondo le previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno del 2017, non è previsto nessun intervento strutturale nel 2018, mentre nella raccomandazione della PDE indirizzata nel 2016 dal Consiglio alla Spagna ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 9, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) viene indicato un intervento pari allo 0,5 per cento del PIL.

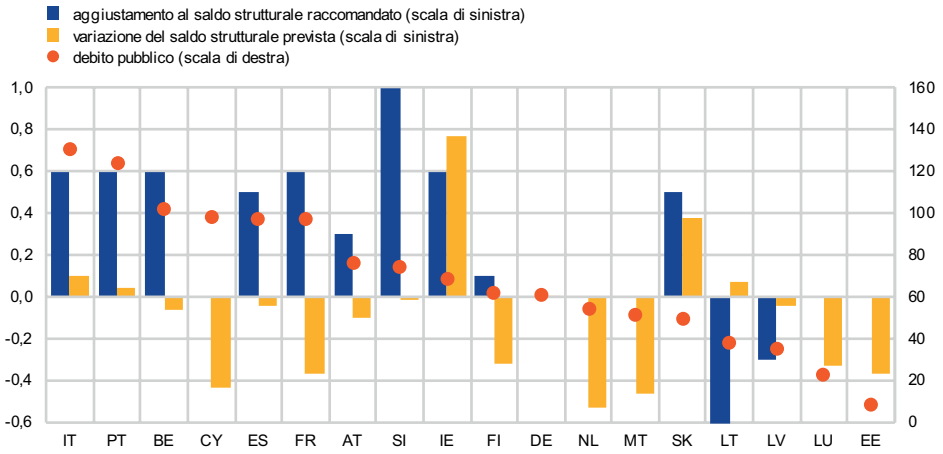
7 Per i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, la Commissione giudica un documento programmatico di bilancio "a rischio di non conformità con il PSC" se esso prevede per il 2018 una deviazione significativa dall'OMT, o dal percorso di avvicinamento a esso, e/o la non conformità al parametro di riduzione del debito nei casi in cui tale parametro si applica. Per i paesi interessati dal meccanismo correttivo del PSC, la Commissione giudica che il documento programmatico è "a rischio di non conformità con il PSC" se c'è la possibilità che le sue previsioni per il 2018 (subordinate a conferma ex-post) conducano a un rafforzamento della PDE poiché indicano che né il risanamento di bilancio raccomandato, né l'obiettivo di disavanzo complessivo raccomandato saranno conseguiti.

8 Cfr Lettera all'Italia.

Grafico A

Aggiustamenti al saldo strutturale raccomandati e previsti per il 2018 e debito pubblico nel 2018

(in percentuale del PIL)



Fonti: AMECO e raccomandazioni per le politiche di bilancio dei singoli paesi adottate dal Consiglio Economia e finanza l'11 luglio 2017.
Note: a Germania, Estonia, Cipro, Lituania, Lussemburgo, Malta e Paesi Bassi si raccomanda di rimanere sul proprio OMT. Per Austria e Finlandia i requisiti di risanamento strutturale sono inferiori rispetto a quelli indicati nelle raccomandazioni per singolo paese laddove sono state apportate correzioni connesse alla flessibilità concessa nel quadro del PSC (in particolare in relazione all'accoglienza dei rifugiati, alle riforme strutturali, agli investimenti e alle pensioni). Per Italia e Slovenia i requisiti di risanamento strutturale potrebbero essere ridotti in via discrezionale.

previsto dall'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

In via discrezionale, la Commissione raccomanda che i requisiti di aggiustamento strutturale previsti per il 2018 dal Patto di stabilità e crescita siano ridotti in misura significativa per Italia e Slovenia[9]. Per i paesi il cui requisito di risanamento strutturale nel 2018 sia pari o superiore allo 0,5 per cento del PIL, nei considerando delle raccomandazioni agli stati membri in materia di politica economica, occupazionale e di bilancio emesse dal Consiglio l'11 luglio 2017 si afferma che le valutazioni future "terranno debitamente conto dell'obiettivo di conseguire una situazione di bilancio che contribuisca sia a rafforzare la ripresa in corso, sia ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche". Alla luce di ciò, la Commissione raccomanda una riduzione dei requisiti di risanamento strutturale che per l'Italia va dallo 0,6 allo 0,3 per cento del PIL, e per la Slovenia dall'1,0 allo 0,6 per cento del PIL[10]. In linea generale, affinché il PSC sia credibile, è importante che ci sia prevedibilità e trasparenza nell'applicazione delle regole di bilancio[11]. Nonostante l'abbassamento dei requisiti, secondo le previsioni formulate nell'autunno del 2017

[9] Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro "The application of discretion in the autumn 2017 fiscal surveillance exercise" nella comunicazione della Commissione 2018 Draft Budgetary Plans: Overall assessment.

[10] Il Consiglio fornirà una valutazione definitiva al più tardi nella primavera del 2019, quando si pronuncerà sulla conformità con il PSC per il 2018.

[11] Nel suo staff report sulle consultazioni ai sensi dell'articolo IV riguardanti l'area dell'euro, il Fondo monetario internazionale afferma che "[...] una maggiore discrezionalità da parte della Commissione europea nel valutare la conformità alle regole riduce la credibilità del PSC" e che "devono essere intraprese azioni per ristabilire la credibilità del PSC".

dalla Commissione nessuno dei due paesi rispetterà pienamente le disposizioni del meccanismo preventivo del PSC nel 2018.

L'esercizio di valutazione dei documenti programmatici di bilancio sembra aver perso efficacia nel corso del tempo. La valutazione dei documenti programmatici di bilancio, introdotta in risposta alla crisi, è stata concepita come strumento per identificare e prevenire possibili scostamenti da politiche di bilancio rigorose già nelle prime fasi del processo di formazione dei bilanci, vale a dire prima che questi siano ultimati. Laddove si riscontri un rischio particolarmente grave di inadempimento delle disposizioni del PSC, vale a dire quando un documento programmatico di fatto evidenzia interventi strutturali palesemente carenti rispetto a quanto richiesto, la Commissione può chiedere agli Stati membri di fornire un aggiornamento al documento di bilancio. Da quando il primo esercizio di valutazione è stato condotto, nell'autunno del 2013, la Commissione non ha mai fatto questo tipo di richiesta, ritenendo che non si fossero mai verificati casi di "inadempimento particolarmente grave"[12]. La Commissione ha tuttavia scritto ai paesi per i quali si prevedevano carenze significative rispetto ai requisiti del PSC chiedendo l'adozione di misure aggiuntive. Agli albori dell'esercizio di valutazione, e in particolare nel 2014, alcuni paesi si sono impegnati pubblicamente a dare seguito a tali richieste[13]. Per contro, nel quadro dell'esercizio corrente, nessuno dei paesi che per il 2018 prevedono carenze nel risanamento di bilancio ha reagito adottando misure aggiuntive[14]. Negli anni scorsi, inoltre, alcuni paesi i cui documenti programmatici di bilancio avevano, secondo le previsioni della Commissione, evidenziato rischi di inosservanza del PSC si erano impegnati a "varare le misure necessarie affinché il bilancio di previsione sia conforme alle regole del PSC", sulla base di una quantificazione dei ritardi nel risanamento rispetto agli impegni presi nel quadro del PSC[15]. Tuttavia, nella sua dichiarazione sui documenti programmatici di bilancio per il 2018 l'Eurogruppo quest'anno invita semplicemente i paesi interessati "a prendere in considerazione in maniera tempestiva le misure necessarie per fronteggiare i rischi individuati dalla Commissione, così da assicurare che i bilanci per il 2018 siano conformi alle disposizioni del PSC". Va altresì osservato che, a differenza degli anni scorsi, non sembra che per gli inizi del 2018 sia in previsione in ambito Eurogruppo alcun seguito al corrente esercizio di valutazione sulla base delle previsioni invernali della Commissione. Dall'inizio dell'esercizio di valutazione dei documenti programmatici di bilancio, nell'autunno del 2013, malgrado le condizioni economiche in via di miglioramento, la quota di paesi che hanno presentato documenti conformi al PSC è rimasta invariata, ovvero circa un terzo del totale[16].

---

12 Per alcuni di questi paesi il miglioramento del saldo strutturale nel percorso di avvicinamento all'OMT disattendeva le condizioni richieste in misura significativa, vale a dire di oltre 0,5 punti percentuali del PIL, che è la soglia per la procedura per scostamento significativo prevista dal meccanismo preventivo del PSC.

13 A titolo esemplificativo, nell'ottobre del 2014 la Commissione ha inviato tali lettere a Italia, Austria e Francia. In precedenza aveva richiesto misure aggiuntive all'Austria nel maggio del 2014, quando dopo le elezioni parlamentari il governo austriaco aveva presentato un aggiornamento del documento programmatico di bilancio per il 2014 (non conforme).

14 Nell'ottobre del 2017 la Commissione ha scritto a Belgio, Spagna, Francia, Italia e Portogallo.

15 Cfr. come riferimento Eurogroup statement of 5 December 2016..

16 Da quando il primo esercizio di valutazione è stato condotto, nell'autunno del 2013, solo i documenti programmatici presentati ogni anno da Germania e Paesi Bassi hanno ricevuto tutti valutazioni positive.

In prospettiva, sarà fondamentale restituire maggiore efficacia all'esercizio di valutazione dei documenti programmatici di bilancio. In linea generale, è difficile stabilire in che misura la valutazione dei documenti programmatici di bilancio abbia stimolato i paesi a inserire misure aggiuntive nei propri bilanci definitivi[17]. I governi hanno la facoltà di adottare misure aggiuntive durante il perfezionamento del bilancio, o durante la sua attuazione nel corso dell'anno, senza che ciò sia specificatamente legato all'esito dell'esercizio di valutazione. Inoltre, la conformità dei paesi al PSC in un determinato anno viene valutata sulla base dei dati di consuntivo e solo circa un anno e mezzo dopo l'inizio della valutazione dei documenti programmatici di bilancio, o anche oltre. È possibile che nel frattempo si siano verificate variazioni nelle stime sulla posizione del paese nel ciclo economico, così come modifiche alle regole applicabili, e che ciò dia luogo a un giudizio di conformità al PSC più favorevole[18]. Un modo per migliorare il grado di conformità dei paesi al PSC è richiedere l'aggiornamento al documento programmatico ogni qual volta si prospettino deviazioni significative dai requisiti richiesti. È importante che il funzionamento dell'esercizio di valutazione dei documenti programmatici di bilancio migliori, soprattutto nell'ottica di fronteggiare gli squilibri di bilancio nei periodi di congiuntura economica favorevole, così da avere maggiore margine per interventi di bilancio in periodi di futuro rallentamento ciclico.

17 Cfr. per informazioni al riguardo il riquadro *Seguito della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2015* nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

18 Ad esempio, nel 2015 i requisiti di risanamento strutturale sono stati ridotti in cambio di ulteriori riforme strutturali e investimenti.

Articoli

1 Il mercato petrolifero nell'era del petrolio da scisti

La produzione di petrolio da scisti (shale oil) negli Stati Uniti è notevolmente cresciuta a partire dal 2011, tanto da competere oggi in termini di quote di mercato con la produzione petrolifera della Russia e dell'Arabia Saudita. Tuttavia, i principali produttori di petrolio convenzionale, in particolare i membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC), sono stati lenti nell'adattare le loro politiche di produzione. Il presente articolo analizza le ragioni di questo ritardo e valuta, alla luce della "rivoluzione" del petrolio da scisti, l'importanza relativa dei fattori di domanda e offerta nel determinare l'andamento dei corsi petroliferi. Lo shale oil è il principale elemento innovativo che condiziona la struttura del mercato del petrolio e influenza le decisioni dell'OPEC di stabilizzare i prezzi oppure di difendere la quota di mercato. L'interazione di tali fattori ha determinato un prolungato periodo di eccesso di offerta e bassi prezzi del petrolio tra la fine del 2014 ed il terzo trimestre del 2016; la parziale ripresa dei corsi nel 2017 riflette un graduale riequilibrio del mercato per effetto delle restrizioni dell'offerta mondiale concordate dall'OPEC e dai principali produttori non OPEC. Secondo gli analisti, i prezzi del petrolio si manterranno in un intervallo coerente con i costi di produzione dei principali produttori marginali (attualmente stimati attorno ai 50 dollari statunitensi al barile nel breve periodo). Tuttavia, secondo tali proiezioni, e tenuto conto delle attuali tecnologie estrattive, nel medio periodo i prezzi dovrebbero salire a circa 65-70 dollari al barile, affinché la produzione di petrolio da scisti possa continuare a espandersi con profitto a un ritmo sostenuto.

1 Introduzione

Le materie prime, e in particolare il petrolio, restano la principale fonte di volatilità dell'inflazione al consumo. Per questo motivo è difficile fare proiezioni: i corsi petroliferi, infatti, sono responsabili della maggior parte degli errori di previsione dei tassi di inflazione. È fondamentale comprendere i fattori che determinano le variazioni dei corsi petroliferi per valutarne la persistenza e le implicazioni per le aspettative di inflazione, così come, in ultima istanza, per poter predisporre una risposta di politica monetaria. E' opinione condivisa che l'impennata nella produzione di petrolio da scisti a partire dal 2011 abbia trasformato la struttura del mercato del petrolio. Tuttavia alcune questioni restano aperte: in quale misura la trasformazione ha influito finora sui fattori di domanda e offerta che guidano i corsi petroliferi; e quale sarà la loro rilevanza nel più lungo termine?

La rivoluzione del petrolio da scisti ha riscosso grande interesse perché segna un punto di svolta storico e inatteso nell'andamento della produzione energetica statunitense. Dopo tre decenni di calo costante, nel periodo tra il 2012 e il 2014 il contributo maggiore alla crescita dell'offerta mondiale è venuto dalla

produzione di petrolio negli Stati Uniti, che oggi compete con l'Arabia Saudita e la Russia in termini di quote di produzione mondiale. All'inizio, il greggio da scisti era soprattutto un fenomeno interno agli Stati Uniti, dal momento che aspetti tecnici e legislativi ne limitavano l'impatto a livello mondiale. In particolare, la corrente di flusso negli oleodotti statunitensi, canadesi e messicani consentiva solo il trasporto del petrolio dagli stati periferici degli Stati Uniti a quelli interni, e le esportazioni di greggio statunitense erano proibite da una legge introdotta per ragioni di sicurezza nazionale. Queste due circostanze hanno generato uno straordinario accumulo di scorte, che ha depresso il prezzo del petrolio negli Stati Uniti. Alle diverse varietà di greggio consegnate in aree di stoccaggio senza sbocco sul mare, ad esempio alla qualità West Texas Intermediate (WTI)[1] (il parametro di riferimento più usato negli Stati Uniti), sono stati applicati sconti crescenti. I prezzi dei beni energetici sono scesi negli Stati Uniti in misura maggiore rispetto al resto del mondo. In seguito, tuttavia, l'inversione dei flussi di petrolio negli oleodotti e la creazione di ulteriori linee ferroviarie nel 2014, uniti all'abrogazione del divieto di esportazione l'anno successivo, hanno ridotto il differenziale tra i prezzi del petrolio statunitensi e quelli internazionali e hanno portato lo shale oil sulla scena mondiale. A questo punto, l'agenzia statunitense Energy Information Administration (EIA) aveva più volte rivalutato il petrolio da scisti, sia in termini di stime delle quantità future che di durata temporale, suggerendo che si stavano verificando mutamenti permanenti nel mercato petrolifero mondiale.

Le decisioni sui livelli di produzione da parte dei paesi membri dell'OPEC nell'era del petrolio da scisti – iniziata intorno al 2011 – hanno risentito particolarmente dell'evoluzione delle condizioni di offerta negli Stati Uniti. Nel novembre del 2014 il target di produzione è stato abbandonato nel tentativo di riconquistare quote di mercato; l'obiettivo è stato raggiunto, ma ha prodotto un crollo dei prezzi del petrolio, scesi di oltre la metà. Il permanere di bassi corsi petroliferi e le difficoltà di finanza pubblica nei paesi produttori hanno spinto l'OPEC, nel novembre 2016, a cambiare di nuovo la propria strategia e a contenere la produzione per riequilibrare il mercato del petrolio, saturo di scorte. L'OPEC ha accettato di essere oramai in competizione con i produttori di shale oil nel suo ruolo di "produttore marginale"?

Il presente articolo descrive l'evoluzione del mercato del petrolio nell'era del petrolio da scisti, i mutamenti nelle strategie produttive dell'OPEC e gli effetti di questi andamenti sui corsi petroliferi. L'articolo è strutturato come segue: la seconda e la terza sezione contengono una rassegna delle dinamiche dei prezzi e dei fondamentali del mercato del petrolio prima e durante l'era del petrolio da scisti, con particolare riferimento alle quote di mercato dei principali paesi produttori (Stati Uniti, in particolare) a seguito della rivoluzione avviata dall'industria dello shale oil. Il riquadro 1 spiega in dettaglio il modello VAR strutturale (SVAR) del mercato petrolifero mondiale utilizzato per valutare la rilevanza dei fattori dal lato dell'offerta e della domanda, nel quale è possibile individuare due strategie, a seconda che l'OPEC agisca per tutelare la proprie quote di mercato (approccio "strategico") o per stabilizzare i prezzi del petrolio attorno a un dato valore (approccio "accomodante"). Il riquadro 2 si sofferma sulla scomposizione storica del prezzo del petrolio,

[1] Il punto di consegna del WTI è a Cushing in Oklahoma.

focalizzandosi sul periodo caratterizzato dalla produzione di petrolio da scisti. La quarta sezione, basandosi sui microdati, valuta in che modo lo shale oil potrebbe influenzare la curva dell'offerta mondiale e il prezzo di equilibrio. La quinta sezione riassume gli argomenti principali dell'articolo e conclude con le prospettive di medio e lungo termine.

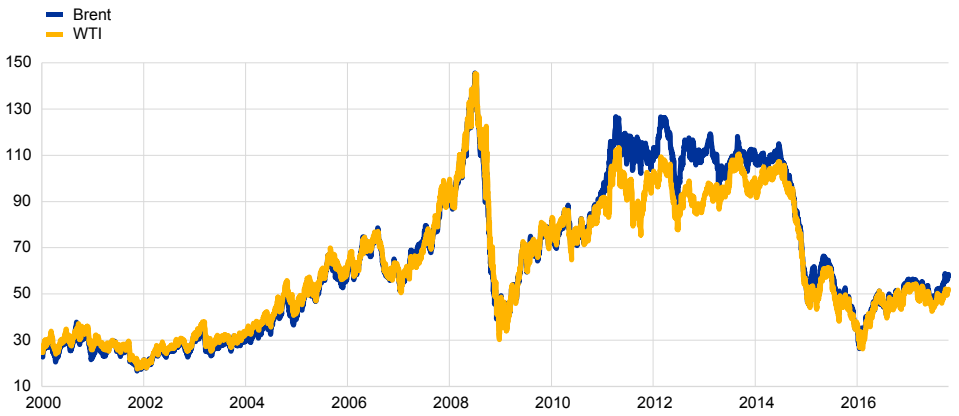
2 I corsi petroliferi prima del petrolio da scisti

Gli andamenti dei prezzi del petrolio negli anni antecedenti la crisi finanziaria mondiale hanno gettato le basi per la rivoluzione del petrolio da scisti. Il brusco aumento del prezzo da 23 dollari al barile nel 2003 al massimo storico di 145 dollari al barile alla vigilia della crisi finanziaria mondiale è ascrivibile principalmente all'aumento della domanda da parte delle principali economie emergenti, come la Cina (cfr. grafico 1 e 4). Dal lato dell'offerta, mentre i paesi non appartenenti all'OPEC faticavano a mantenersi al passo con consumi in espansione, in base all'evidenza empirica, i paesi dell'OPEC preferivano preservare condizioni di mercato relativamente tese dal punto di vista dell'offerta e sfruttare il loro rinnovato potere per influenzare l'equilibrio di mercato (cfr. grafico 3).

Grafico 1

Prezzi a pronti di Brent e WTI dal 2000

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: Bloomberg, Datastream ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 19 ottobre 2017.

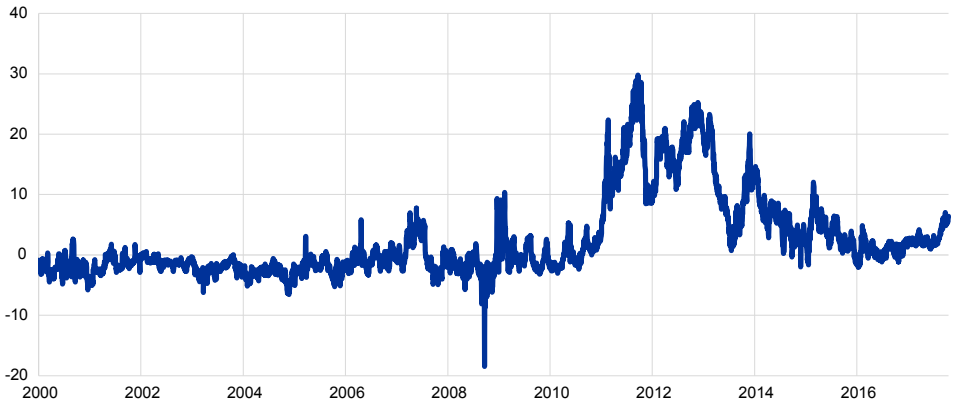
Tale contesto ha favorito l'afflusso di capitali verso il settore della produzione di petrolio da scisti per finanziare gli investimenti in ricerca e sviluppo. Imprese del settore energetico di media dimensione, in genere finanziariamente più vincolate rispetto alle grandi società multinazionali, hanno sfruttato questo afflusso di capitale per sviluppare ulteriormente le tecniche di perforazione orizzontale e di fratturazione idraulica negli Stati Uniti, rendendo la produzione di petrolio da scisti praticabile e redditizia. Lo sviluppo di tale produzione ha tratto beneficio anche dall'ubicazione delle risorse in aree poco densamente popolate, dal fatto che negli Stati Uniti i diritti di proprietà fondiaria comprendono anche quelli sui minerali collocati sotto

la superficie, e dalla normativa ambientale, meno restrittiva che, ad esempio, in Europa[2]. L'estrazione del petrolio e del gas naturale dalle formazioni rocciose di scisti ha avuto effetti duraturi sulla composizione delle fonti energetiche statunitensi e ha ridotto marcatamente la dipendenza energetica degli Stati Uniti dall'estero, contribuendo a ridimensionare il persistente deficit commerciale statunitense.

Grafico 2

Variazioni del differenziale Brent e WTI dal 2000

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: Bloomberg, Datastream ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: la figura mostra la differenza (spread) tra il prezzo del Brent e del WTI. Le ultime osservazioni si riferiscono al 19 ottobre 2017.

Durante lo stesso periodo (2003-2007), l'OPEC, soddisfacendo la crescente domanda da parte delle economie emergenti in rapida espansione e intervenendo per compensare significative e prolungate interruzioni nella produzione, ha recuperato influenza sul mercato petrolifero. In particolare, dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997, nuovi minimi nei corsi petroliferi avevano limitato per anni gli investimenti nelle aree petrolifere, e la produzione convenzionale, che mancava di capacità inutilizzata, non era stata in grado di espandersi per rispondere alla crescente domanda da parte della Cina e di altre economie emergenti. Il divario tra la domanda e l'offerta mondiale era stato esacerbato da due gravi interruzioni delle forniture: un calo del 60 per cento della produzione di petrolio venezuelano[3] imputabile a uno sciopero della compagnia petrolifera nazionale, Petróleos de Venezuela, indetto alla fine del 2002 nel tentativo di costringere l'allora presidente a indire elezioni anticipate; e la seconda guerra del Golfo nel 2003. Alla luce delle condizioni generali, l'OPEC è riuscita a garantire condizioni di equilibrio del mercato, seppure relativamente tese, al fine di mantenere elevati i corsi petroliferi nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale (cfr. riquadro 1).

La crisi finanziaria mondiale ha drasticamente ridotto l'attività economica e la domanda di greggio, spingendo i prezzi al di sotto di 40 dollari al

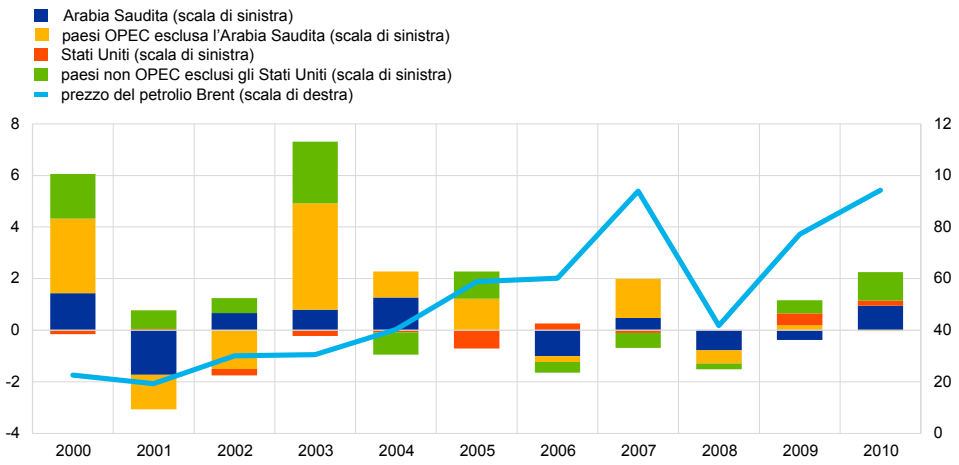
2 Cfr. Di Nino V. e Faiella I., "Shale Fuels: The Solution to the Energy Conundrum?", *European Energy and Climate Security,* settembre 2015, pagg.133-153.

3 Dal suo massimo, a gennaio 1997, al suo minimo, a gennaio 2003.

Grafico 3

Contributo alla crescita annuale dell'offerta di greggio (2000-2010)

(punti percentuali, scala di sinistra; dollari statunitensi al barile, scala di destra)



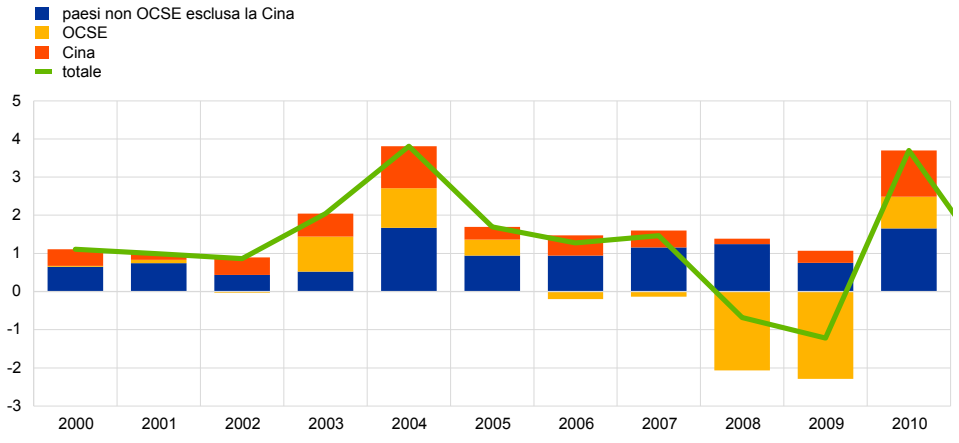
Fonti: EIA, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: il valore riferito all'ultimo mese di ogni anno è utilizzato come valore per quello stesso anno.

barile all'inizio del 2009 (cfr. grafici 3 e 4). Il calo nel consumo annuale è stato particolarmente forte negli Stati Uniti e ha ampiamente superato la crescita della domanda di alcune economie emergenti. I prezzi sono tuttavia risaliti prima che il miglioramento delle condizioni economiche mondiali si consolidasse, per effetto di una riduzione sostanziale della produzione da parte dell'OPEC (di quasi tre milioni di barili al giorno) che non è stata completamente reintegrata fino al 2012. Si può osservare come, al variare delle condizioni di mercato, le politiche dell'OPEC siano motivate da vari fattori macro e micro; il riquadro 1 delinea un possibile quadro di riferimento empirico che concorre a spiegare questi fattori.

Grafico 4

Contributo alla crescita annuale della domanda di petrolio (2000-2010)

(punti percentuali)



Fonti: Agenzia internazionale dell'energia (AIE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Riquadro 1

Un modello VAR strutturale di tipo bayesiano che incorpora diversi shock di offerta

Il riquadro presenta in sintesi un modello VAR strutturale (SVAR) del mercato petrolifero mondiale impiegato per valutare la rilevanza dei fattori di domanda e offerta e fornisce alcuni contributi al dibattito circa i fattori determinanti del mercato petrolifero mondiale. Secondo i primi studi, pubblicati all'indomani delle due crisi petrolifere degli anni settanta, i fattori di offerta rappresentavano le principali determinanti del prezzo, e non emergeva una relazione tra gli effetti macroeconomici degli shock sul mercato petrolifero e la natura degli shock sottostanti[4]. Questa prospettiva ha dominato la letteratura fino alla fine della seconda metà del 2000, quando si è formato un crescente consenso nell'attribuire alle condizioni della domanda a livello mondiale un ruolo chiave nello spiegare l'evoluzione dei corsi petroliferi in occasione di alcuni episodi, ad esempio nel periodo precedente la crisi del 2008[5]. In particolare, Kilian e Murphy[6] dimostrano che tanto la domanda di petrolio attuale quanto quella prospettica sono riconducibili alle aspettative circa gli sviluppi futuri dell'attività economica (in altri termini, a una domanda di tipo speculativo).

In analogia con l'analisi di Kilian e Murphy, può essere usato un modello SVAR, per individuare gli shock di domanda globale e speculativa e, nello specifico, per distinguere tra due tipologie di shock di offerta – "strategico" o "accommodante" – a seconda della reazione dell'OPEC alle variazioni nella produzione non OPEC. In tale quadro di riferimento, l'OPEC può decidere di tutelare le proprie quote di mercato (approccio strategico), di mirare a un obiettivo di livello dei prezzi del petrolio (approccio accomodante) o di adottare una qualsiasi combinazione di tali approcci[7]. Se adotta un approccio strategico, la produzione da parte dei paesi dell'OPEC segue le stesse dinamiche dei produttori non appartenenti al cartello, amplificando l'impatto degli shock sui corsi petroliferi; viceversa, se adotta l'approccio accomodante, l'OPEC tende a compensare le variazioni nella produzione non OPEC, attenuando le oscillazioni del prezzo del petrolio. Il passaggio da un approccio all'altro dipende, tra gli altri fattori, dalla capacità produttiva della concorrenza. È probabile pertanto che il rapido incremento nella produzione di petrolio da scisti abbia modificato i piani di produzione dell'OPEC[8]. Il modello considera 24 ritardi temporali e impiega dati mensili a partire da febbraio 1973 ad aprile 2017 nella seguente rappresentazione in forma ridotta:

$$Y_t = c + A(L)Y_{t-1} + u_t$$

4 Cfr. Nakov, A. e Pescatori, A., "Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier", *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper,* 2007; e Yergin, D., "The Prize: The Epic Quest for Oil", in *Money and Power*, Simon & Schuster, New York, 1992.

5 Cfr. Kilian, L., "Exogenous oil supply shocks: how big are they and how much do they matter for the US economy?", *The Review of Economics and Statistics,* vol. 90, n. 2, 2008, pagg. 216-240; Baumeister, C. e Peersman, G., "Time-varying effects of oil supply shocks on the US economy", *American Economic Journal: Macroeconomics,* vol. 5. n. 4, 2013, pagg. 1-28; e Baumeister, C. e Hamilton, J., "Sign restrictions, structural vector autoregressions, and useful prior information", *Econometrica,* vol. 83, n. 5, 2015, pagg. 1963-1999.

6 Cfr. Kilian, L. e Murphy, D., "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics,* vol. 29, n. 3, 2014, pagg. 454-478.

7 Per i fondamenti teorici delle strategie produttive dei paesi dell'OPEC cfr. Behar, A. e Ritz R., "An Analysis of OPEC's Strategic Actions, US Shale Growth and the 2014 Oil Price Crash", *IMF Working Papers*, n. 131, 2016.

8 Una serie di fattori micro e macro sembrano influenzare le decisioni dell'OPEC. Fra questi figurano la domanda a livello mondiale, la coesione interna dell'OPEC, il fabbisogno fiscale dei paesi produttori di petrolio e, soprattutto, la capacità produttiva dei paesi non OPEC e il costo marginale di produzione dei produttori meno efficienti.

Y_t è un vettore di cinque variabili endogene: (1) la variazione percentuale mensile nella produzione OPEC del greggio, (2) la variazione percentuale mensile nella produzione non OPEC di greggio, (3) il tasso di crescita del PIL mondiale interpolato, (4) il logaritmo del prezzo reale del petrolio (prezzo del Brent deflazionato in base all'indice dei prezzi al consumo statunitense), e (5) la variazione mensile delle scorte di petrolio mondiali misurata in termini di variazioni nelle scorte di greggio dei paesi OCSE e nelle giacenze di greggio st[illegible]nitensi. Il vettore c contiene le intercette, A(L) è una matrice di polinomi nell'operatore ritardo e u_t un vettore dei termini di errore in forma ridotta.

Le ipotesi di fondo che caratterizzano il modello sono restrizioni di segno imposte alle reazioni delle cinque variabili agli shock strutturali; non viene applicata nessuna restrizione di grandezza[9]. La definizione di questo modello si basa sulla capacità di individuare i comportamenti "strategici" e "accommodanti" dell'OPEC in risposta agli shock di offerta da parte dei paesi non OPEC. Quando i membri dell'OPEC intendono mantenere le proprie quote di mercato (approccio strategico), reagiranno all'espansione della produzione da parte dei paesi non OPEC incrementando la loro offerta. In tal caso, entrambe le variazioni nella produzione avranno lo stesso segno, e determineranno una diminuzione dei corsi petroliferi e un aumento nella domanda. Viceversa, se l'OPEC intende stabilizzare le quotazioni petrolifere in prossimità di un dato valore (a parità di condizioni della domanda a livello mondiale) dovrà assorbire l'eventuale eccesso di offerta riducendo la propria produzione in modo da sostenere i prezzi. Non vengono in questo caso imposte restrizioni di segno in relazione al prezzo e all'attività globale, dal momento che essi potrebbero tanto aumentare quanto diminuire a seconda dell'impatto netto sulla produzione[10]. Gli shock alla domanda aggregata sono individuati dall'aumento concomitante della quantità offerta e del prezzo. Nel caso di uno shock della domanda di tipo speculativo, gli operatori comprano petrolio in vista di future carenze che si aspettano nel mercato petrolifero, causando un apprezzamento reale del petrolio, un aumento delle scorte e della produzione petrolifera e una contrazione della domanda aggregata (cfr. la tavola A per un riepilogo delle restrizioni di segno).

Dagli esiti di questa analisi si possono trarre tre conclusioni principali: (a) non esiste una prevalenza netta dei fattori di domanda e offerta – ognuno dei quali gioca un ruolo

Tavola A
Restrizioni di segno imposte

(shock)

Variabili	Offerta strategica	Offerta accomodante	Domanda aggregata	Domanda speculativa	Residuo
Offerta OPEC	-	+	+	+	
Offerta non OPEC	-	-	+	+	
Attività reale	-		+	-	
Prezzo reale del petrolio	+		+	+	
Scorte				+	

Fonte: elaborazioni BCE.

9 Studi recenti dimostrano che la scomposizione storica del prezzo del petrolio in termini di shock fondamentali è fortemente influenzata dall'imposizione di restrizioni alla dimensione dell'elasticità delle curve della domanda e dell'offerta. Cfr. Caldara, D., Cavallo, M. e Iacoviello, M., "Oil Price Elasticities and Oil Price Fluctuations", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 1173, 2016.

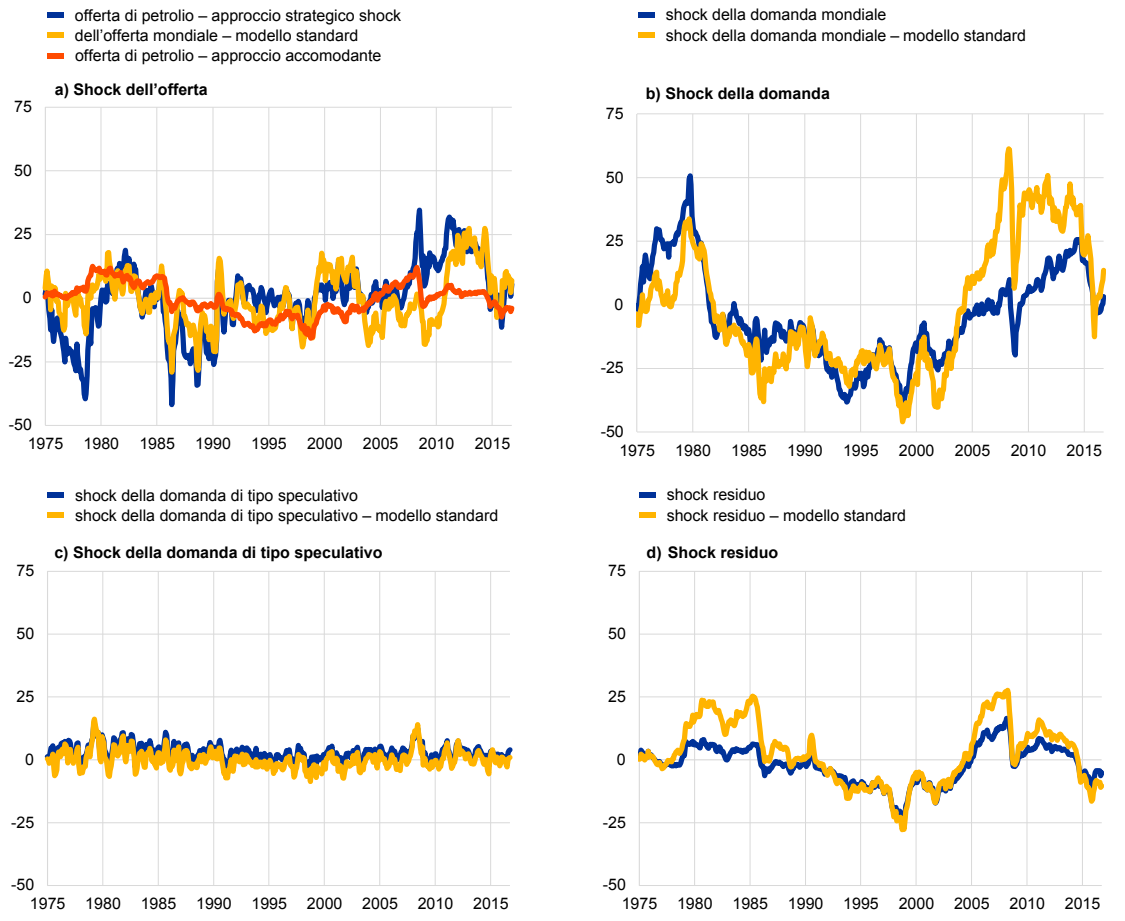
10 Per selezionare solo gli shock dell'offerta che hanno degli effetti persistenti, viene imposta un'ulteriore restrizione, ovvero che per shock dell'offerta di tipo strategico la reazione dei corsi petroliferi debba persistere per almeno 12 periodi.

rilevante nello spiegare le dinamiche dei prezzi del petrolio in relazione al periodo storico preso in esame; (b) le politiche dell'OPEC hanno contribuito a mantenere i corsi petroliferi elevati in occasione di specifici episodi; e (c) la domanda di tipo speculativo non è mai un fattore rilevante. In particolare, in questo quadro di riferimento, il contributo dell'attività economica mondiale all'evoluzione dei prezzi, che negli anni settanta e nei primi anni ottanta era risultato la determinante principale della dinamica dei corsi petroliferi, nel periodo tra l'inizio del 2005 e il 2015 è invece limitato (cfr. grafico Ab). Per quanto concerne i fattori di offerta, il modello identifica due episodi specifici in cui l'OPEC ha agito in modo da mantenere il mercato in equilibrio. Uno di questi, tra il 1979 e il 1985, è caratterizzato in generale da una domanda meno sostenuta, dalla crescente offerta da parte dei paesi non OPEC e dal calo dei prezzi. A quell'epoca i paesi dell'OPEC (soprattutto l'Arabia Saudita) hanno cercato di sostenere i prezzi riducendo la produzione ed evitando così che i corsi diminuissero ulteriormente. Il secondo episodio si è verificato tra la fine del 2004 e l'inizio del 2008, ovvero nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale, quando l'OPEC ha lavorato attivamente per mantenere il mercato relativamente in equilibrio e i prezzi elevati (cfr. grafico Aa).

Grafico A

Scomposizione storica dei corsi petroliferi (1975-2016)

(contributi percentuali mensili)



Fonti: EIA, AIE, World Economic Outlook ed elaborazioni degli esperti della BCE ricavate da modelli SVAR.
Note: il grafico mostra il contributo storico di tipi diversi di shock petroliferi al logaritmo del prezzo reale del petrolio. La scomposizione storica è stata normalizzata in modo da cominciare da zero nel gennaio del 1975. Un valore negativo implica che uno specifico shock abbia contribuito a un decremento nel prezzo del petrolio, mentre un valore positivo implica che abbia contribuito a un incremento di tale prezzo. Il modello standard è un modello a quattro variabili (produzione, domanda, scorte e prezzi) che non differenzia tra l'offerta OPEC e quella non OPEC. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2016.

Più in generale, questo quadro di riferimento ha due vantaggi principali rispetto ai modelli standard del mercato petrolifero che non differenziano tra produzione OPEC e non OPEC. Primo, riesce a identificare con maggiore precisione i punti di svolta connessi a eventi specifici sul mercato petrolifero distinguendo tra diversi tipi di politica dell'offerta. Secondo, riduce lo shock residuo, che rappresenta una componente non spiegata delle dinamiche dei corsi petroliferi soprattutto all'inizio degli anni ottanta e nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale (cfr. grafico Ad).

3 La dinamica dei corsi petroliferi nell'era del petrolio da scisti

La presente sezione valuta l'evoluzione dei corsi petroliferi e dei principali fondamentali di mercato nell'era del petrolio da scisti. Come riferimento temporale viene preso il 2011, anno in cui la produzione di shale oil ha cominciato ad aumentare a un ritmo più sostenuto. Vengono esaminate tre fasi: da gennaio 2011 fino a metà 2014; da metà 2014 fino a ottobre 2016 e da novembre 2016 ad aprile 2017. Ciascuna fase corrisponde a una variazione rilevante della posizione dell'OPEC e dei prezzi del petrolio. Durante il primo periodo, sebbene la produzione di petrolio da scisti fosse in aumento, i corsi petroliferi sono rimasti piuttosto elevati in ragione delle persistenti tensioni geopolitiche e della frammentazione del mercato. Durante il secondo periodo i prezzi sono scesi da circa 120 dollari a meno di 40 dollari al barile e, in tempi più recenti, i prezzi hanno oscillato entro un intervallo di valori sostanzialmente compatibile con i costi di produzione dei produttori marginali.

3.1 Il primo periodo dell'era del petrolio da scisti: da gennaio 2011 a metà 2014

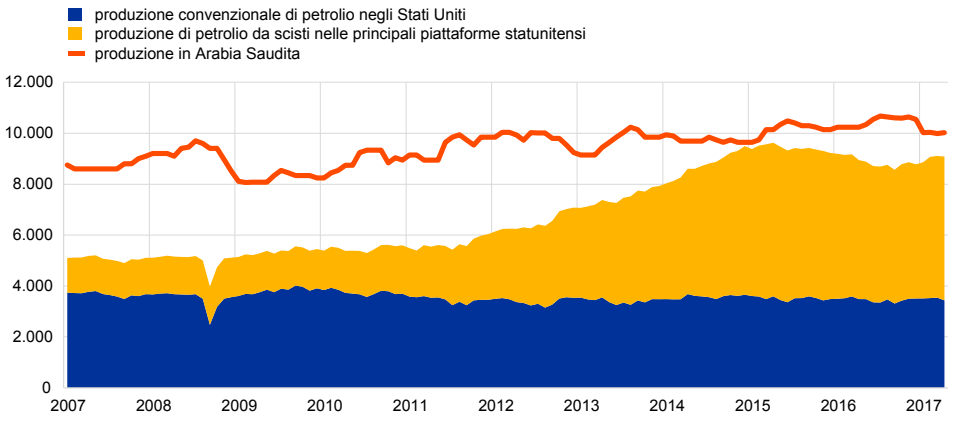
Durante la fase iniziale dell'espansione (da gennaio 2011 fino a metà 2014) la produzione di petrolio da scisti è triplicata, portando la quota di mercato detenuta dagli Stati Uniti dal 7 per cento del 2011 al 12 per cento. La produzione statunitense è cresciuta complessivamente del 76 per cento, passando da quasi 5,4 milioni di barili al giorno a inizio 2010 a circa 9,5 milioni di barili al giorno a fine 2014 (cfr. grafici 5, 6 e 7). Tale incremento era riconducibile soprattutto alla produzione di petrolio da scisti estratto dalle piattaforme più importanti (come quelle situate nella zona dell'Eagle Ford e nel bacino di Permian), che dal 2011 in poi era più che raddoppiata, mentre l'offerta convenzionale negli Stati Uniti era rimasta stabile.

Ciononostante, la quota della produzione complessiva riconducibile all'OPEC è diminuita in misura solo marginale, a seguito di flessioni nella produzione da parte di altri importanti paesi non OPEC (Norvegia, Regno Unito e Messico). Elemento ancora più rilevante, l'Arabia Saudita ha incrementato la propria quota di produzione, che alla metà del 2013 ha superato i valori registrati prima della crisi finanziaria mondiale. Esercitando la sua funzione di produttore marginale dell'OPEC, l'Arabia Saudita ha compensato i tagli alla produzione verificatisi nei paesi del Medio Oriente interessati da fenomeni di instabilità politica, come la Libia, o dagli effetti di un embargo internazionale, come l'Iran.

Grafico 5

Incremento nella produzione di greggio negli Stati Uniti dal 2007

(migliaia di barili al giorno)

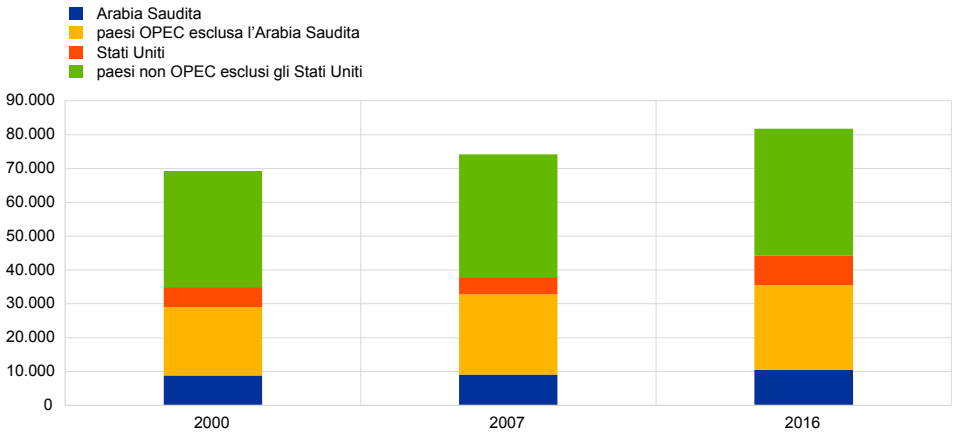


Fonte: EIA.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 1 settembre 2017.

Grafico 6

Variazioni della struttura di produzione di petrolio (2000-2016)

(migliaia di barili al giorno)



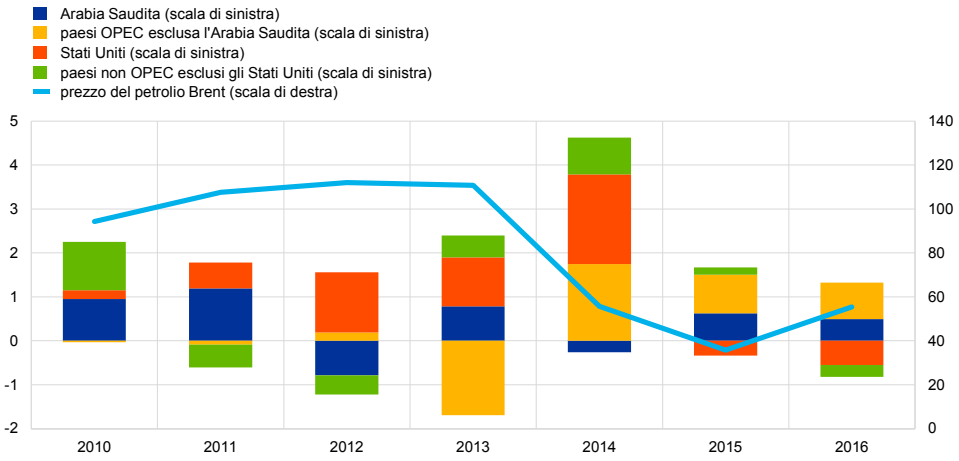
Fonte: EIA.
Note: il valore riferito all'ultimo mese di un anno è utilizzato come valore per quello stesso anno. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2016.

In questa prima fase i corsi petroliferi sembrano essere stati sostenuti più dagli andamenti positivi della domanda che dai fattori dell'offerta, relativamente moderati (cfr. grafici 7, 8 e 9). L'incidenza dei produttori di petrolio da scisti era ancora piuttosto contenuta, in ragione dei costi di produzione elevati e di una capacità produttiva alquanto limitata. Le prime proiezioni dell'agenzia statunitense EIA sulla produzione del petrolio da scisti risalgono al 2011. Da allora la produzione si è dimostrata nettamente superiore alle aspettative, obbligando l'EIA a rivedere costantemente al rialzo le proprie previsioni. Ciò ha presumibilmente portato l'OPEC ad adottare una strategia attendista e a inaugurare un periodo in cui calibrava gradualmente la propria offerta con lo scopo di mantenere un equilibrio nel mercato che garantisse prezzi superiori ai 100 dollari al barile, in particolare in Europa. Ciò è

Grafico 7

Contributo alla crescita annuale dell'offerta di greggio (2010-2016)

(punti percentuali, scala di sinistra; dollari statunitensi al barile, scala di destra)

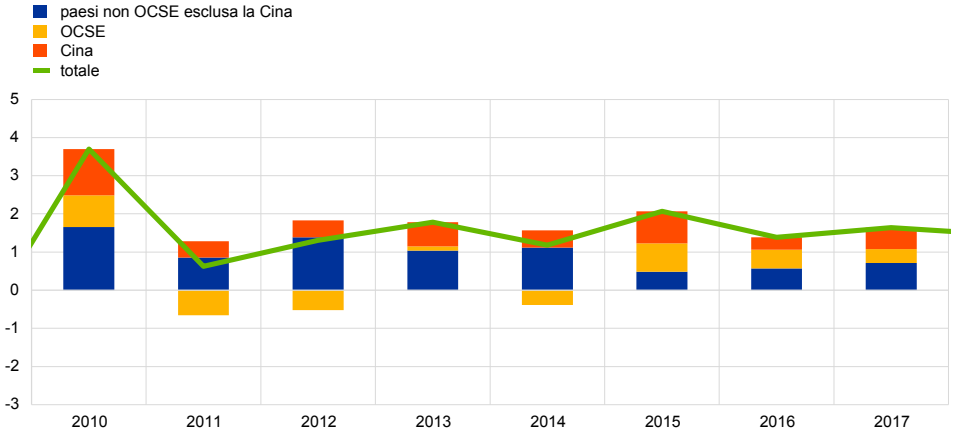


Fonti: EIA, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: Il valore riferito all'ultimo mese di un anno è utilizzato come valore per quello stesso anno.

Grafico 8

Contributo alla crescita annuale della domanda di petrolio (2010-2017)

(punti percentuali)



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

coerente con un'analisi SVAR secondo la quale i corsi petroliferi in questo periodo erano trainati da una maggiore domanda di petrolio (cfr. il riquadro 2).

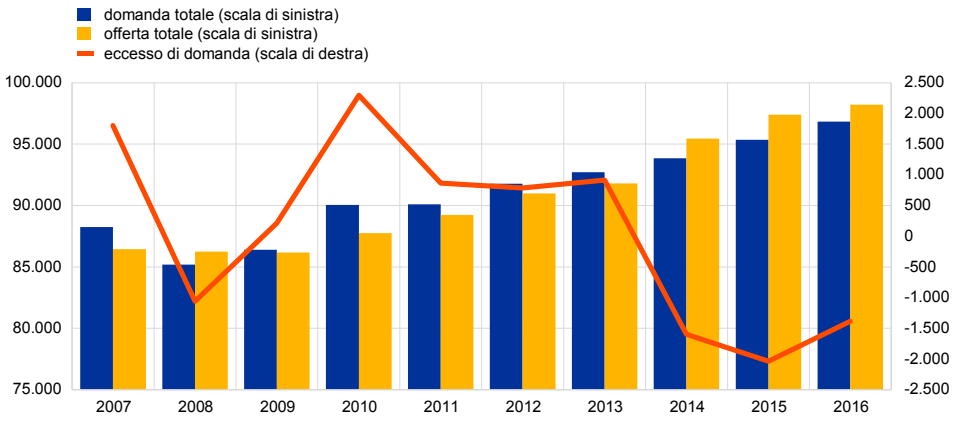
Ciononostante, a partire dalla fine del 2013 il ritmo della crescita della produzione di petrolio da scisti è aumentato e le riserve accertate sono state pesantemente riviste al rialzo, passando da due miliardi di barili nel 2011 a 11,6 miliardi di barili nel 2015[11]. Questa nuova e straordinaria capacità

[11] Cfr. *Review of emerging resources: US shale gas and shale oil plays*, Energy Information Administration (EIA), luglio 2011; e *U.S. Crude Oil and Natural Gas Proved Reserves, Year-end 2015*, Energy Information Administration (EIA), dicembre 2016.

Grafico 9

Variazioni dell'offerta e della domanda (2007-2016)

(migliaia di barili al giorno)



Fonti: EIA e AIE.
Note: Il valore riferito all'ultimo trimestre di un anno è utilizzato come valore per quello stesso anno. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2016.

di produrre petrolio da scisti ha rappresentato una sfida inedita al ruolo primario ricoperto dall'OPEC nel mercato petrolifero. Nel 2014 anche l'offerta di altri produttori non OPEC è cresciuta a un ritmo di circa un milione di barili al giorno, per effetto della forte produzione in Brasile, Canada e Russia. L'OPEC ha iniziato a perdere rapidamente quote di mercato (-2 punti percentuali tra la metà del 2011 e la metà del 2014) e a nutrire preoccupazione per le prospettive dei suoi produttori di petrolio meno efficienti.

3.2 Due anni a difesa della quota di mercato

Nel periodo compreso fra la metà del 2014 e l'ottobre del 2016 l'OPEC è passato a una strategia mirata alla quota di mercato. La rivalutazione della crescita potenziale della produzione di petrolio da scisti effettuata a giugno 2014 può essere considerata un punto di svolta per il mercato petrolifero, in quanto ha dimostrato che gli operatori avevano sottostimato la rilevanza dell'offerta di petrolio da scisti. Durante la prima metà del 2014 l'EIA non solo ha ripetutamente corretto al rialzo le proprie proiezioni[12], ma, ancor più importante, ha esteso fino al 2030 le stime sull'aspettativa di vita della produzione di shale oil. In tale contesto, l'OPEC si è reso conto che senza un cambiamento di strategia non sarebbe stato possibile sanare la perdita di quota di mercato registrata nei tre anni precedenti.

I produttori marginali sono tradizionalmente chiamati a controbilanciare gli shock temporanei; il petrolio da scisti ha modificato permanentemente la struttura del mercato[13]. Ancorché la capacità produttiva fosse in aumento, in quella fase i produttori di petrolio da scisti si confrontavano ancora con prezzi di equilibrio elevati. Una politica di produzione dell'OPEC volta a mantenere elevati i corsi petroliferi avrebbe quindi incoraggiato uno sviluppo durevole del settore dello

[12] Cfr. *Medium-Term Oil Market Report 2014*, Agenzia internazionale dell'energia (AIE), Parigi, 2014.

[13] Cfr. Dale, S. "The new economics of oil", *The Oxford Institute for Energy Studies*, ottobre 2015.

shale oil e ulteriori progressi nella tecnologia della fratturazione, esercitando ancor più pressione sulla quota di mercato dell'OPEC. La crescita dell'offerta da parte di Stati Uniti e Russia non è stata compensata da tagli alla produzione OPEC, mentre la crescita della domanda globale stava mostrando segni di rallentamento. Ciò ha indotto l'Agenzia internazionale dell'energia (AIE) a rivedere al ribasso le proprie previsioni per il 2014 e il 2015, principalmente in ragione dell'indebolimento delle proiezioni sulla crescita della domanda di petrolio in Cina e in Europa.

Sulla scorta di questi sviluppi, nel novembre del 2014 l'OPEC ha deciso di abbandonare le quote di produzione. Questo tentativo di riconquistare quote di mercato ha funzionato solo in parte. A seguito del ribasso dei prezzi, i piani di investimento dei concorrenti dell'OPEC sono stati fortemente ridimensionati, in particolare con riferimento ai giacimenti di petrolio da scisti e ai giacimenti non convenzionali, senza però che tali concorrenti uscissero dal mercato. Al contrario, nel tempo sono diventati più efficienti. L'eccesso di offerta ha continuato a comprimere i prezzi, fino ad arrivare a 30 dollari al barile all'inizio del 2016. Nonostante i prezzi contenuti, il numero delle trivelle attive nell'estrazione del petrolio da scisti ha ricominciato a crescere nell'aprile del 2016 e la produzione ha mostrato una tenuta maggiore del previsto, essendo riuscite le imprese produttrici a comprimere i costi di estrazione. L'industria del petrolio da scisti è sopravvissuta attraverso fusioni e acquisizioni: aziende di medie dimensioni con un forte indebitamento sono state rilevate da soggetti più grandi, con maggiori risorse finanziarie e in grado di operare in un contesto di corsi petroliferi bassi. Nel periodo tra la metà del 2014 e aprile 2017 i corsi petroliferi sono stati sospinti principalmente dalle dinamiche dell'offerta. Ciò è coerente con i risultati ottenuti applicando il modello sul mercato petrolifero illustrato nel riquadro 2.

3.3 Il ritorno a una politica di stabilizzazione dei prezzi

Puntare alla quota di mercato si stava rivelando troppo oneroso per le finanze pubbliche, già in difficoltà, dei paesi dell'OPEC[14], che nel novembre del 2016 hanno concordato con i principali produttori non OPEC di adottare un approccio volto a riequilibrare il mercato del petrolio in modo da sostenere i prezzi. L'offerta mondiale è stata decurtata di 1,8 milioni di barili al giorno, ma i prezzi sono arrivati solo a 50 dollari al barile circa. Il coinvolgimento della Russia e di altri importanti produttori non OPEC ha tuttavia contribuito a preservare in parte il ruolo dell'OPEC nel mercato. A settembre 2017 la produzione OPEC rappresentava ancora il 42 per cento dell'offerta mondiale. Dall'altro lato, la produzione statunitense è tornata a raggiungere, e ha poi superato, il livello toccato nel 2014, dando il segnale che le principali compagnie produttrici di petrolio da scisti erano, perlomeno nel breve termine, sostenibili da un punto di vista economico a fronte di un prezzo pari a circa 50 dollari al barile.

[14] Secondo le stime dell'FMI i prezzi di mercato necessari per garantire un bilancio pubblico equilibrato nei paesi OPEC ("prezzi di equilibrio per la spesa pubblica") nel 2015 andavano da 58 dollari per il Qatar a 106 dollari per l'Iran. Per stabilizzare la situazione di bilancio dell'Arabia Saudita venivano stimati corsi petroliferi pari a circa 93 dollari. Cfr. l'Appendice statistica al *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, FMI, ottobre 2016.

Il calo nella produzione dell'OPEC è stata una risposta alla marcata contrazione dei costi di produzione dei produttori di petrolio da scisti meno efficienti. In particolare, tali produttori hanno introdotto una serie di miglioramenti tecnologici che hanno accresciuto la loro competitività. La vita dei pozzi di petrolio da scisti è stata prolungata tramite l'iniezione di liquidi aventi una nuova composizione chimica e, soprattutto, utilizzando diffusamente tecniche di "ri-fratturazione idraulica"[15]. Perforare più vicino al punto ottimale ("sweet spot")[16] ha aumentato il tasso di recupero, contribuendo ulteriormente alla riduzione dei prezzi di equilibrio. La capacità di tenuta dei produttori di petrolio da scisti al basso livello dei prezzi ha esacerbato l'eccesso di offerta, mantenendo i corsi petroliferi costantemente al di sotto dei livelli giustificati dai costi di produzione. Prezzi che fluttuano intorno ai 50 dollari al barile sembrano più in linea con i prezzi di equilibrio a breve e medio termine. Nell'ottica di raggiungere il riequilibrio del mercato petrolifero attraverso restrizioni all'offerta mondiale, i paesi membri che hanno aderito all'accordo OPEC di novembre 2016 ne hanno recentemente prorogato la durata fino alla fine del 2018, con una possibile revisione dei termini nel giugno dello stesso anno.

Riquadro 2
Scomposizione storica del prezzo del petrolio nell'era del petrolio da scisti

Nel presente riquadro vengono valutati i fattori che influenzano le dinamiche dei corsi petroliferi nell'era del petrolio da scisti, iniziata nel 2011, sulla base del quadro di riferimento e dell'approccio metodologico illustrati nel riquadro 1. Le evoluzioni dei corsi petroliferi e delle decisioni dell'OPEC possono essere divise in tre periodi distinti, caratterizzati da valori massimi e minimi registrati dai prezzi a livello locale: da gennaio 2011 a maggio 2014; da giugno 2014 a febbraio 2015 e da novembre 2016 ad aprile 2017.

Mentre fino alla metà del 2014 erano i fattori di domanda ad avere maggiore rilevanza, le stime ottenute dal modello SVAR indicano che da quel momento in poi sono state le dinamiche dell'offerta a sostenere i corsi petroliferi. Nel primo periodo, coincidente con l'inizio della rivoluzione del petrolio da scisti, l'aumento del 14 per cento dei corsi petroliferi è stato trainato da una crescita più vigorosa della domanda di petrolio (+38 per cento), in parte bilanciata da un lieve aumento dell'offerta (+10 per cento), che ha contribuito negativamente alla dinamica dei prezzi. Ciononostante, a partire dalla metà del 2014, sono state le decisioni prese dall'OPEC a svolgere un ruolo cruciale nel motivare gli andamenti dei corsi petroliferi. Nel novembre del 2014, l'OPEC ha abbandonato le quote di produzione. L'analisi empirica dimostra, infatti, che la maggior parte (39 per cento) del calo del 57 per cento dei prezzi registrato nella seconda metà del 2014 e proseguito fino all'inizio del 2015 è dovuta a fattori di offerta. In particolare, le politiche mirate alla quota di mercato rappresentano il 25 per cento, mentre un 7 per cento aggiuntivo può essere ascritto alle politiche per la stabilizzazione dei prezzi. La domanda speculativa, che in questo periodo può essere interpretata come un'aspettativa di futuro eccesso di offerta, ha ritardato il decumulo delle scorte e contribuito negativamente per un ulteriore 7 per cento, mentre

[15] Cfr. "Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production", *Today in Energy*, Energy Information Administration, 15 marzo, 2016.

[16] "Sweet spot" è il termine utilizzato per indicare, all'interno di un bacino di scisto, l'area con la maggiore concentrazione di greggio, che in genere si associa a minori costi per l'estrazione e a livelli di efficienza più elevati.

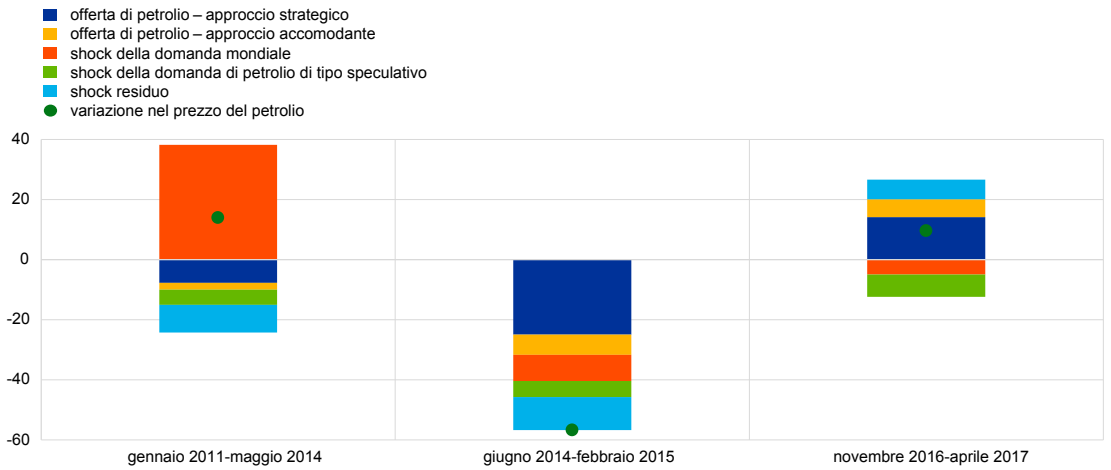
nel medesimo periodo i fattori di domanda hanno contribuito per il 9 per cento al calo del prezzo del petrolio.

Dall'autunno del 2016, con l'OPEC che è tornata a una politica di fissazione di obiettivi di prezzo, i fattori di offerta hanno continuato a svolgere un ruolo determinante per la formazione dei prezzi. L'OPEC ha annunciato il ripristino delle quote di produzione con lo scopo di facilitare il riassorbimento dell'offerta in eccesso. Il grafico A mostra che l'andamento al rialzo dei prezzi è stato sostenuto in primo luogo dai fattori di offerta connessi alla stabilizzazione della quota di mercato, con un contributo fra novembre 2016 e aprile 2017 pari a circa il 15 per cento dell'incremento. Anche la strategia di stabilizzazione dei prezzi ha contribuito, sebbene in misura minore (6 per cento dell'aumento). Di contro, i fattori di domanda hanno svolto un ruolo meno significativo fino al primo trimestre del 2017 e da allora sembrano aver compresso lievemente i prezzi (grafico A).

Grafico A

Scomposizione storica delle dinamiche dei corsi petroliferi (2011-2016)

(punti percentuali)



Fonti: AIE, EIA, WEO ed elaborazioni degli esperti della BCE ricavate da modelli SVAR (cfr. riquadro 1).
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2017.

4 L'importanza del petrolio da scisti nel medio periodo sulla base dei microdati

Il petrolio da scisti rimarrà un fattore importante nella produzione petrolifera futura. L'ipotesi soggiacente alla presente analisi è che i produttori abbiano iniziato a essere percepiti come concorrenti a pieno titolo solo dopo che la loro capacità di offerta è aumentata e i loro prezzi di equilibrio sono diminuiti. Ci si domanda, tuttavia, in che misura la produzione di petrolio da scisti inciderà nel medio termine. La presente sezione dimostra, sulla base delle più recenti proiezioni Rystad[17], che il petrolio da scisti rimarrà un fattore importante per almeno due motivi: a) i

[17] Rystad è il fornitore specializzato da cui provengono le serie di dati sulle variabili del mercato petrolifero utilizzate nella presente sezione per valutare la potenziale evoluzione della produzione di petrolio da scisti.

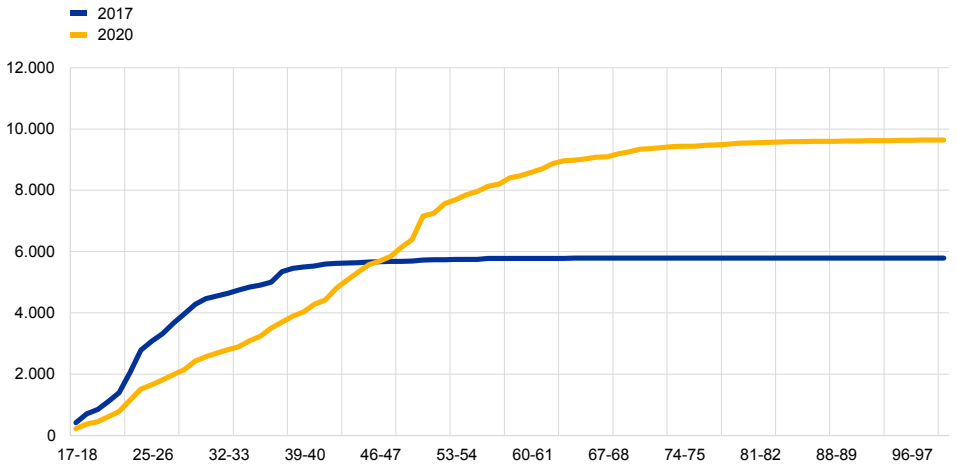
miglioramenti attesi in termini di efficienza e b) l'aspettativa di un rapido aumento dei flussi di investimento verso questo settore nei prossimi anni.

Il progresso tecnologico ha consentito di ridurre sistematicamente i prezzi di equilibrio nella produzione di petrolio da scisti. Il grafico 10, basato su dati diffusi da Rystad nell'agosto del 2017, mostra la produzione potenziale nel 2017 e nel 2020, espressa in milioni di barili per intervallo di prezzo e riferita a una serie di pozzi di petrolio da scisti, attivi allo stato attuale o in futuro (sulla base degli attuali progetti in corso e dei progetti di esplorazione). I dati possono quindi essere interpretati sotto forma di curve aggregate invertite che mostrano l'offerta di petrolio da scisti, dove la linea blu indica l'offerta corrente e quella gialla l'offerta prevista. La quasi totalità dell'offerta proveniente da piattaforme attualmente attive può essere prodotta per un corrispettivo che va dai 40 ai 45 dollari al barile (cfr. grafico 10), vale a dire un prezzo del 30 per cento più basso rispetto ai costi di produzione di pochi anni fa.

Grafico 10

Produzione attuale (2017) e futura (2020) del petrolio da scisti per prezzo di equilibrio

(migliaia di barili al giorno)



Fonti: Dati Rystad ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'asse orizzontale mostra gli intervalli in dollari statunitensi dei prezzi di equilibrio. La definizione di prezzo di equilibrio nel settore petrolifero corrisponde ai costi riferiti alla produzione di petrolio in tutto il suo ciclo. Tali costi includono i costi di vendita, le spese generali e amministrative, le spese per l'acquisto di proprietà, i costi per la ricerca, le spese per le assegnazioni delle licenze, i "signature bonus", i costi di perforazione, i costi di esplorazione e di sviluppo dei pozzi, i costi di produzione e manutenzione, i costi di trasporto, le imposte o i canoni da corrispondere allo stato ospitante, il tasso di rendimento del capitale e il premio per il rischio a copertura delle incertezze connaturate negli investimenti in petrolio e gas.

Il confronto fra le due curve del grafico 10 (2017 e 2020) dimostra altresì che allo stato attuale la produzione derivante da pozzi già esistenti è di soli sei milioni di barili al giorno. Ci si attende, tuttavia, che in futuro l'offerta di petrolio da scisti superi rapidamente tale quantità, a prezzi superiori a 40-45 dollari al barile. Nello specifico, lo sviluppo di nuovi progetti potrebbe, secondo queste stime, sostenere un'offerta pari a circa nove milioni di barili al giorno (corrispondente a un aumento di oltre il 50 per cento in tre anni), posto che i corsi petroliferi superino i 65 dollari al barile, cifra che corrisponde al prezzo di equilibrio di soli pochi anni fa. La lettura della curva dell'offerta per il 2020 richiede qualche cautela: poiché i pozzi attualmente utilizzabili saranno ampiamente esauriti nell'arco di due anni e poiché si sta producendo a prezzi inferiori a 40-45 dollari al barile, la curva indica una

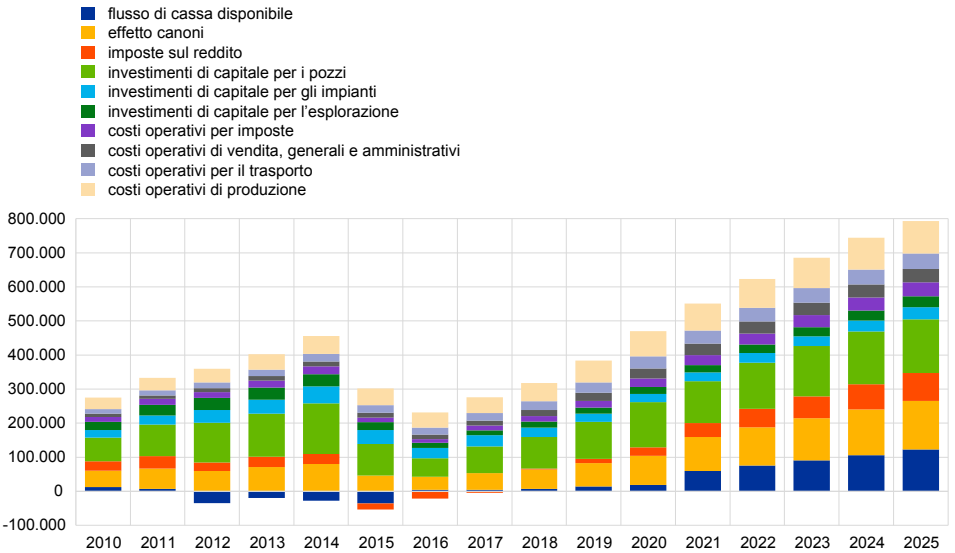
produzione attesa fra tre anni inferiore a quella attuale, se nel medio termine i prezzi rimarranno compresi in questo intervallo (cfr. grafico 15). Analisi simili condotte su altre strutture produttive a terra (non da scisti) e in mare mostrano invece delle curve di offerta invertite che restano invariate, indicando una struttura costante di costi e offerta e confermando che anche in futuro la produzione aggiuntiva proverrà quasi esclusivamente da shale oil.

L'aumento dei capitali investiti nella produzione del petrolio da scisti negli Stati Uniti fornisce evidenze sulla capacità di tenuta della produzione dello shale oil negli anni a venire. Si registrano afflussi di capitale verso questo settore e ci si attende che tali movimenti diventino particolarmente significativi nel medio termine. Come illustrato nel grafico 11, ci si aspetta che gli investimenti di capitale nei prossimi cinque anni siano più consistenti rispetto al passato (con una crescita media del 18 per cento annuo a fronte di una media a cinque anni pari al 14 per cento nel periodo fino al 2014). La crescita degli investimenti di capitale in pozzi petroliferi, che includono (tra altri fattori) i costi di costruzione e i costi di perforazione, sarà tra le più consistenti, in linea con l'incremento atteso nella produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti, soprattutto nella regione del bacino di Permian (Midland e Delaware).

Grafico 11

Investimenti di capitale nella produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti (proiezioni incluse)

(milioni di dollari statunitensi)



Fonti: Dati Rystad ed elaborazioni degli esperti della BCE.

5 Conclusioni

Il presente articolo ha esaminato il contributo fornito alla dinamica dei corsi petroliferi dai fondamentali di mercato a seguito dell'affermarsi di un nuovo fattore chiave, ovvero la produzione di petrolio da scisti. Evidenze empiriche ricavate da un modello SVAR con restrizioni di segno indicano che lo shale oil ha influito sugli andamenti dei corsi petroliferi, in particolare a partire

dal 2014: in maniera diretta, contribuendo alla crescita dell'offerta mondiale, e in maniera indiretta, influenzando le politiche dell'OPEC sulla produzione. Mentre la produzione di petrolio da scisti cresceva, senza essere però sufficientemente competitiva, l'OPEC si è visto incentivato a inseguire la quota di mercato. Ma, a fronte dell'incremento di competitività dei produttori di petrolio da scisti, l'OPEC ha optato per una politica di stabilizzazione dei prezzi che si attestasse su un valore compatibile con il costo di equilibrio dei produttori marginali.

L'analisi dei microdati indica che il petrolio da scisti non solo ha alterato gli incentivi per gli altri produttori, e di conseguenza il meccanismo di formazione dei prezzi negli ultimi anni, ma continuerà a essere un elemento cruciale nella produzione di petrolio almeno per i prossimi quindici anni. Ci si attende che gli afflussi per investimenti, in rapida crescita, continuino a sostenere il ritmo intenso dell'aumento della produzione, evidenziando così l'importanza degli avanzamenti tecnologici nella produzione del petrolio. Tuttavia, rimangono aperte alcune questioni importanti in merito, ad esempio, all'aspettativa di vita della rivoluzione del petrolio da scisti, in particolare se si considera che è improbabile che essa superi i confini geografici degli Stati Uniti in maniera significativa. Le condizioni geologiche, le preoccupazioni legate all'ambiente, la scarsità di acqua e le catene di approvvigionamento meno efficienti hanno finora ostacolato l'ampia diffusione in altre aree geografiche della tecnologia del petrolio da scisti.

2 L’impatto delle catene globali del valore sull’analisi macroeconomica dell’area dell’euro

Con il contrarsi dei costi di trasporto e la riduzione degli ostacoli agli scambi negli ultimi decenni, i processi produttivi sono divenuti più frammentati poiché le imprese collocano la propria produzione e si procurano input produttivi fuori dai confini nazionali. Ciò ha significativamente incrementato gli scambi di beni intermedi e servizi. In particolare, i paesi dell’area dell’euro sono divenuti sempre più integrati nelle catene produttive internazionali, sia all’interno dell’area valutaria sia al di fuori di essa.

Il presente articolo analizza l’impatto delle catene globali del valore sull’economia dell’area dell’euro. Nello specifico, la presenza delle catene globali del valore incide su alcuni indicatori economici fondamentali. La crescita dell’importanza del concetto di valore aggiunto rispetto a quello convenzionale di commercio lordo e l’aumento degli scambi di beni intermedi modificano le modalità di computo e interpretazione degli indici macroeconomici. La partecipazione di imprese e settori alle catene globali del valore, inoltre, crea o rafforza i legami tra paesi attraverso il commercio degli input intermedi, fattore che influenza l’analisi macroeconomica, in particolare per gli spillover sull’attività reale e per la composizione di competenze e la retribuzione della forza lavoro.

1 Introduzione

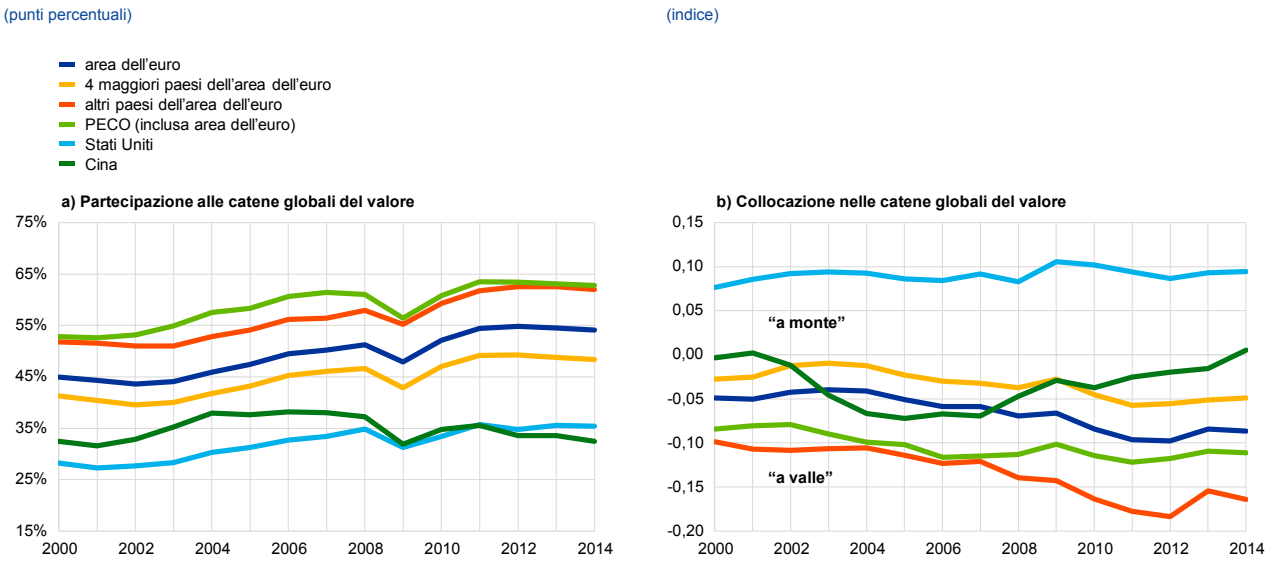
Negli ultimi decenni si è osservata una rapida espansione delle catene globali del valore (Global Value Chains, GVC). Le imprese hanno collocato la produzione e si sono procurate gli input produttivi oltre i confini nazionali. Di conseguenza, la produzione è stata organizzata in misura sempre maggiore in diversi stadi dislocati su più paesi, cosicché nelle esportazioni risulta incorporata una significativa quantità di input importati (il “contenuto di beni importati nelle esportazioni”). Di riflesso, i processi produttivi hanno subito una frammentazione a livello internazionale, lo scambio di beni intermedi e servizi si è notevolmente intensificato (secondo le stime, circa il 60 per cento dell’interscambio mondiale riguarda beni intermedi) e il valore lordo delle esportazioni ha assunto un livello decisamente superiore rispetto al valore aggiunto originato in ciascun paese esportatore. I negoziati multilaterali di libero scambio e la conseguente riduzione delle barriere tariffarie e non tariffarie, l’apertura delle economie emergenti (Emerging Market Economies, EME) al commercio mondiale, la liberalizzazione finanziaria, l’internazionalizzazione dei servizi alle imprese e i progressi tecnologici sono i principali fattori che fino a tempi recenti hanno contribuito all’espansione delle catene del valore transnazionali.

I paesi dell’area dell’euro, in particolare, sono divenuti sempre più integrati nelle catene produttive internazionali, grazie allo stimolo proveniente da un quadro regolamentare armonizzato all’interno dell’Unione europea (UE) e dall’integrazione in un’area valutaria comune. Ciò ha favorito la costituzione di una catena produttiva regionale e lo scambio di prodotti intermedi con il resto del mondo.

Da un confronto tra gli indici di partecipazione alle GVC[1] dei diversi paesi (grafico 1, diagramma a) emerge che l'area dell'euro[2] è più integrata nelle catene produttive mondiali rispetto ad altre grandi economie, come gli Stati Uniti e la Cina.

Grafico 1

Partecipazione e collocazione nelle catene globali del valore tra il 2000 e il 2014



Fonti: World Input-Output Database (WIOD) (edizione del 2016) ed elaborazioni degli autori.
Note: per i dettagli sulle misure, cfr. il riquadro 1. I "4 maggiori paesi dell'area dell'euro" sono Germania, Francia, Italia e Spagna. La voce "altri paesi dell'area dell'euro" include tutti gli altri paesi dell'area, esclusi i paesi PECO. La voce "PECO" si riferisce a tutti i paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti alla UE, di cui cinque si collocano all'interno dell'area dell'euro e sei al di fuori di essa.

Negli anni successivi alla Grande recessione, verificatasi nel biennio 2008-2009, il ritmo di espansione delle GVC ha subito un rallentamento sostanziale. Come si evince dal diagramma a del grafico 1, la battuta d'arresto che ha interessato l'espansione delle catene internazionali del valore è da considerarsi un fenomeno globale. È stata in parte dovuta all'aumento del costo del lavoro nei mercati emergenti, nonché alla rilocalizzazione[3] delle attività su scala multinazionale verso i mercati di esportazione (l'"accorciamento delle catene globali del valore" per cui la produzione viene avvicinata ai mercati in cui risiede la domanda). Inoltre, l'introduzione di barriere protezionistiche non tariffarie (ad esempio tramite i requisiti di contenuto locale e altre normative) ha fatto crescere i costi commerciali esercitando un impatto negativo sull'espansione delle catene globali del valore. Altri fattori che hanno contribuito al delinearsi di tale situazione possono essere individuati nello spostamento della domanda mondiale verso i servizi, caratterizzati da una minore intensità commerciale rispetto ai beni, nonché

1 Cfr. il riquadro 1 per informazioni dettagliate sulle diverse misure di integrazione nelle GVC.

2 Gli aggregati relativi all'area dell'euro nel grafico 1 includono l'interscambio interno all'area nelle catene globali del valore. L'esclusione di tale componente comporterebbe una minore partecipazione dell'area alle catene globali del valore. Ciò enfatizza la rilevanza delle catene produttive regionali.

3 La rilocalizzazione consiste nel trasferimento di parte dei processi di produzione intermedia in prossimità del luogo in cui risiede il cliente. Ad esempio, nel caso di un modello di automobile venduto in Asia, la produzione di parti e componenti dei veicoli verrebbe ricollocata nella regione asiatica.

nella robotizzazione, che incoraggia il ricollocamento della produzione presso le economie avanzate[4].

I paesi dell'area dell'euro, tuttavia, sono stati meno interessati dall'accorciamento delle GVC rispetto ad altri paesi (grafico 1, diagramma a). Il processo di compressione è stato particolarmente evidente in Cina. Se nel 2014 (ultimo anno per cui sono disponibili dati) il grado di partecipazione degli Stati Uniti alle catene globali del valore era paragonabile a quello del 2008, nell'area dell'euro esso era significativamente più alto, trainato dall'interscambio interno all'area.

Dall'inizio del XXI secolo, i paesi dell'area dell'euro hanno inoltre registrato un aumento del valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni; in altri termini, essi hanno fatto un uso sempre più diffuso di input importati nella produzione di beni esportati. Nel diagramma b del grafico 1 è riportata l'evoluzione nel tempo della collocazione di alcune economie nella catena internazionale del valore. Negli ultimi anni, l'indice di collocazione[5] dei paesi dell'area dell'euro è sceso ancor più al di sotto dello zero, a indicare che le imprese dell'area utilizzano più input esteri e forniscono meno prodotti intermedi ad altri paesi. Pertanto, essi si collocano più "a valle" nelle catene globali del valore. Per contro, i grandi paesi dell'area dell'euro occupano una posizione più "a monte" rispetto ai paesi più piccoli dell'area e ai paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO)[6]. Ciò indica che gli ultimi due gruppi di paesi utilizzano una quota relativamente più alta di input importati nella produzione dei prodotti esportati, spesso in conseguenza delle attività di assemblaggio finale come parte del contributo paneuropeo alle catene globali del valore. Al contrario, gli Stati Uniti si collocano relativamente più a monte poiché riforniscono il resto del mondo di prodotti intermedi correlati a ricerca e sviluppo, al settore finanziario e ai settori delle materie prime. Anche la Cina[7] si è spostata significativamente più a monte se si confrontano i dati relativi al 2007 con quelli del 2014.

Le catene globali del valore influenzano alcuni indicatori economici fondamentali. La crescita dell'importanza del concetto di valore aggiunto rispetto al commercio lordo convenzionale e l'aumento degli scambi intermedi hanno fatto emergere diverse sfide relative alle modalità di computo e interpretazione degli indici macroeconomici. Nella sezione 2 vengono analizzate le implicazioni delle catene globali del valore per la misurazione e l'interpretazione di tre indicatori fondamentali: i tassi di cambio effettivi reali, le quote di mercato delle esportazioni e l'elasticità degli scambi alla domanda mondiale.

La partecipazione di imprese e settori alle catene globali del valore, inoltre, crea o rafforza i legami tra i paesi attraverso il commercio degli input intermedi. Ciò comporta conseguenze rilevanti per l'analisi macroeconomica.

4 Per un resoconto dei fattori alla base del rallentamento del commercio mondiale in generale, cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

5 Per la definizione, cfr. il riquadro 1.

6 I paesi PECO presi in considerazione in questa analisi sono: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

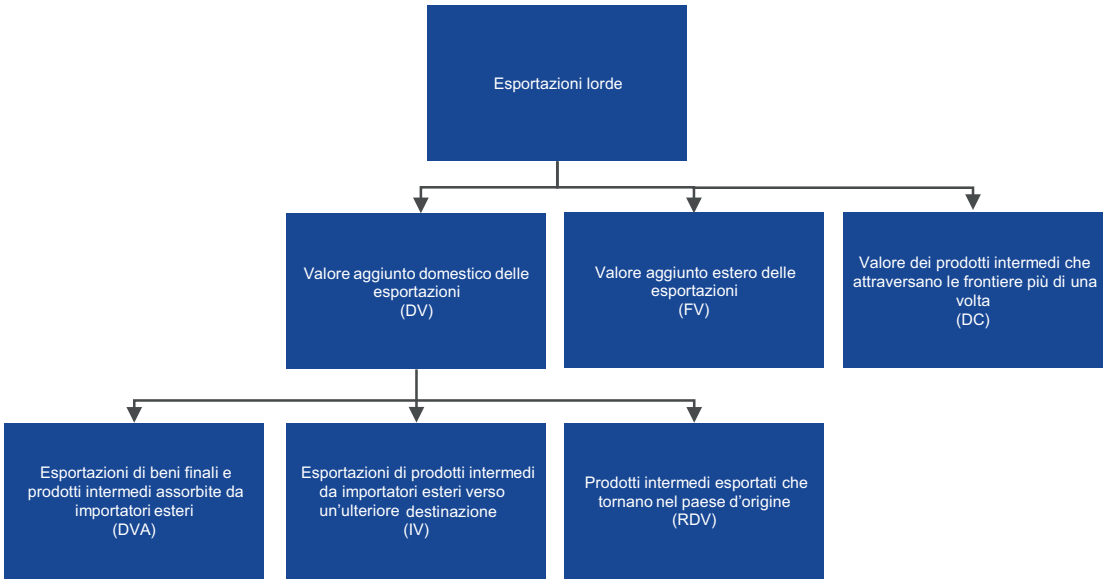
7 Cfr. l'articolo intitolato *La crescita e il riequilibrio dell'economia cinese e le implicazioni per l'economia mondiale e dell'area dell'euro* nel numero 7/2017 di questo Bollettino.

Nello specifico, nella sezione 3 l'analisi è incentrata sugli spillover reali, nonché sulla composizione delle competenze e sulla retribuzione della forza lavoro.

Riquadro 1
La misurazione dell'integrazione nelle catene globali del valore

Alcuni filoni recenti della letteratura sulle GVC hanno fatto ricorso alle tavole input-output mondiali per tracciare i flussi di valore aggiunto attraverso i diversi stadi produttivi[8]. Il primo obiettivo consiste nello scomporre i flussi di esportazione lordi di beni e servizi al fine di distinguere le fonti di valore aggiunto da ciò che costituisce un mero scambio bidirezionale di prodotti intermedi (doppio conteggio)[9]. La figura A identifica le tre principali componenti delle statistiche sui flussi di esportazione lordi: (a) valore aggiunto domestico (Domestic Value Added, DV), (b) valore aggiunto estero (Foreign Value Added, FV) e (c) un termine di doppio conteggio (Double-Counting, DC). Il valore aggiunto domestico riflette l'uso di input interni nella produzione dei beni esportati e cattura, pertanto, il reale contributo delle esportazioni al PIL. Il valore aggiunto estero si riferisce all'uso di input esteri nel processo produttivo dei beni esportati. La terza componente, infine, consiste nel valore dei prodotti intermedi che attraversano la frontiera più di una volta e rappresenta quindi i flussi conteggiati due volte.

Figura A
Scomposizione delle esportazioni lorde in componenti di valore aggiunto



Fonte: scomposizione basata su Koopman et al. (2014).
Nota: il valore dei prodotti intermedi che attraversano le frontiere più di una volta è il valore incorporato in tutti quegli input intermedi che, prodotti in un paese A, vengono esportati nel paese B (e sono pertanto conteggiati come esportazioni del paese A) per fabbricare prodotti destinati a un altro paese (il paese A stesso o un terzo paese C) e sono quindi conteggiati di nuovo tra le esportazioni lorde del paese B.

8 Cfr. Koopman, R., Wang, Z. e Wei, S. J., "Tracing value added and double counting in gross exports", *American Economic Review*, Vol. 104(2), 2014, pagg. 459-494, nonché Wang, Z., Wei, S. J. e Zhu, K., "Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels", *NBER Working Paper* n. 19677, National Bureau of Economic Research, 2013.

9 Il doppio conteggio si verifica quando un input intermedio attraversa una frontiera più di una volta.

All'interno della componente del valore aggiunto domestico è importante distinguere ulteriormente tra i flussi commerciali che vengono assorbiti all'estero per il consumo finale o per l'investimento (DVA) e quelli che vengono riesportati in altri paesi (IV), e pertanto dipendono dalla domanda di tali paesi[10]. Il valore aggiunto domestico di ritorno (Returned Domestic Value Added, RDV), infine, si riferisce alle esportazioni che vengono utilizzate come input nei processi produttivi all'estero, ma che poi rientrano nel paese per essere consumate internamente.

La quantificazione del valore aggiunto consente di valutare il grado di coinvolgimento di un determinato paese o settore nelle catene produttive internazionali. La backward participation (o collocazione "a valle") nelle catene globali del valore, può essere misurata come il valore aggiunto incorporato negli input esteri (Foreign Value Added, FV nella figura A) utilizzati per la produzione di beni esportati. La forward participation (o collocazione "a monte"), d'altra parte, può essere misurata come il valore aggiunto dei prodotti intermedi che vengono esportati verso un partner commerciale e quindi rilavorati e ulteriormente esportati da quest'ultimo (IV nella figura A).

Da questa scomposizione possono essere desunte misure sintetiche della partecipazione alle GVC e della collocazione all'interno di esse. Il grado di coinvolgimento ($GVC_Participation_{ijt}$) di un paese o di un settore nelle catene globali del valore può essere definito come il rapporto tra la somma delle componenti correlate alle GVC e le esportazioni lorde (E_{ijt}), ovvero:

$$GVC_Participation_{ijt} = \frac{FV_{i,jt}}{E_{i,jt}} + \frac{IV_{i,jt}}{E_{i,jt}}$$

Una misura della collocazione relativa $(GVC_Position_{ijt})$ a valle o a monte di un paese o di un settore può essere ricavata prendendo in considerazione l'importanza relativa dell'ottenimento degli input e della lavorazione del prodotto:

$$GVC_Position_{ijt} = \ln\left(1 + \frac{IV_{i,jt}}{E_{i,jt}}\right) - \ln\left(1 + \frac{FV_{i,jt}}{E_{i,jt}}\right)$$

Una quota relativamente più alta di valore aggiunto estero proveniente da fornitori di input a monte indicherebbe una collocazione a valle, comportando quindi un valore negativo dell'indice. Al contrario, una quota più alta di valore aggiunto nei prodotti intermedi riesportati che proseguono il loro percorso lungo la catena del valore indicherebbe una collocazione a monte e, in tal caso, l'indice di collocazione nella GVC assumerebbe un valore positivo. È possibile calcolare misure di partecipazione alle GVC e di collocazione nelle GVC per scambi commerciali bilaterali che coinvolgono i paesi/settori *i* e *j* o come indicazione aggregata per un paese o un settore.

Per scomporre il commercio lordo nelle sue componenti di valore aggiunto sono necessarie le tavole input-output mondiali. Nella maggior parte delle analisi di questo articolo viene utilizzato il World Input-Output Database (WIOD)[11]. Sono disponibili due edizioni di tale banca dati: l'edizione del 2013, che include 40 paesi e il resto del mondo come aggregato per il periodo 1995-2011 e l'edizione del 2016, caratterizzata da una scomposizione settoriale più dettagliata, che include 43 paesi e il resto del mondo per il periodo 2000-2014.

[10] Gli acronimi DVA e IV indicano, rispettivamente, le diciture Domestic Value Added Absorbed e Indirect Value Added.

[11] Cfr. www.wiod.org.

2 Implicazioni delle catene globali del valore per la misurazione e interpretazione degli indicatori macroeconomici

2.1 Tassi di cambio effettivi reali basati sulle catene globali del valore

I tassi di cambio effettivi reali (TCER) offrono una misura della competitività di un paese in termini di prezzi e costi sul piano internazionale. I TCER sono calcolati come media ponderata per l'interscambio dei tassi di cambio bilaterali di un paese rispetto ai suoi più importanti partner commerciali, corretta per i livelli dei prezzi[12]. Come tali, essi vengono utilizzati nei modelli dei flussi di esportazione e importazione aggregati e come indicatore sintetico per l'analisi della performance commerciale e degli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti.

Una sfida all'interpretazione dei TCER convenzionali è rappresentata dal fatto che, nell'odierna economia mondiale, le importazioni vengono diffusamente utilizzate per produrre esportazioni. Di conseguenza, i paesi sono spesso in competizione fra loro per stadi specifici della catena del valore aggiunto (ad esempio, due economie emergenti potrebbero competere per l'assemblaggio di uno smartphone). Le misure dei TCER convenzionali, tuttavia, ipotizzano che i paesi competano per la vendita di prodotti fabbricati interamente entro i confini nazionali, utilizzando soltanto input interni.

In particolare, i profili dell'interscambio bilaterale di valore aggiunto possono differire in maniera significativa da quelli del commercio lordo, e ciò implica che le ponderazioni dell'interscambio del valore lordo potrebbero sovrastimare o sottostimare il grado di concorrenza bilaterale per le esportazioni di valore aggiunto. Per tenere conto di questo effetto, è possibile costruire tassi di cambio effettivi reali in termini di valore aggiunto (TCERVA) basati su dati relativi allo scambio bilaterale di valore aggiunto. Pertanto, i TCERVA tengono conto del fatto che i flussi commerciali lordi di beni intermedi, ad esempio tra paesi confinanti, potrebbero alterare la misura in cui il valore aggiunto, in termini di beni finali, viene scambiato fra paesi.

Inoltre, ciò influenza l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio sul commercio dato che gli input intermedi sono oggetto di un intenso interscambio tra paesi. Un apprezzamento nei confronti di un partner commerciale da cui un paese importa beni intermedi in abbondanza (ad esempio componenti importati in Cina dal Giappone per l'assemblaggio di uno smartphone) potrebbe in effetti risultare vantaggioso per la competitività di tale paese poiché riduce i costi di importazione dei beni intermedi. Per tenere conto di questo effetto, è possibile costruire tassi di cambio effettivi reali in termini di input-output (TCERIO). I TCERIO identificano un ulteriore canale attraverso il quale i movimenti dei tassi di cambio esercitano un impatto sulla competitività dei prezzi. Un apprezzamento non soltanto fa aumentare il prezzo relativo dei beni interni riducendo la competitività di prezzo di un paese, ma produce anche un effetto di compensazione sulla competitività poiché riduce il costo degli input esteri utilizzati nella produzione.

[12] Cfr. anche il riquadro *La revisione delle ponderazioni dell'interscambio commerciale utilizzate per il calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'euro: un riflesso della crescente importanza delle economie emergenti*, nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

I TCER basati sulle ponderazioni GVC, pertanto, offrono una misura complementare che consente un'interpretazione più analitica di misure più tradizionali basate sul commercio lordo e utilizzate nel calcolo dei TCER diffusi dalla BCE[13]**.** I TCERVA vengono calcolati sostituendo le convenzionali ponderazioni basate sull'interscambio totale lordo bilaterale con ponderazioni basate sul valore aggiunto. I TCERIO, invece, prendono in considerazione il commercio bilaterale di beni intermedi e attribuiscono un peso minore ai partner che apportano una quota considerevole di input alla produzione di un paese per tenere conto del fatto che un apprezzamento nei confronti di tali partner commerciali può in effetti arrecare beneficio alla competitività di un paese importatore riducendo i costi di produzione[14].

Sebbene le ponderazioni GVC siano strettamente correlate a quelle dell'interscambio lordo, le loro differenze in termini assoluti non sono trascurabili. Nella tavola 1 sono riportati i coefficienti di correlazione tra le ponderazioni dell'interscambio commerciale basate su GVC (ovvero la quota di ciascun partner commerciale negli scambi totali di un determinato paese) e le ponderazioni dell'interscambio commerciale convenzionali. A prima vista, le diverse ponderazioni appaiono strettamente correlate per la maggioranza dei paesi, a eccezione di alcuni tra i più piccoli (Lituania, Lussemburgo e Slovacchia), che presentano un coefficiente di correlazione inferiore allo 0,8. Tuttavia, nonostante l'elevato grado di correlazione, le differenze in termini assoluti tra le ponderazioni commerciali GVC e quelle convenzionali sono sostanziali. Al fine di illustrare questo punto, il grafico 2 mostra, per ciascun paese, la media delle deviazioni percentuali assolute delle ponderazioni commerciali basate sul valore aggiunto e sugli input-output dei rispettivi partner commerciali rispetto alle ponderazioni commerciali convenzionali. Nella maggior parte dei casi, le ponderazioni commerciali basate sul valore aggiunto e sugli input-output deviano, in media, di circa il 50 per cento rispetto alle ponderazioni commerciali convenzionali; in alcuni casi, la deviazione percentuale media assoluta supera addirittura il 100 per cento.

Tavola 1

Coefficiente di correlazione con le ponderazioni commerciali lorde: ponderazioni TCERVA e TCERIO

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
TCERIO	0,91	0,88	0,92	0,94	0,94	0,91	0,94	0,90	0,91	0,65	0,50	0,85	0,94	0,92	0,97	0,87	0,71	0,84
TCERVA	0,97	0,93	0,97	0,83	0,91	0,93	0,93	0,87	0,92	0,88	0,83	0,93	0,92	0,97	0,96	0,96	0,93	0,87

Fonti: Bems e Johnson (2015), op. cit., BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

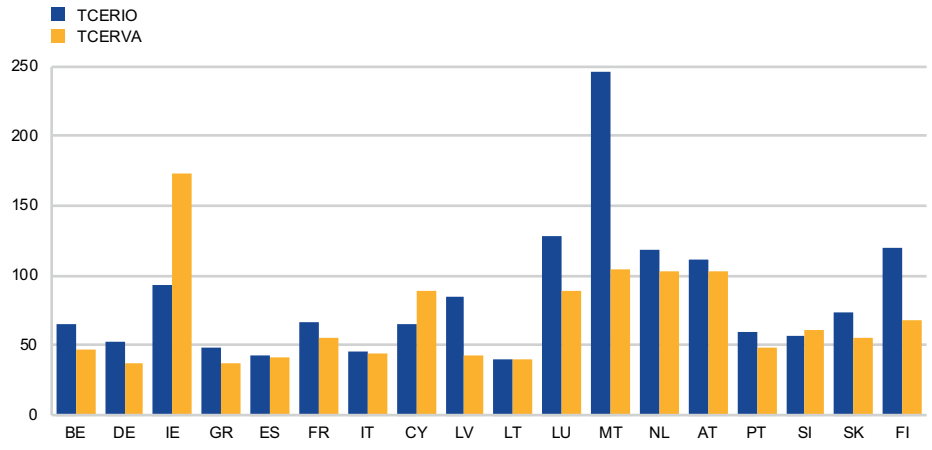
13 Cfr. Bems, R. e Johnson, R. C., "Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates", *NBER Working Paper*, n. 21070, National Bureau of Economic Research, 2015.

14 Per assicurare la massima coerenza, i TCER GVC sono calcolati seguendo il metodo utilizzato dalla BCE per il computo dei TCER pubblicati, ovvero mediante l'impiego di ponderazioni medie triennali non sovrapposte. I TCER standard sono a loro volta ricalcolati deflazionando i tassi di cambio nominali con i relativi deflatori del PIL e considerando un paniere di sole 40 (anziché 57) valute a causa della limitata disponibilità di dati relativi agli input-output.

Grafico 2

Deviazione media assoluta delle ponderazioni commerciali TCERVA e TCERIO di ciascun paese dalle ponderazioni convenzionali

(valori percentuali)



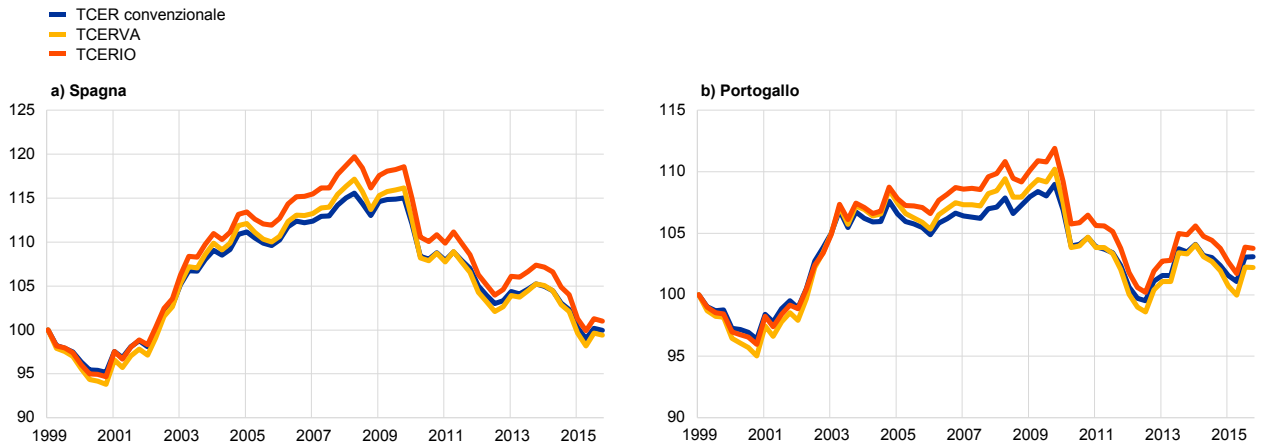
Fonti: Bems e Johnson (2015), op. cit., BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: la deviazione percentuale media assoluta delle ponderazioni commerciali basate su GVC rispetto alle ponderazioni commerciali convenzionali per ciascun paese è calcolata nel modo seguente. Nella prima fase, per ciascun partner commerciale di un determinato paese viene calcolata la deviazione percentuale della ponderazione commerciale basata su GVC rispetto alla relativa ponderazione commerciale convenzionale. Nella seconda fase, viene calcolata la media aritmetica dei valori assoluti di tali deviazioni percentuali al fine di ottenere la deviazione percentuale media assoluta.

Un risultato interessante consiste nella constatazione che i TCER GVC evidenziano variazioni più consistenti della competitività dei prezzi per i paesi dell'area dell'euro più colpiti dalla crisi, rivelandosi utili per la rilevazione delle vulnerabilità di un paese nel periodo precedente la crisi. Nei paesi dell'area dell'euro, da un confronto tra le dinamiche dei TCER GVC e i TCER convenzionali, emergono indicazioni sostanzialmente coerenti. Nel caso dei paesi dell'area maggiormente colpiti dalla crisi, tuttavia, l'evoluzione dei TCER (cfr. gli esempi della Spagna e del Portogallo nel grafico 3) evidenzia come sia le misure TCERVA sia, in

Grafico 3

Confronto tra gli indici TCERVA, TCERIO e TCER convenzionale

(indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonti: Bems e Johnson (2015), op. cit., BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

più larga parte, quelle TCERIO segnalino perdite di competitività più importanti negli anni precedenti la crisi e, parallelamente, guadagni più ampi nel periodo successivo alla crisi. Nell'analisi macroeconomica, l'osservazione dei TCER GVC può quindi risultare utile per ricavare informazioni aggiuntive sugli andamenti della competitività.

2.2 Catene globali del valore e quote di mercato delle esportazioni

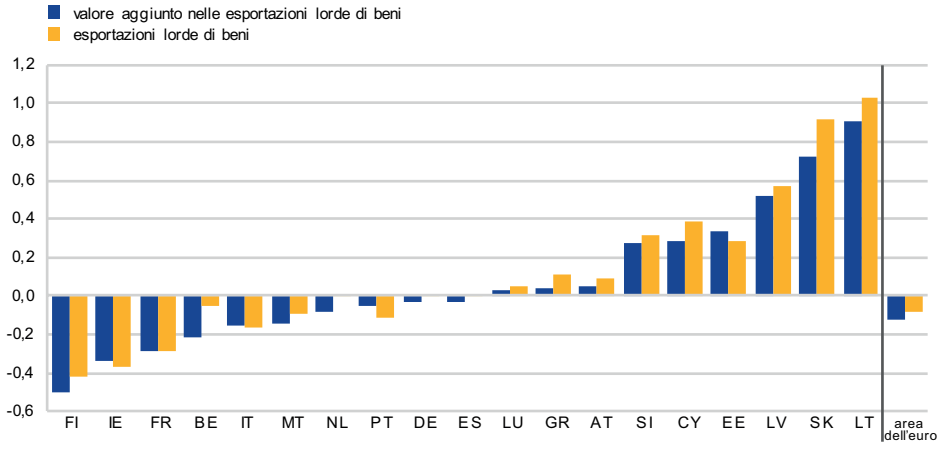
Con l'integrazione delle GVC, le esportazioni lorde potrebbero non fornire una rappresentazione accurata, in termini di valore aggiunto, del contributo di un paese all'interscambio a livello internazionale. Dato che gli input intermedi attraversano le frontiere diverse volte nel corso di una catena produttiva, il tracciamento dei flussi di valore aggiunto può risultare determinante per valutare l'effettivo apporto di un paese al mercato mondiale. Per raccogliere informazioni sulle strutture di valore aggiunto[15] dei paesi, è possibile utilizzare i dati input-output e integrarli con i dati sui prezzi degli scambi commerciali al fine di esaminare i fattori di prezzo e non di prezzo alla base dell'evoluzione delle quote di mercato.

Le quote di mercato calcolate in termini di **valore aggiunto e di interscambio lordo assumono andamenti sostanzialmente identici per il periodo 2000-2014.** Il grafico 4 mette a confronto le variazioni delle quote di mercato calcolate in termini di valore aggiunto nelle esportazioni di beni (definite per semplicità "quote di mercato del valore aggiunto") con le quote di mercato mondiali convenzionali, basate sulle esportazioni lorde di beni[16]. Entrambe le misure segnalano considerevoli incrementi nelle quote di mercato per i paesi PECO dell'area dell'euro e corrispondenti perdite

Grafico 4

Variazioni nelle quote di mercato mondiali dei paesi dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2014

(variazione percentuale)



Fonti: WIOD, ONU-Comtrade, elaborazioni degli esperti della Latvijas Banka e della Oesterreichische Nationalbank.
Note: il grafico mostra le variazioni logaritmiche cumulative delle quote di mercato mondiali. Le cifre relative all'area dell'euro sono calcolate come media ponderata per ciascun paese dell'area (utilizzando come ponderazioni le esportazioni lorde e il valore aggiunto delle esportazioni lorde).

15 Cfr. il riquadro 1.

16 Le quote di mercato sono calcolate utilizzando informazioni sui prezzi e sul commercio bilaterale provenienti dalla banca dati Comtrade delle Nazioni Unite e dati di input-output del WIOD (edizione del 2016).

per la maggior parte dei paesi dell'area non PECO. Gli incrementi meno pronunciati per Slovenia e Slovacchia delle quote di mercato in termini di valore aggiunto rispetto a quelle calcolate in termini lordi sono riconducibili all'esternalizzazione in tali paesi dell'assemblaggio finale di autoveicoli da parte di Germania, Francia e Italia. Un andamento simile è osservabile nella manifattura di prodotti alimentari, chimici e in legno, esternalizzata da Finlandia, Svezia e Germania in Lituania e in Lettonia. Anche in Estonia si riscontrano le tendenze individuate per gli altri paesi baltici, sebbene i più sostanziali incrementi delle quote di mercato in termini di valore aggiunto siano riconducibili alla ridotta esternalizzazione della produzione di beni elettronici da parte della Finlandia[17].

La scomposizione delle determinanti delle variazioni nelle quote di mercato mondiali indica che la frammentazione internazionale della produzione svolge un ruolo non trascurabile negli spostamenti delle stesse (grafico 5). Le variazioni delle quote di mercato in termini di valore aggiunto possono essere scomposte negli spostamenti delle catene produttive, nella variazione dei fattori di prezzo e nel cambiamento dei fattori residuali diversi dal prezzo che possono essere correlati alla qualità del prodotto e alle preferenze dei consumatori[18]. La scomposizione è calcolata al livello molto dettagliato di prodotto e ciò consente di tenere conto delle differenze nelle condizioni di mercato. In primo luogo, viene stimata l'elasticità dei flussi commerciali reali alle variazioni dei prezzi relativi per ciascun prodotto in ciascun mercato geografico. Considerata insieme alle informazioni sulle variazioni dei valori unitari, tale stima fornisce il contributo dei fattori di prezzo e costo a livello disaggregato. Si ottiene quindi il contributo aggregato della competitività di prezzo. Per tenere conto del fatto che ciascun prodotto contiene valore aggiunto proveniente da diversi paesi, l'aggregazione utilizza ponderazioni calcolate sulla base del commercio in valore aggiunto (anziché sul commercio lordo, come nei TCER convenzionali). Nella scomposizione viene inoltre introdotto un termine specifico che riflette gli spostamenti nelle catene globali del valore; esso è calcolato come crescita ponderata della quota di un paese nella produzione di tutti i beni esportati da tutti i paesi. Lo spostamento in senso positivo nelle catene produttive può essere ottenuto o tramite un contenuto interno più elevato nelle esportazioni lorde di un paese o mediante una più elevata quota di valore aggiunto nelle esportazioni lorde di paesi terzi. La competitività non di prezzo, infine, è misurata come termine residuo non spiegato dai fattori sopra menzionati[19].

Le variazioni nella partecipazione alle GVC e nell'esternalizzazione hanno prodotto perdite di quote di mercato per i paesi dell'area dell'euro non PECO (a eccezione di Portogallo, Lussemburgo, Malta e Cipro) e guadagni per i paesi PECO dell'area, tra il 2000 e il 2014 (grafico 5). Allo stesso tempo, i miglioramenti in termini di qualità e di preferenze dei consumatori per i prodotti dei paesi PECO dell'area hanno più che compensato le perdite nella competitività di prezzo. In

[17] Ciò è collegato al processo produttivo di Elcoteq in Estonia, avviato alla fine degli anni '90 e successivamente ridotto in modo sostanziale.

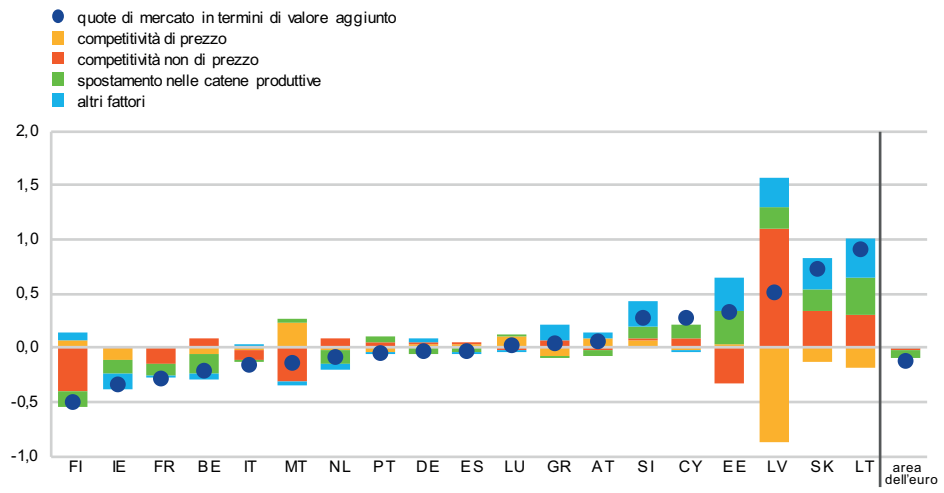
[18] La scomposizione comprende anche "altri fattori" come le variazioni della domanda o le modifiche alla composizione della concorrenza. L'importanza empirica di altri fattori è da ritenersi minima, tuttavia tali fattori sono necessari per una scomposizione teoricamente solida.

[19] Per i dettagli sulla metodologia, cfr. Benkovskis, K. e Wörz, J., "'Made in China' – How does it affect our understanding of global market shares?", *Working Paper Series*, n. 1787, BCE, 2015.

Grafico 5

Scomposizione delle quote di mercato in termini di valore aggiunto tra il 2000 e il 2014

(variazione percentuale)



Fonti: WIOD, ONU-Comtrade, elaborazioni degli esperti della Latvijas Banka e della Oesterreichische Nationalbank.
Note: altri fattori includono il margine estensivo, la composizione della concorrenza e le variazioni nella struttura della domanda. Il grafico mostra le variazioni logaritmiche cumulative delle quote di mercato mondiali. Le cifre relative all'area dell'euro sono calcolate come media ponderata per ciascun paese dell'area (utilizzando come ponderazione il valore aggiunto delle esportazioni lorde). Per i dettagli sulla metodologia, cfr. Benkovskis e Wörz (2015).

confronto alle quote di mercato delle esportazioni lorde, la scomposizione che considera le quote di valore aggiunto ridimensiona il ruolo della competitività non di prezzo, dal momento che una parte dei guadagni e delle perdite in termini di qualità delle esportazioni lorde può essere imputata al processo di esternalizzazione[20]. L'analisi basata sulle quote di valore aggiunto, quindi, enfatizza il ruolo dei fattori di costo e di prezzo.

In conclusione, l'utilizzo dei flussi di valore aggiunto in luogo delle esportazioni lorde per il computo delle quote di mercato mondiali consente di comprendere meglio le determinanti alla base delle performance esterne dei paesi dell'area dell'euro. Sebbene entrambe le quote di mercato seguano andamenti simili, la scomposizione delle quote di valore aggiunto mostra il ruolo dell'esternalizzazione della produzione e delinea in modo più preciso il contributo dei fattori di prezzo e diversi dal prezzo.

2.3 Le elasticità del commercio mondiale al reddito

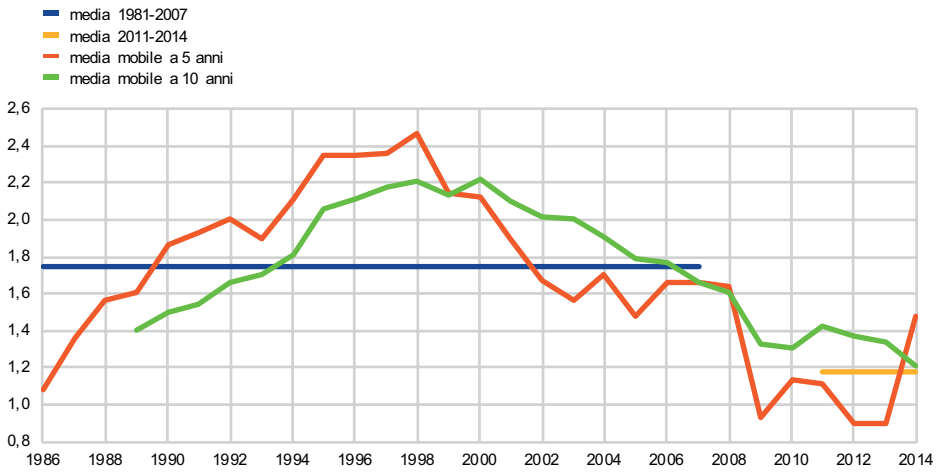
Mentre la crescita dell'interscambio è stata pari al doppio rispetto a quella del reddito, nel periodo tra il 1981 e il 2007, il rapporto fra la crescita dell'interscambio e quella del PIL è sceso a un valore vicino a uno, nel periodo tra il 2011 e il 2014 (grafico 6). In particolare, la flessione del rapporto è stata guidata da un crollo dei flussi commerciali, a seguito della Grande recessione, che si è dimostrato sensibilmente più marcato del calo del reddito mondiale.

[20] Per ulteriori risultati empirici, cfr. Benkovskis e Wörz (2015), op. cit.

Grafico 6

Rapporto fra la crescita delle importazioni e la crescita del PIL a livello mondiale

(in percentuale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'ultima rilevazione è relativa al 2014. La linea rossa indica il rapporto fra il tasso medio di crescita delle importazioni mondiali di beni e servizi e la crescita del PIL mondiale su una finestra mobile di cinque anni (la linea verde si basa su una finestra di dieci anni).

I cambiamenti nella frammentazione internazionale della produzione sono fra le determinanti della dinamica di crescita dell'interscambio in relazione alla crescita del reddito. Nonostante i costi commerciali (legati e non legati alle tariffe), l'apertura commerciale e la liberalizzazione finanziaria siano state determinanti di rilievo della crescita dell'interscambio, l'intensità della partecipazione alle catene globali del valore svolge un ruolo chiave nello spiegare la crescita sproporzionata dell'interscambio rispetto al reddito alla fine del secolo scorso e la brusca e inattesa flessione in seguito alla crisi. In primo luogo, sul piano puramente statistico, l'organizzazione delle catene produttive comporta che beni e servizi varchino più volte le frontiere durante il processo di produzione e quindi siano, in parte, conteggiati due volte nelle statistiche doganali sui flussi commerciali (cfr. la figura A nel riquadro 1). Di conseguenza i flussi commerciali lordi registrati superano quelli in termini di effettivo valore aggiunto (grafico 7). In secondo luogo, il commercio nelle catene globali del valore si concentra soprattutto su beni durevoli, noti per la loro alta elasticità al reddito, il che spiega la repentina reazione dell'interscambio durante la crisi globale. Infine gli effetti della catena di approvvigionamento potrebbero intensificare gli shock negativi dal lato della domanda, poiché le imprese a valle, riducendo in un primo momento le scorte, inciderebbero sui fornitori degli input produttivi.

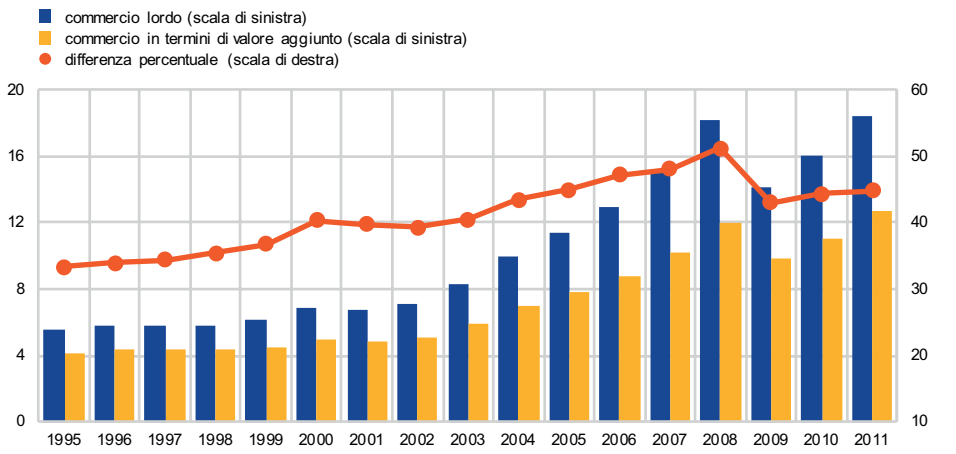
La partecipazione alle GVC contribuisce a spiegare le notevoli variazioni nell'elasticità del commercio mondiale al reddito. I risultati della regressione basati su un modello standard della domanda di importazioni[21] incrementato da un indice di partecipazione alle GVC mostrano che le catene globali del valore hanno un impatto significativo sull'elasticità delle importazioni. Inoltre, la scomposizione dell'elasticità del commercio al reddito nel periodo dal 1995 al 2011 mostra che il

[21] Cfr. Anderton, R., Baltagi, B. H., Skudelny, F. e Sousa, N., "Intra- and Extra-Euro Area Import Demand for Manufactures", *Applied Economics Quarterly*, vol. 53(3), 2007, pagg. 221-241.

Grafico 7

Il commercio lordo mondiale rispetto al commercio in termini di valore aggiunto

(scala di sinistra: migliaia di miliardi di dollari USA; scala di destra: percentuali)



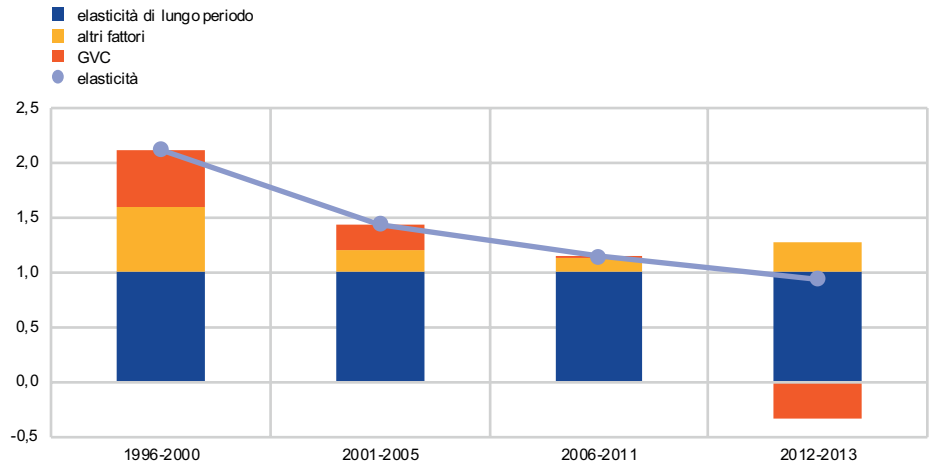
Fonti: WIOD ed elaborazioni della BCE.

contributo apportato dalle catene globali del valore è stato in media di circa il 40 per cento[22]. Tuttavia, dati recenti sull'integrazione delle GVC indicano una tendenza all' appiattimento negli ultimi anni[23] e questo si traduce in un contributo negativo delle catene globali del valore all'elasticità del commercio mondiale al reddito per il periodo 2012-2013 (grafico 8).

Grafico 8

Contributi all'elasticità del commercio mondiale al reddito

(elasticità e contributi del commercio al reddito)



Fonte: IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, 2016, sezione 3.
Note: le elaborazioni seguono Borin e Mancini (2015), op.cit. Altri fattori fanno riferimento all'elasticità rispetto al reddito del contenuto di beni importati della domanda finale non collegato alle catene globali del valore.

[22] Cfr. Borin, A. e Mancini, M., "Una scomposizione delle esportazioni bilaterali per cogliere il contenuto di valore aggiunto", *Temi di discussione*, n. 1026, Banca d'Italia, 2015, per i dettagli metodologici.

[23] Cfr. grafico 1.

I risultati di questa analisi suggeriscono che le dinamiche delle GVC sono rilevanti per le previsioni commerciali a medio termine. Dal punto di vista delle politiche dell'area dell'euro, il calo nella partecipazione alle GVC è stato uno dei fattori alla base delle recenti revisioni al ribasso dell'elasticità del commercio mondiale al reddito[24]. In prospettiva, è necessario un monitoraggio puntuale delle dinamiche delle GVC per assicurare previsioni di commercio coerenti.

3 Altre implicazioni dei legami produttivi internazionali per l'analisi macroeconomica

3.1 Effetti di ricaduta settoriale attraverso i legami produttivi mondiali

I legami produttivi sono un potenziale canale di propagazione dell'attività economica reale[25]. Le imprese e i settori si procurano o vendono i propri input in misura crescente in altri paesi e i processi produttivi sono segmentati in modo tale che il valore aggiunto aumenta in ciascuna fase. In questa sezione si impiega il World Input-Output Database per indagare empiricamente sul modo in cui i legami produttivi danno luogo a effetti di propagazione dell'attività reale e stabilire quali caratteristiche del *network* siano rilevanti per la trasmissione di tali effetti. Il grafico 9 presenta i coefficienti di correlazione dell'aumento di valore aggiunto reale dei settori a una data distanza[26] nel *network* di input-output. Esso indica che quanto più i settori sono strettamente connessi gli uni agli altri tramite il commercio di input intermedi, tanto più la crescita del loro valore aggiunto è correlata. Come mostrato da un recente filone della letteratura[27], gli shock subiti da specifiche imprese o settori si trasmettono attraverso le reti produttive e, potenzialmente, sono in grado di tradursi in turbolenze macroeconomiche aggregate.

Per la trasmissione degli shock economici è rilevante la presenza di settori o nodi centrali, poiché questi mettono in relazione entità altrimenti scollegate attraverso legami di input-output e possono operare come conduttori degli shock. Nel World Input-Output Database[28] i nodi centrali a monte (ovvero i settori che forniscono input ad altri settori) sono prevalentemente localizzati negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Germania e in Russia e operano in settori quali attività informatica, attività di sede centrale, ricerca e sviluppo, finanza e materie prime. Riguardo la parte a valle della catena di valore (ovvero settori che acquistano input da altri settori), i nodi centrali sono: mezzi di trasporto, apparecchiature elettroniche, costruzioni e attività

[24] Cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, 2016.

[25] I legami internazionali di input-output possono inoltre aver contribuito a sincronizzare i tassi di inflazione, intensificando gli effetti di propagazione degli shock sui costi esterni; cfr. Auer, R. A., Borio, C. e Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Paper*, n. 602, Banca dei regolamenti internazionali, 2017, nonché Auer, R. A., Levchenko, A. A., e Sauré, P., "International inflation spillovers through input linkages", *NBER Working Paper*, n. 23246, National Bureau of Economic Research, 2017.

[26] La distanza misura il percorso più breve fra due settori qualsiasi nella rete, ossia quante volte gli input di un settore vengono venduti al fine di raggiungere un altro settore. Viene calcolata con l'algoritmo di Dijkstra.

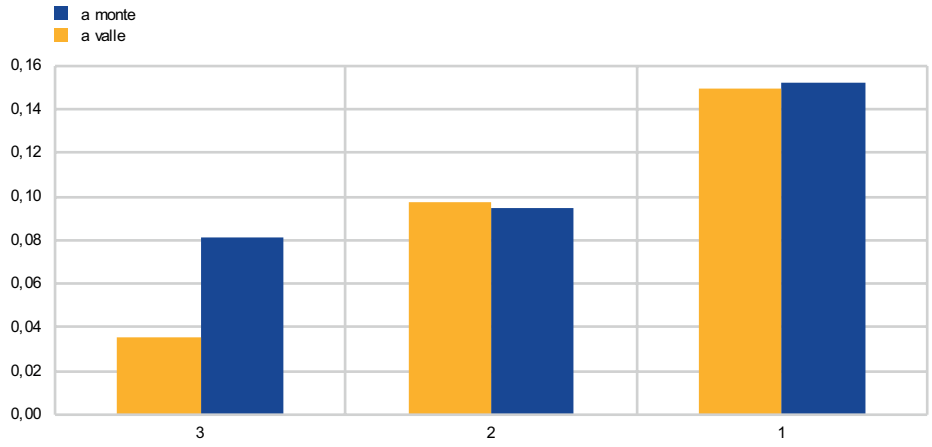
[27] Cfr. Gabaix, X., "The granular origins of aggregate fluctuations", *Econometrica*, vol. 79(3), 2011, pagg. 733-772, nonché Acemoglu, D., Carvalho, V. M., Ozdaglar, A. e Tahbaz-Salehi, A., "The network origins of aggregate fluctuations", *Econometrica*, vol. 80(5), 2012, pagg. 1977-2016.

[28] Per una descrizione del database, cfr. il riquadro 1.

Grafico 9

Sincronizzazione del valore aggiunto reale e distanza fra settori

(coefficienti di correlazione per il valore aggiunto in settori collegati)



Fonti: WIOD (edizione del 2013) ed elaborazioni della BCE.
Note: il grafico mostra la media (dal 1996 al 2009) della correlazione a coppie fra il valore aggiunto dei settori a una data distanza dai settori a monte e a valle. La distanza è pari a uno quando due settori commerciano direttamente, a due quando commerciano attraverso un altro settore e a tre quando due settori commerciano attraverso altri due settori.

metallurgiche in Germania, Stati Uniti e di recente in Cina. Il riquadro 2 si concentra sugli effetti di propagazione che prendono le mosse da alcuni di questi.

Tramite questi settori, l'attività si propaga a molti altri partner commerciali. Un'analisi econometrica di tipo panel dei dati del WIOD conferma che, in media, gli effetti di propagazione a un settore, derivanti da altri settori a monte e a valle coinvolti nelle sue stesse catene produttive, sono significativi[29].

Riquadro 2

Individuazione degli effetti di propagazione settoriale nell'economia globale

Per esaminare la trasmissione degli shock attraverso le catene globali del valore, viene stimato un modello non lineare con dati panel. Nel modello, la variazione del valore aggiunto reale del settore *i* è correlata ai suoi valori passati e alle variazioni del valore aggiunto di un insieme di settori a monte e a valle diretti e indiretti del periodo precedente[30]. La stima tiene conto di altri fattori osservati che determinano l'attività del settore *i*, $\mathbf{x}_{it}$, così come di fattori di tempo comuni non osservati nel termine di errore ε_{it}:

$$y_{it} = \eta_t + \rho^{lag} y_{i,t-1} + \rho^{up} \tilde{y}^{up}_{i,t-1} + \rho^{down} \tilde{y}^{down}_{i,t-1} + \boldsymbol{\beta}' \boldsymbol{x}_{it} + \varepsilon_{it}$$

[29] Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 2.

[30] L'analisi in questo riquadro non cerca di esaminare la natura dello shock. In un sistema Cobb-Douglas, gli shock dal lato della domanda si trasmettono a monte nella catena del valore, mentre gli shock dal lato dell'offerta si propagano ai settori a valle; cfr. Acemoglu, D., Akcigit, U. e Kerr, W., "Networks and the macroeconomy: An empirical exploration", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 30(1), 2016, pagg. 273-335. Per un ulteriore esame dell'impatto degli shock dal lato della domanda e dell'offerta in questa analisi, cfr. Frohm, E. e Gunnella, V., "Sectoral interlinkages in global value chains: spillovers and network effects", *Working Paper Series*, n. 2064, BCE, 2017.

$\tilde{y}^{up}_{i,t-1}$ e $\tilde{y}^{down}_{i,t-1}$ sono le medie ponderate del valore aggiunto di un gruppo selezionato di settori a monte e a valle:

$$\tilde{y}^{*}_{i,t-1} = \sum_{j \neq i} 1\left(w^{*}_{ij,t-1} \geq r^{*}\right) w^{*}_{ij,t-1} y_{j,t-1}$$

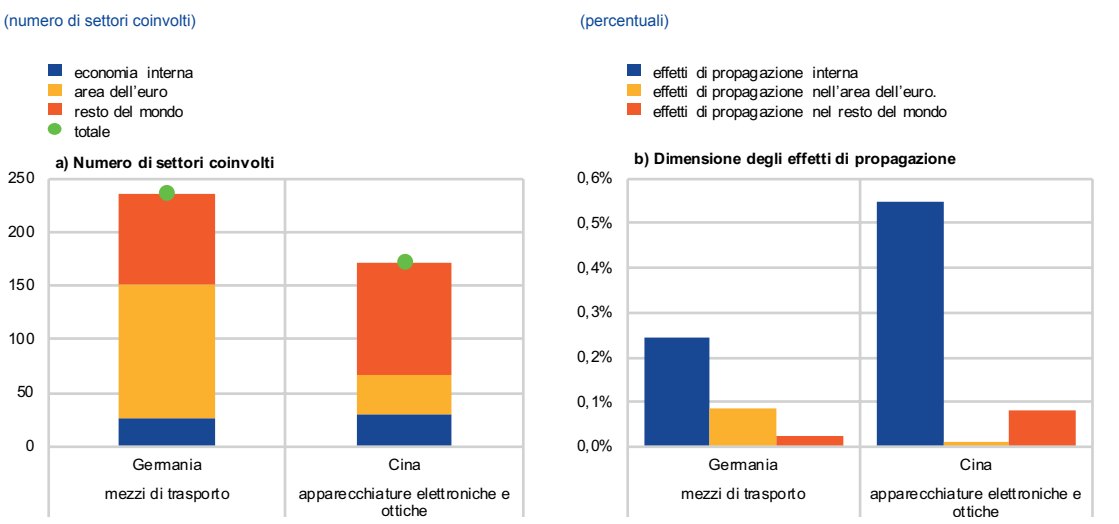
dove * indica "monte" e "valle" e il peso $w^{*}_{ij,t-1}$ misura l'importanza bilaterale del contributo di valore aggiunto ed è inversamente proporzionale alla distanza bilaterale. L'aggregato $\tilde{y}^{*}_{i,t-1}$ è costruito in modo tale che soltanto i settori con un peso al di sopra di un certo livello *r* siano inclusi nella media. La soglia viene determinata endogenamente dal modello e permette l'identificazione dei settori più importanti per la trasmissione degli effetti di propagazione[31].

Le regressioni confermano che gli effetti di propagazione a monte e a valle attraverso le GVC sono significativi. Gli effetti di propagazione sono positivi e di grandezza considerevole e la loro significatività non viene meno quando si includono altre determinanti dell'attività (occupazione e capitale) del settore *i*, l'attività del paese e i fattori internazionali (agricoltura, quotazioni di carburanti e metalli e tassi di interesse USA). Ciò significa che la variazione dell'attività di un settore è correlata alla variazione dell'attività sia dei suoi fornitori di input sia dei suoi clienti.

L'impatto di una variazione del valore aggiunto reale in qualunque settore può essere tracciato e quantificato usando i coefficienti stimati dal modello. Questo esercizio identifica gli effetti di propagazione originati unicamente da una variazione del valore aggiunto reale nei settori coinvolti. Ad esempio, il settore dei mezzi di trasporto (ovvero l'industria automobilistica) in Germania e quello delle apparecchiature elettroniche e ottiche in Cina mostrano come i cambiamenti del

Grafico A

Effetti di propagazione da settori specifici



Fonti: WIOD (edizione del 2013) ed elaborazioni della BCE.

Note: nel diagramma b, l'impatto del settore riportato su ciascun altro settore *i* è calcolato come $\beta^{*} w^{*}_{ij,s}$ e l'impatto complessivo come $\beta^{*} \sum_{i \neq j} 1\left(w^{*}_{ij,s} \geq r^{*}\right) w^{*}_{ij,s}$, con effetti interni (nello stesso paese), effetti sull'area dell'euro ed effetti sul resto dei paesi nel campione (resto del mondo) calcolati considerando i settori interessati. Gli effetti di propagazione sono aggregati usando i rispettivi pesi del PIL del settore sul PIL totale dell'aggregato preso in considerazione.

[31] Per ulteriori dettagli sulla metodologia cfr. Frohm e Gunnella (2017), op. cit.

valore aggiunto reale si trasmettono ad altri settori domestici, all'area dell'euro e al resto del mondo (grafico A). Ovviamente l'impatto della catena di approvvigionamento è maggiore sull'economia domestica, poiché coinvolge rispettivamente 27 e 30 settori (istogrammi blu), ma interessa anche molti altri settori dell'area dell'euro (istogrammi gialli) e si estende anche ad altri paesi, coinvolgendo rispettivamente un totale di 236 e 172 settori (istogrammi rossi). Quando i collegamenti di questi e di altri nodi centrali al resto delle catene del valore vengono recisi, gli effetti di propagazione diminuiscono gradualmente e diventano statisticamente irrilevanti[32].

Nel complesso, questa analisi suggerisce che vi sia un margine significativo per la propagazione degli shock settoriali attraverso le catene globali del valore. Poiché i nodi centrali potrebbero rappresentare il canale di trasmissione verso vari paesi e settori, andrebbe prestata particolare attenzione al loro sviluppo e ai loro collegamenti con altri settori dell'economia mondiale.

3.2 L'impatto delle catene globali del valore sul valore aggiunto della manodopera, le ore lavorate e la retribuzione

Tra il 1997 e il 2011 la quota di valore aggiunto della manodopera non qualificata nell'area dell'euro è considerevolmente diminuita, mentre quella della manodopera qualificata è aumentata. L'aggregazione di dati settoriali a livello nazionale aiuta a districare l'evoluzione del contributo del valore aggiunto della manodopera in base ai diversi livelli di competenze professionali nell'area dell'euro[33]. Il peso complessivo della manodopera sia nel prodotto che nelle esportazioni dell'area dell'euro è lievemente diminuito dal 1997 al 2011. Fra le cinque maggiori economie dell'area, la Germania si distingue per le quote più elevate di valore aggiunto della manodopera. Il valore aggiunto della manodopera nelle esportazioni dell'area dell'euro è significativamente inferiore rispetto a quello nel prodotto lordo, il che rivela che le imprese esportatrici ricorrono in misura maggiore a input e/o capitale importati (grafico 10). Per quel che riguarda il mix di competenze, la manodopera qualificata si è appropriata di una porzione crescente del valore aggiunto della manodopera a discapito di quella non qualificata.

Il commercio nelle catene globali del valore modifica la portata delle mansioni svolte in ciascun ambito di attività e potrebbe influire sulla composizione delle competenze e sulla retribuzione all'interno dei settori. Le variazioni nei processi produttivi e nelle scelte degli input legate alla segmentazione internazionale della produzione negli ultimi decenni potrebbero aver influenzato il livello di occupazione e retribuzione oraria delle diverse tipologie di lavoratori. Pertanto, è necessario valutare il rapporto fra gli andamenti recenti del mercato del lavoro e le diverse misure di partecipazione alle GVC in diversi settori e per diversi livelli di competenze professionali.

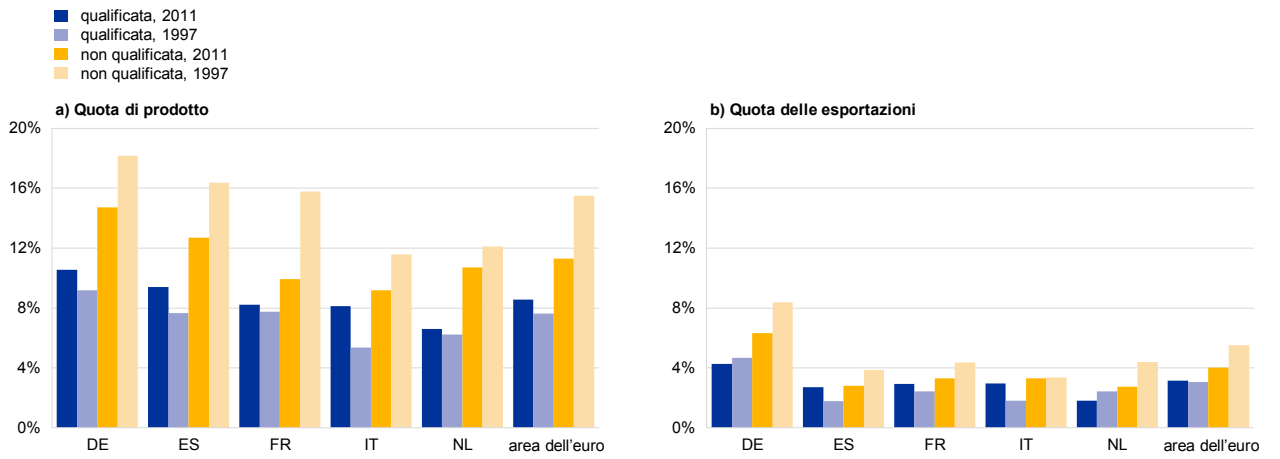
[32] Cfr. la figura 5 di Frohm e Gunnella (2017), op. cit.

[33] A tale scopo è stato usato il Labor Content of Exports (LACEX) Database della Banca mondiale sviluppato da Calì et al. nel 2016 sulla base di un panel di tavole di input-output mondiale, esportazioni dal Global Trade Analysis Project e dati nazionali sull'occupazione. Il database è un panel che copre 24 settori e 150 paesi e misura il contributo della manodopera alle esportazioni di un dato paese, misurato in termini di retribuzione dei lavoratori (serie di dati LACEX) o di numero di posti di lavoro (serie di dati JOCEX).

Grafico 10

Quota media di valore aggiunto della manodopera interna nell'area dell'euro e nelle sue cinque maggiori economie

(quota percentuale)



Fonti: Labor Content of Exports Database (Banca mondiale) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le quote per l'area dell'euro sono calcolate come media ponderata di tutti i paesi dell'area dell'euro disponibili, utilizzando il prodotto lordo come ponderazione. A causa della mancanza di dati, la Slovenia non è inclusa nei calcoli.

Riquadro 3

Occupazione, retribuzioni e catene globali del valore

Questo riquadro presenta l'analisi della relazione fra ore lavorate e retribuzione per vari livelli di competenze professionali, da un lato, e la partecipazione alle GVC da parte di un insieme di settori dell'area dell'euro dall'altro, nel periodo tra il 1995 e il 2009. La regressione stimata è:

$$\log y_{i,c,t} = \gamma_0 + \alpha * \log\left(\frac{K}{L}\right)_{i,c,t} + \gamma_1 * \log IV_{i,c,t} + \gamma_2 * \log FV_{i,c,t} + FE_{i,c} + FE_{c,t} + \epsilon_{i,c,t}$$

in cui l'unità di osservazione è un settore *i* in un paese *c* in un tempo *t*, $y_{i,c,t}$ è il logaritmo della quota di ore lavorate da manodopera altamente qualificata rispetto al totale delle ore lavorate o il logaritmo della retribuzione di occupati altamente o poco qualificati; e $IV_{i,c,t}$ e $FV_{i,c,t}$ sono, rispettivamente, gli indici di backward e forward participation alle GVC[34]. Sono inclusi gli effetti fissi settore-paese ($FE_{i,c}$) e paese-tempo ($FE_{c,t}$) al fine di tenere conto delle differenze settoriali costanti nel tempo non osservate e delle variazioni aggregate a livello di paese in ciascun anno[35].

I risultati della stima confermano l'esistenza di un effetto significativo del valore aggiunto estero sulla composizione delle competenze professionali e sulla retribuzione degli occupati sia altamente sia poco qualificati.

[34] Per una descrizione degli indici di partecipazione alle GVC, cfr. il riquadro 1.

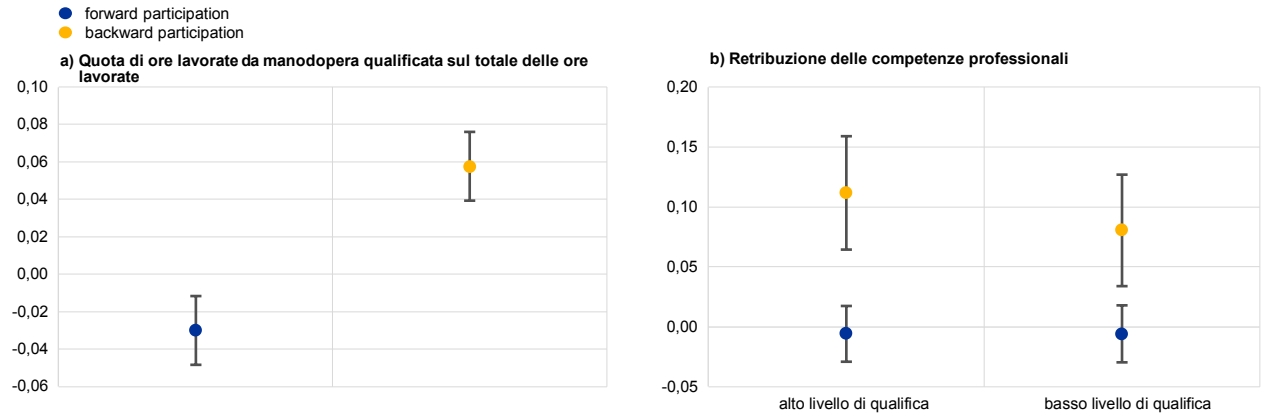
[35] Le regressioni salariali includono inoltre il rapporto capitale/lavoro quale determinante della produttività marginale del lavoro in una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas.

I risultati della stima che considera variazioni intrasettoriali mostrano che la partecipazione alle catene globali del valore potrebbe essere associata a una transizione verso manodopera altamente qualificata[36]. La stima panel a effetti fissi mostra che la partecipazione alle catene globali del valore è associata a una variazione della composizione delle competenze professionali all'interno dei settori verso manodopera altamente qualificata (grafico 11, diagramma a)[37]. Se si distingue l'effetto tra gli indici di backward participation e quelli di forward participation, questo risultato è prevalentemente riconducibile a un aumento dell'uso di input importati[38]. Tale polarizzazione dell'occupazione potrebbe essere collegata a una combinazione di delocalizzazione e cambiamento tecnico a livello settoriale influenzato dalle competenze professionali.

Grafico 11

Correlazioni fra la partecipazione alle GVC, la composizione delle competenze della manodopera e la retribuzione di occupati altamente e poco qualificati

(variazioni percentuali corrispondenti a un aumento dell'1 per cento dell'indice di partecipazione alle GVC)



Fonti: World Input-Output Database (edizione del 2013) ed elaborazioni della BCE.

Per quel che riguarda i salari, l'analisi panel mostra che la backward participation alle catene globali del valore si associa a un aumento della retribuzione oraria per tutti i livelli di qualifica professionale (grafico 11, diagramma b). Tutti gli occupati, altamente qualificati e non, ottengono un aumento della retribuzione oraria quando il settore in cui operano assiste a un incremento del valore aggiunto estero incorporato nelle proprie esportazioni (backward participation)[39]. Studi esistenti supportano questo risultato, mostrando come gli input importati generino importanti effetti sulla produttività attraverso canali come l'apprendimento, l'innovazione e gli aspetti qualitativi e di assortimento[40]. Anche se

[36] I risultati qui presentati non forniscono dimostrazioni di causalità, ma sono concepiti per valutare la correlazione fra i diversi indici di partecipazione alle GVC e i risultati del mercato del lavoro.

[37] Per maggiori dettagli sulla metodologia, cfr. il riquadro 3.

[38] Per una descrizione degli indici di partecipazione alle GVC, cfr. il riquadro 1.

[39] Ciò è coerente con indagini a livello di impresa come Bas, M. e Strauss-Kahn, V., "Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France", *Review of World Economics*, vol. 150, 2014, pagg. 241-275.

[40] Cfr., ad esempio, Halpern, L., Koren, M. e Szeidl, A., "Imported Inputs and Productivity", *American Economic Review*, vol. 105(12), 2015, pagg. 3660-3703.

un aumento della quota degli input importati nel processo di produzione potrebbe favorire la produttività totale dei fattori e di conseguenza il prodotto potenziale[41], la competitività migliorerebbe solo se la produttività aumentasse più rapidamente dei costi degli input (salari e tasso di rendimento del capitale). Una serie di indagini a livello di impresa riscontra un effetto netto positivo degli input importati sulla competitività esterna, rendendo così possibile l'accesso a nuovi mercati di esportazione[42]. Inoltre, il rafforzamento delle catene globali del valore potrebbe indebolire l'elasticità delle esportazioni al tasso di cambio, ad esempio nel caso in cui le esportazioni siano costituite in misura sempre maggiore da input acquistati in valute estere[43].

Questa analisi suggerisce che le catene globali del valore influenzano i risultati del mercato del lavoro. Una maggiore quantità di input importati nella produzione può essere associata a una transizione verso manodopera altamente qualificata. Input dall'estero possono portare a un aumento salariale per tutti i livelli di qualifica professionale. Al tempo stesso, le catene globali del valore possono avere effetti positivi sul benessere delle economie coinvolte, grazie, da un lato, al progresso tecnologico derivante da un'allocazione più efficiente dei lavoratori per compiti che richiedono un'elevata qualificazione professionale, che comporta anche salari più elevati nelle economie avanzate; dall'altro, ai salari più alti per i lavoratori delle economie emergenti[44].

Riquadro 4

Il trasferimento delle tecnologie attraverso le catene globali del valore e la crescita della produttività nei paesi dell'Europa centrale e orientale

I legami all'interno della catena di approvvigionamento sono un canale importante per la trasmissione tecnologica dalle case madri alle affiliate nei paesi ospitanti. Le imprese coinvolte nelle catene produttive possono trarre beneficio dai loro legami con case madri più avanzate a livello tecnologico, poiché possono apprendere e assorbire la loro tecnologia. Secondo la letteratura, esistono due canali di trasmissione principali. Da un lato, le imprese che usano i prodotti intermedi delle case madri nella loro produzione (ovvero imprese con legami di approvvigionamento a monte) possono accedere alla nuova tecnologia incorporata in quei prodotti e a un ampia gamma di input. Dall'altro lato, le imprese che forniscono prodotti intermedi alle proprie case madri (ovvero imprese con legami di approvvigionamento a valle) sono sottoposte a controlli di qualità che migliorano i loro prodotti. Ciò, a sua volta, migliorerebbe la loro produttività e permetterebbe loro di aumentare la qualità del capitale.

41 Cfr. il riquadro 4 per un'analisi sulla trasmissione della tecnologia attraverso i legami produttivi nei paesi PECO.

42 Cfr., ad esempio, Kasahara, H. e Lapham, B., "Productivity and the decision to import and export: Theory and evidence", *Journal of International Economics*, Vol. 89(2), 2013, pagg. 297-316.

43 Cfr. la sezione 2.1 di questo articolo per un'analisi degli effetti dell'uso di input importati nella produzione sulla competitività dei prezzi dei paesi.

44 I vantaggi in termini di benessere per le economie avanzate si concretizzano soltanto quando le risorse vengono riallocate in modo rapido ed efficiente presso tutti i livelli di qualifica professionale. Cfr. Rodriguez-Clare, A., "Offshoring in a Ricardian World", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2(2), 2010, pagg. 227-258.

Considerato l'elevato grado di integrazione dei paesi PECO nelle catene globali del valore, gli andamenti produttivi delle imprese in queste economie dipendono in maniera notevole da questi spillover tecnologici. Come mostrato nel diagramma a del grafico 1, in media i paesi PECO sono integrati nelle GVC in misura molto maggiore rispetto all'area dell'euro, anche dopo il generale rallentamento della partecipazione alle GVC avvenuto nel 2011. Per questa ragione, il presente riquadro usa la regione PECO come caso di studio per analizzare come e in quale misura la tecnologia si trasmette nelle GVC dalle case madri alle affiliate nei paesi ospitanti.

Secondo la letteratura, la nuova tecnologia si diffonde fra i paesi in due fasi: prima dalle imprese alla frontiera tecnologica mondiale a quelle tecnologicamente più avanzate a livello nazionale e, in seguito, da queste ultime a quelle non alla frontiera. Adattando questo modello alle GVC si presume che le imprese rilevanti alla frontiera tecnologica globale siano case madri e che soltanto quelle alla frontiera nazionale nel paese ospitante partecipino direttamente alle GVC. Di conseguenza, durante la prima fase, le imprese maggiormente produttive del paese ospitante assorbono tecnologia dalle case madri. Nella seconda fase, la nuova tecnologia si propaga dalle imprese che partecipano alle GVC a quelle non alla frontiera dell'economia ospitante, le quali operano nelle catene produttive interne e interagiscono con le imprese alla frontiera a livello nazionale. Inoltre, la diffusione dipende sia dall'essere in contatto con le imprese rilevanti alla frontiera e dall'apprendere da esse (effetto di "trasmissione") che dall'abilità di restare al passo con la frontiera (effetto di "*catch-up*").

Tavola A:
Crescita della PTF delle imprese alla frontiera a livello nazionale e di quelle non alla frontiera

	Prima fase della diffusione della tecnologia		Seconda fase della diffusione della tecnologia	
	Forward participation alle GVC (esportazioni)	Backward participation alle GVC (importazioni)	Forward participation alle GVC (esportazioni)	Backward participation alle GVC (importazioni)
Crescita della PTF delle GVC alla frontiera	0,156***	0,430***	0,060*	0,151***
	(0,044)	(0,058)	(0,036)	(0,041)
Divario ritardato della PTF fra le imprese alla frontiera delle GVC e quelle a livello nazionale	0,281***	0,364***	0,041	0,010
	(0,044)	(0,054)	(0,026)	(0,024)
Crescita della PTF delle imprese alla frontiera a livello nazionale			0,947***	0,920***
			(0,051)	(0,049)
Divario ritardato della PTF fra le imprese alla frontiera a livello nazionale e quelle non alla frontiera			0,560***	0,569***
			(0,077)	(0,080)
Aumento della partecipazione alle GVC	0,079**	0,199**	0,068**	0,203**
	(0,036)	(0,079)	(0,032)	(0,079)
Osservazioni	642	642	642	642
Coefficiente R2 corretto	0,224	0,334	0,727	0,736

Fonti: CompNet, WIOD (edizione del 2016) ed elaborazioni della BCE.
Note: errori standard robusti fra parentesi, raggruppati a livello di paese-settore. Sono inclusi gli effetti fissi paese-settore, una costante e delle dummy per i periodi durante e dopo la crisi.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

L'analisi parametrica, che usa dati provenienti dalla Competitiveness Research Network (CompNet) e dalla più recente edizione del WIOD per nove paesi PECO in un arco di dieci anni (dal 2003 al 2012), fornisce evidenze a sostegno dell'importanza della trasmissione tecnologica per la crescita della produttività totale dei fattori (PTF) nelle economie PECO. In primo luogo, la crescita della PTF nelle imprese maggiormente produttive dei paesi PECO, che si presume siano partecipanti attive alle GVC, è associata in modo positivo e significativo alla crescita della PTF delle imprese alla frontiera dell'area dell'euro non-PECO che operano in settori coinvolti nelle medesime catene produttive (le "imprese alla frontiera delle GVC"). Le prime due colonne della tavola A confermano l'importanza non solo dell'effetto di trasmissione, ma anche di

quello di *catch-up* (approssimato dal divario ritardato della PTF dalle imprese alla frontiera delle GVC). In secondo luogo, la crescita delle imprese non alla frontiera nei paesi PECO è collegata essenzialmente alla crescita della PTF delle aziende domestiche maggiormente produttive che partecipano alle GVC, piuttosto che alle imprese alla frontiera delle GVC (le ultime due colonne della tavola A). Quindi le imprese non alla frontiera traggono soltanto benefici indiretti dalla trasmissione tecnologica attraverso le GVC. Questi risultati confermano il processo di diffusione tecnologica in due fasi proposto dalla letteratura. Inoltre, la tavola A mostra che i legami a monte sono più importanti di quelli a valle per il trasferimento tecnologico, poiché input di maggiore qualità sono messi a disposizione delle imprese affiliate nei paesi ospitanti e generano delle esternalità positive.

In conclusione, il trasferimento tecnologico attraverso le GVC, specialmente tramite i legami a monte, è un fattore chiave degli andamenti della produttività nei paesi PECO.

4 Conclusioni

I paesi dell'area dell'euro sono fortemente coinvolti nelle catene produttive mondiali e ciò ha effetti su alcuni importanti indicatori macroeconomici. Quindi è essenziale considerare le catene globali del valore quando si affrontano alcuni concetti macroeconomici. Nello specifico:

- misure di competitività che tengono conto della presenza di catene globali del valore, quali i TCER basati su valore aggiunto e input-output, dipingono un quadro diverso degli episodi di apprezzamento/deprezzamento della valuta rispetto ai TCER convenzionali.
- Anche se gli spostamenti nelle catene produttive non sono una determinante significativa del cambiamento nelle quote di mercato mondiali dei paesi dell'area dell'euro, tenere conto delle GVC aiuta a comprendere i fattori determinanti della competitività.
- Gli andamenti delle catene globali del valore hanno svolto un ruolo nell'accelerazione e nel successivo rallentamento delle dinamiche dell'elasticità del commercio alla domanda mondiale negli ultimi decenni. Se l'alta reattività del commercio al reddito, osservata prima della crisi anche come uno dei risultati dell'espansione delle catene globali del valore, non verrà più registrata in futuro, una minore elasticità del commercio al reddito potrebbe essere considerata come la "nuova norma".

La partecipazione di imprese e settori alle catene produttive crea interconnessioni transnazionali e ciò influisce sull'analisi degli effetti degli spillover macroeconomici:

- si verificano *spillover* reali attraverso legami di input-output e alcuni settori possono svolgere un ruolo fondamentale nella loro trasmissione. Inoltre, le catene produttive sono un canale per la trasmissione tecnologica nazionale ed estera verso imprese non di frontiera, che avviene tramite la tecnologia incorporata in prodotti intermedi importati.

- Infine, i settori che aumentano la loro partecipazione alle catene globali del valore hanno la propensione ad assumere una quota più elevata di personale altamente qualificato e presentano salari sistematicamente più alti per tutti i livelli di competenza professionale. Nello specifico, i settori a valle della catena del valore registrano un effetto positivo sulle retribuzioni derivante da un maggiore uso di input esteri.

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	0,4	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,8	0,9	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	0,3	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	0,4	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	1,0	0,8	0,3	0,7	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
3° trim.	.	0,8	0,4	0,6	1,7	0,6	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
2017 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.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
ott.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
nov. [3]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	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.
3) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori e su prime informazioni riguardanti i prezzi dell'energia.

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

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

Fonti: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).
1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili 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 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
ott.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-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 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
ott.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da EuroMTS e rating forniti da Fitch Ratings.

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017 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
ott.	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

		Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG [3)]		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG [3)]	Indicatore composito del costo del finanziamento
				fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2016	nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,73	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	16,69	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	0,76	6,34	16,64	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	0,77	6,38	16,69	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	16,70	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	0,72	6,34	16,70	4,83	5,58	5,97	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	5,08	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	16,82	4,68	5,74	6,19	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.	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,35	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
	set.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,28	16,80	5,07	5,71	6,20	2,34	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
	ott. [p)]	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	4,88	5,68	6,15	2,40	1,67	1,92	1,93	1,96	2,18	1,88

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

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

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

		Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanziamento
		A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	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	1,30	1,62	1,57	1,82
	apr.	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
	mag.	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
	giu.	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,43	1,56	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.	0,05	0,10	0,36	2,44	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,43	1,59	1,74
	set.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,45	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,45	1,58	1,73
	ott. [p)]	0,04	0,11	0,42	2,41	2,40	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,34	1,61	1,73

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'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	32	79	33
2017 mag.	1.302	521	139	.	93	481	68	368	173	52	.	37	84	21
giu.	1.288	507	144	.	80	484	72	355	149	60	.	33	81	33
lug.	1.289	514	146	.	86	477	66	383	177	54	.	43	77	32
ago.	1.293	516	147	.	84	474	71	356	169	54	.	29	80	25
set.	1.299	530	145	.	81	478	65	371	162	61	.	38	82	29
ott.	1.279	529	146	.	84	457	62	371	175	44	.	41	74	36
A lungo termine														
2014	15.128	4.048	3.160	.	993	6.285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15.246	3.784	3.287	.	1.056	6.481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 mag.	15.423	3.626	3.245	.	1.140	6.779	634	281	68	90	.	18	101	4
giu.	15.406	3.620	3.216	.	1.144	6.788	638	230	62	50	.	24	84	9
lug.	15.399	3.618	3.232	.	1.154	6.762	633	268	74	93	.	21	76	4
ago.	15.326	3.592	3.173	.	1.150	6.777	633	127	29	35	.	3	54	5
set.	15.367	3.570	3.180	.	1.178	6.805	634	231	56	63	.	17	90	5
ott.	15.347	3.587	3.147	.	1.184	6.789	640	236	78	42	.	21	85	10

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'Eurosistema)	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	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2014	16.448,6	4.590,6	3.291,0	.	1.051,3	6.822,7	693,0	6.016,4	591,3	850,5	4.574,6
2015	16.514,6	4.301,6	3.433,5	.	1.117,8	6.959,3	702,4	6.813,1	584,3	984,0	5.244,9
2016	16.637,7	4.213,1	3.368,1	.	1.245,0	7.108,2	703,4	7.089,5	537,6	1.097,9	5.454,0
2017 mag.	16.724,9	4.146,3	3.384,1	.	1.232,3	7.260,3	701,9	7.845,6	631,3	1.151,9	6.062,4
giu.	16.693,4	4.127,4	3.360,0	.	1.223,7	7.272,4	709,9	7.694,5	640,5	1.151,7	5.902,4
lug.	16.688,5	4.132,6	3.378,3	.	1.240,4	7.238,8	698,5	7.718,2	663,1	1.197,6	5.857,6
ago.	16.618,5	4.108,3	3.320,5	.	1.234,3	7.250,5	704,7	7.638,4	630,8	1.174,6	5.833,0
set.	16.666,3	4.100,2	3.325,3	.	1.259,1	7.282,2	699,5	7.937,9	657,7	1.237,6	6.042,6
ott.	16.625,3	4.115,8	3.293,3	.	1.267,5	7.246,3	702,2	8.169,9	649,6	1.299,6	6.220,6
Tasso di crescita											
2014	-0,6	-8,2	1,0	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 mag.	1,6	-2,0	2,9	.	8,1	2,2	0,1	0,8	5,9	1,1	0,2
giu.	1,5	-2,2	3,7	.	8,3	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3
lug.	1,8	-1,1	3,4	.	9,3	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1
ago.	1,5	-1,5	1,9	.	9,1	2,0	-0,4	0,8	6,1	1,4	0,2
set.	1,3	-1,5	0,9	.	7,5	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
ott.	0,9	-0,9	-0,9	.	7,2	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1

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	93,2	93,7	.	.	.	114,5	92,4
2017 giu.	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
lug.	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,5
ago.	99,0	93,6	94,3	-	-	-	115,1	92,9
set.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,1	92,8
ott.	98,6	93,1	93,5	-	-	-	114,9	92,4
nov.	98,5	93,1	93,3	-	-	-	115,1	92,6
	Variazione percentuale sul mese precedente							
2017 nov.	-0,1	0,0	-0,2	-	-	-	0,2	0,2
	Variazione percentuale sull'anno precedente							
2017 nov.	4,2	3,9	3,0	-	-	-	5,0	4,0

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 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
ott.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
	Variazione percentuale sul mese precedente											
2017 nov.	-0,2	0,6	-0,9	0,0	0,6	-0,3	-0,8	-0,3	1,0	2,4	0,8	-0,2
	Variazione percentuale sull'anno precedente											
2017 nov.	5,2	0,4	-5,5	0,0	1,0	13,2	-3,7	2,2	2,8	0,0	8,2	8,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze a fine periodo; transazioni nel periodo)

		Totale [1]			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
		Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2016	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
		Consistenze (in percentuale del PIL)											
2017	2° trim.	224,3	230,1	-5,7	98,3	79,6	74,6	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
		Transazioni											
2016	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	-
	3° trim.	57,4	-104,0	161,5	-153,8	-165,0	175,1	19,4	-19,7	55,3	41,5	0,6	-
2017	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.	-17,9	-61,0	43,1	-176,3	-186,0	65,8	52,0	-3,9	101,7	72,9	-5,2	-
	ago.	54,9	17,0	37,9	10,9	18,9	68,6	-24,8	-7,9	-16,0	22,9	-0,7	-
	set.	20,4	-60,1	80,5	11,6	2,0	40,6	-7,8	-7,8	-30,4	-54,3	6,4	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi											
2017	set.	991,5	624,7	366,9	186,8	144,1	545,1	173,0	16,7	241,9	307,6	1,0	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL											
2017	set.	9,0	5,7	3,3	1,7	1,3	4,9	1,6	0,2	2,2	2,8	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				Varazione delle scorte[2]	Totale	Esportazioni[1]	Importazioni[1]
						Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intelletuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2014	10.157,6	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	10.515,1	10.030,3	5.754,3	2.168,9	2.078,1	1.016,2	637,9	418,4	29,0	484,8	4.847,0	4.362,2
2016	10.788,8	10.310,0	5.891,6	2.218,8	2.189,3	1.051,8	674,3	457,7	10,3	478,8	4.935,9	4.457,1
2016 4° trim.	2.725,6	2.613,9	1.489,2	558,9	557,9	266,9	171,2	118,5	7,9	111,8	1.264,8	1.153,0
2017 1° trim.	2.747,6	2.630,1	1.504,9	562,1	559,8	272,7	171,6	114,2	3,2	117,5	1.297,6	1.180,2
2° trim.	2.778,6	2.660,8	1.515,5	564,9	573,3	277,4	175,8	118,8	7,0	117,8	1.307,8	1.190,0
3° trim.	2.804,9	2.681,3	1.522,4	567,6	581,2	279,3	180,7	119,9	10,1	123,6	1.320,2	1.196,7
	in percentuale del PIL											
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre corrispondente											
2016 4° trim.	0,6	0,7	0,5	0,3	1,0	1,2	1,6	-0,1	-	-	1,6	1,8
2017 1° trim.	0,6	0,2	0,5	0,2	-0,1	1,8	1,0	-5,9	-	-	1,3	0,4
2° trim.	0,7	1,0	0,5	0,3	2,2	0,3	1,5	7,8	-	-	1,0	1,7
3° trim.	0,6	0,6	0,3	0,2	1,1	0,1	2,9	0,6	-	-	1,2	1,1
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
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 4° trim.	1,9	2,3	1,9	1,6	4,5	2,6	3,4	11,1	-	-	3,8	4,8
2017 1° trim.	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,7	3,9	5,6	-	-	4,8	4,8
2° trim.	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,2	4,3	0,9	-	-	4,5	4,4
3° trim.	2,6	2,4	1,9	1,1	4,2	3,4	7,2	2,0	-	-	5,2	5,1
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali											
2016 4° trim.	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
2017 1° trim.	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,5	-	-
2° trim.	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
3° trim.	0,6	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali											
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 4° trim.	1,9	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 1° trim.	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,2	-	-
2° trim.	2,4	2,2	1,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
3° trim.	2,6	2,3	1,1	0,2	0,9	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.
1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell' area dell'euro.
2) Incluse le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2014	9.123,0	152,0	1.782,5	461,6	1.720,2	418,4	458,0	1.050,1	980,8	1.777,4	322,0	1.034,6
2015	9.443,2	153,8	1.899,9	468,7	1.782,7	433,1	464,2	1.073,0	1.025,7	1.811,4	330,6	1.072,0
2016	9.680,3	151,4	1.936,5	489,3	1.831,2	451,3	454,0	1.100,2	1.070,7	1.857,6	338,1	1.108,5
2016 4° trim.	2.443,5	38,6	489,6	123,8	463,0	114,5	112,2	277,5	270,7	468,6	85,1	282,1
2017 1° trim.	2.464,6	40,0	490,8	126,1	469,1	114,8	112,5	279,7	275,1	470,9	85,5	283,0
2° trim.	2.492,1	39,8	498,0	128,0	475,7	116,4	112,5	282,1	278,9	474,4	86,2	286,6
3° trim.	2.516,6	40,3	504,6	129,5	479,9	117,2	113,0	284,5	282,5	478,1	87,0	288,2
	in percentuale del valore aggiunto											
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)											
	variazioni percentuali sul trimestre corrispondente											
2016 4° trim.	0,6	-1,0	1,2	0,5	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,2	1,0
2017 1° trim.	0,7	1,9	0,0	1,5	1,1	1,0	-0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,4
2° trim.	0,7	-0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,5	0,2	0,9	0,5	0,5	0,8
3° trim.	0,7	-0,2	1,3	0,4	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,2
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
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	3,1	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,1	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 4° trim.	1,9	-2,7	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,7	1,6	0,9	2,5
2017 1° trim.	2,0	0,4	1,8	2,6	2,7	4,4	-0,6	1,2	3,5	1,3	1,0	2,6
2° trim.	2,4	0,0	3,0	3,2	3,1	4,7	-0,1	1,2	3,1	1,5	1,2	2,8
3° trim.	2,6	0,2	3,6	3,1	3,3	3,6	0,0	1,6	3,9	1,5	1,6	2,3
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali											
2016 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.	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	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	-
3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
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 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.	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	-
2° trim.	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
3° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione [1)]

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	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
percentuale sul totale delle persone occupate													
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	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 4° trim.	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 1° trim.	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
2° trim.	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
3° trim.	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 4° trim.	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 1° trim.	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
2° trim.	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
3° trim.	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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 4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 1° trim.	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
2° trim.	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
3° trim.	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.
1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni [1]	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro [1]	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti [2]
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro 1)	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,635	11,6	6,1	15,212	10,4	3,423	23,8	9,932	11,5	8,703	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,152	22,3	9,260	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,877	4,3	16,230	10,0	5,0	13,280	9,0	2,951	20,9	8,473	9,7	7,757	10,4	1,7
2016 4° trim.	162,300	4,2	15,753	9,7	4,9	12,882	8,7	2,871	20,4	8,241	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 1° trim.	161,635	4,3	15,385	9,5	4,8	12,636	8,5	2,750	19,6	7,977	9,1	7,409	9,9	1,9
2° trim.	162,214	4,2	14,845	9,1	4,5	12,147	8,2	2,698	19,1	7,698	8,8	7,147	9,5	1,9
3° trim.	.	.	14,561	9,0	.	11,891	8,0	2,670	18,8	7,554	8,6	7,006	9,3	1,9
2017 mag.	-	-	14,869	9,2	-	12,162	8,2	2,708	19,2	7,710	8,8	7,159	9,5	-
giu.	-	-	14,689	9,0	-	12,011	8,1	2,678	19,0	7,631	8,7	7,057	9,4	-
lug.	-	-	14,688	9,0	-	12,019	8,1	2,669	18,9	7,615	8,7	7,072	9,4	-
ago.	-	-	14,562	9,0	-	11,887	8,0	2,676	18,8	7,565	8,6	6,997	9,3	-
set.	-	-	14,432	8,9	-	11,766	7,9	2,666	18,7	7,483	8,5	6,949	9,2	-
ott.	-	-	14,344	8,8	-	11,687	7,9	2,657	18,6	7,456	8,5	6,888	9,2	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.
1) Non destagionalizzati.
2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vancanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale.

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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	83,5	-1,5	-2,2	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 mag.	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
giu.	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
lug.	111,9	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7
ago.	113,1	6,7	-	-1,2	-1,7	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
set.	114,1	8,0	83,8	-1,1	0,4	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
ott.	114,6	8,2	-	0,1	1,6	4,2	16,3	-	60,1	61,0	56,2	57,5

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	94,4	1,0	1,9	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	132,4	2,9	7,1	1,6
2015	12,3	93,7	1,5	2,2	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	134,3	4,4	4,7	2,4
2016	12,1	93,3	1,9	1,9	5,5	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,2	1,9
2016 3° trim.	12,2	93,4	1,5	2,2	5,8	4,1	4,0	33,5	7,7	133,6	4,0	6,3	1,9
4° trim.	12,1	93,3	1,5	1,9	5,2	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,4	1,9
2017 1° trim.	12,1	93,0	1,5	1,9	10,8	4,7	4,6	33,5	7,3	133,7	4,4	9,9	2,3
2° trim.	12,1	93,1	1,4	1,9	5,5	4,9	4,9	33,3	6,7	132,9	4,2	8,6	2,2

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

3 Attività economica

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

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

		Conto corrente											Conto Capitale [1]	
		Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari			
		Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	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
	3° trim.	969,3	866,4	102,8	566,3	475,4	210,9	188,9	166,2	134,5	25,8	67,5	5,8	4,6
2017	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.	319,9	289,3	30,6	185,1	158,7	70,0	62,5	56,3	44,7	8,5	23,5	2,4	1,4
	ago.	323,2	288,7	34,5	187,4	158,1	70,0	62,8	56,9	46,5	8,9	21,3	1,7	1,3
	set.	326,1	288,4	37,8	193,8	158,7	70,9	63,6	53,0	43,3	8,4	22,8	1,7	1,9
		transazioni cumulate su 12 mesi												
2017	set.	3.834,9	3.488,5	346,4	2.232,7	1.890,7	824,2	762,2	669,7	576,3	108,2	259,3	29,6	49,1
		transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL												
2017	set.	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	6,9	6,1	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro [1]: in valore e in volume per categoria di prodotti [2]

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

		Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
		Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
					Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2016	4° trim.	2,3	2,5	525,4	245,2	109,4	157,4	440,1	462,7	257,5	75,7	119,7	336,5	50,1
2017	1° trim.	10,9	13,8	539,5	258,5	110,1	161,1	449,5	485,8	279,3	78,4	120,1	344,3	59,9
	2° trim.	5,3	9,7	545,1	257,1	112,4	163,0	455,5	486,2	275,5	79,5	123,4	352,0	52,1
	3° trim.	6,1	7,6	547,4	.	.	.	458,5	483,2	.	.	.	351,3	.
2017	apr.	-1,7	4,4	180,0	85,5	36,7	53,7	149,7	161,6	92,0	26,9	40,2	116,5	17,9
	mag.	13,7	18,1	184,1	86,9	38,5	55,4	154,5	165,3	93,9	26,7	42,2	119,7	17,6
	giu.	4,2	6,7	181,0	84,6	37,3	53,9	151,3	159,3	89,7	25,9	41,0	115,9	16,6
	lug.	6,1	8,9	178,9	83,7	36,4	54,2	149,6	160,8	90,1	26,2	40,8	117,1	15,8
	ago.	6,8	8,8	183,2	86,2	37,9	55,5	153,9	162,2	91,3	27,0	41,1	119,1	15,9
	set.	5,6	5,1	185,3	.	.	.	155,0	160,2	.	.	.	115,1	.
		Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2016	4° trim.	1,6	1,0	120,5	118,2	119,4	124,9	120,1	110,1	109,2	108,3	112,0	112,8	104,4
2017	1° trim.	6,4	3,1	121,1	121,6	119,1	124,5	120,6	110,3	111,3	108,2	110,0	112,3	109,6
	2° trim.	1,5	2,0	122,6	121,5	121,7	125,7	122,1	112,5	112,9	110,3	114,3	115,4	104,4
	3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017	mar.	9,2	6,0	122,6	122,7	122,1	126,1	122,5	110,7	111,9	106,5	113,0	112,7	103,6
	apr.	-6,0	-5,2	121,2	120,7	118,7	124,5	120,3	110,6	111,3	109,0	111,3	113,5	102,4
	mag.	8,9	9,6	123,6	122,9	124,5	127,2	123,7	114,7	115,1	112,7	116,8	117,8	104,8
	giu.	1,8	1,6	123,0	121,0	122,0	125,5	122,4	112,2	112,3	109,1	114,8	114,8	106,0
	lug.	3,6	3,4	121,5	119,5	118,3	126,5	120,9	113,2	113,1	109,9	113,6	115,6	101,3
	ago.	4,8	4,8	124,8	123,0	124,7	130,1	124,9	115,3	115,2	116,7	114,9	119,4	98,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)[2)]						Per memoria: prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,6	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	-0,3	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	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	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,4	0,1	-0,9	0,4	1,5	1,1
2017 giu.	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,4	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	0,3	0,0	-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.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0
ott.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,0	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,2	1,4	1,1
nov. [3)]	102,3	1,5	0,9	.	1,2	0,2	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	.	.

	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 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
ott.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
nov. [3)]	2,2	2,1	2,4	.	0,4	4,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni [1]										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali [2]	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali [2]
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	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	1,6	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	3,2	5,7
2016 4° trim.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,2	3,7	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	3,8	.
2° trim.	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,0	.
3° trim.	104,4	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,2	1,9	.	.
2017 mag.	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,7	-	-	-
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	2,2	2,0	2,7	1,0	2,2	3,2	0,2	1,9	-	-	-
ago.	104,3	2,5	2,7	2,2	2,9	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-
set.	104,8	2,8	2,9	2,2	3,3	1,0	2,2	3,1	0,3	4,3	-	-	-
ott.	105,2	2,5	2,5	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [1]	Importazioni [1]		Ponderati in base alle importazioni [2]			Ponderati in base all'utilizzo [2]		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2014	104,5	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	0,9	0,7	0,7	0,9	-0,2	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 1° trim.	107,4	0,7	1,5	1,5	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2° trim.	107,8	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
3° trim.	108,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,7	1,8	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
2017 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,1	8,9	2,0	-4,4	10,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-9,0	12,3	1,0	-8,1	13,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,2	12,0	5,2	-1,2	13,2
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,5	3,4	0,2	-3,8	4,9

Fonti: Eurostat, eleborazioni della BCE e Bloomberg (col. 9).
1) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.
2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi
(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	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	6,8	3,2	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 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	6,1	8,0	4,3	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
ott.	8,7	8,4	8,6	7,8	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
nov.	11,1	7,5	8,2	7,9	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1

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.	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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2014	104,4	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	0,0	1,7	4,3	0,7	1,2	1,7
2016 3° trim.	106,1	0,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	-0,3	2,3	4,9	0,9	1,1	1,6
2017 1° trim.	106,3	1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,4	1,9	4,3	1,8	1,4	1,6
2° trim.	106,5	0,9	1,3	-0,1	0,6	0,1	0,4	1,1	5,6	2,6	1,4	1,9
3° trim.	106,7	0,9	0,9	-0,5	1,0	0,6	1,6	0,1	3,6	2,1	1,1	1,2
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	0,8	1,9	0,9	1,6	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	2,0
2016	109,5	1,3	0,5	1,4	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,5
2016 3° trim.	110,3	1,4	0,7	1,6	1,3	1,6	0,7	2,1	3,4	0,9	1,4	2,0
4° trim.	110,7	1,5	-0,2	1,6	1,4	1,4	0,8	1,8	3,6	2,1	1,6	1,6
2017 1° trim.	111,1	1,7	0,7	1,7	2,3	1,4	1,6	1,7	4,8	2,4	1,8	1,4
2° trim.	111,6	1,7	1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	1,1	3,1	2,8	1,6	0,7
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	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,4	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2
2016 3° trim.	104,0	0,6	-2,8	2,0	1,3	0,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,3	0,4
4° trim.	104,1	0,5	-0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	-0,1	-0,6	0,3	0,1	-0,1
2017 1° trim.	104,3	0,7	-0,6	1,9	1,7	1,3	1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,3	-0,6
2° trim.	104,6	0,8	0,4	2,3	0,9	1,3	0,5	0,9	-0,4	0,6	0,4	-0,4
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	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,0	1,7	3,4	0,7	1,5	1,7
2016 3° trim.	112,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9	1,3	2,1	4,2	1,0	1,8	2,4
4° trim.	112,5	1,6	0,3	1,4	1,1	1,6	0,9	1,5	3,6	2,1	1,9	1,6
2017 1° trim.	112,9	1,7	1,9	1,4	2,0	1,5	1,9	2,4	5,2	2,5	1,9	1,2
2° trim.	113,3	1,5	0,4	1,3	1,3	1,7	2,3	0,9	3,2	2,7	1,7	0,1
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	0,9	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,6	0,3	1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,3	0,0
2016 3° trim.	106,2	0,9	-1,7	1,8	1,7	0,8	1,6	-0,4	-1,4	0,2	0,7	0,7
4° trim.	106,2	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,5	-0,4	-1,1	0,6	0,4	-0,1
2017 1° trim.	106,5	0,9	0,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	-0,6	0,2	0,5	-0,5
2° trim.	106,6	0,8	0,4	1,8	0,7	1,2	1,0	0,8	-0,4	0,7	0,5	-0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari [1)]

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

		M3											
		M2							M3-M2				
		M1			M2-M1								
		Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							Consistenze						
2014		970,1	4.975,6	5.945,7	1.585,7	2.147,6	3.733,2	9.678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10.339,8
2015		1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016		1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2016	4° trim.	1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2017	1° trim.	1.087,2	6.292,0	7.379,1	1.304,7	2.181,3	3.486,0	10.865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11.571,3
	2° trim.	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
	3° trim.	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
2017	mag.	1.092,5	6.374,4	7.466,9	1.267,6	2.190,1	3.457,7	10.924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11.599,4
	giu.	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
	lug.	1.095,0	6.468,2	7.563,2	1.245,9	2.200,4	3.446,3	11.009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11.673,9
	ago.	1.099,6	6.528,0	7.627,6	1.239,0	2.205,0	3.444,0	11.071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11.740,0
	set.	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
	ott.[p)]	1.110,0	6.591,1	7.701,2	1.216,1	2.215,4	3.431,5	11.132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11.804,0
							Transazioni						
2014		59,6	376,6	436,2	-88,4	3,7	-84,7	351,5	3,8	11,8	12,8	28,3	379,8
2015		66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016		37,5	542,0	579,5	-105,8	16,0	-89,8	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,9	539,5
2016	4° trim.	8,2	171,4	179,6	-53,4	4,0	-49,4	130,2	-7,6	20,6	3,2	16,2	146,4
2017	1° trim.	12,1	166,4	178,5	-21,5	5,5	-16,0	162,5	4,1	8,5	4,0	16,5	179,0
	2° trim.	7,8	152,4	160,2	-37,1	12,5	-24,6	135,5	-5,6	-17,5	-18,4	-41,5	94,0
	3° trim.	9,0	157,8	166,8	-32,7	10,8	-22,0	144,8	-1,1	17,0	-0,2	15,7	160,6
2017	mag.	1,4	48,0	49,4	-9,2	5,1	-4,0	45,4	-0,1	0,1	0,6	0,6	46,0
	giu.	2,5	54,2	56,7	-8,6	4,2	-4,5	52,2	-3,5	-5,7	-0,5	-9,7	42,5
	lug.	0,1	49,5	49,6	-10,0	3,0	-7,0	42,6	-1,6	4,3	1,5	4,2	46,8
	ago.	4,6	63,3	67,9	-5,9	4,6	-1,3	66,5	4,5	2,8	-5,5	1,8	68,4
	set.	4,3	45,1	49,3	-16,8	3,2	-13,6	35,7	-3,9	9,9	3,7	9,7	45,4
	ott.[p)]	6,2	14,3	20,5	-7,3	7,2	-0,1	20,4	6,4	-1,9	-13,0	-8,5	11,9
							Variazioni percentuali						
2014		6,5	8,4	8,1	-5,2	0,2	-2,2	3,8	3,1	2,8	18,5	4,6	3,9
2015		6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016		3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2016	4° trim.	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	1° trim.	3,7	9,9	8,9	-7,6	0,8	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
	2° trim.	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
	3° trim.	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
2017	mag.	3,9	10,1	9,2	-8,5	1,0	-2,8	5,1	-17,1	7,1	-9,1	1,7	4,9
	giu.	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
	lug.	3,4	10,2	9,2	-9,9	1,2	-3,2	5,0	-18,5	4,3	-17,6	-1,7	4,6
	ago.	3,5	10,6	9,5	-9,2	1,4	-2,7	5,4	-11,3	6,2	-24,0	-0,4	5,0
	set.	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
	ott.[p)]	3,5	10,5	9,4	-9,9	1,8	-2,7	5,4	-0,4	3,7	-26,2	-0,7	5,0

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3 [1)]

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

		Società non finanziarie [2)]					Famiglie [3)]					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [2)]	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche [4)]
		Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Consistenze												
2014		1.864,7	1.366,5	366,5	112,6	19,1	5.556,2	2.749,7	811,9	1.991,5	3,1	851,0	223,4	334,4
2015		1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016		2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2016	4° trim.	2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2017	1° trim.	2.159,7	1.734,4	301,3	117,6	6,5	6.135,9	3.498,1	620,5	2.014,7	2,6	973,0	191,5	392,3
	2° trim.	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
	3° trim.	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
2017	mag.	2.174,1	1.755,0	294,1	118,8	6,2	6.171,9	3.540,9	605,8	2.022,6	2,6	961,7	196,1	400,2
	giu.	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
	lug.	2.193,0	1.777,7	289,8	119,4	6,1	6.205,3	3.578,7	593,1	2.031,3	2,1	978,3	194,8	409,4
	ago.	2.205,8	1.793,1	286,9	120,0	5,7	6.231,9	3.607,3	588,4	2.034,2	2,0	988,5	199,2	417,1
	set.	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
	ott.[p)]	2.228,6	1.822,0	280,4	120,8	5,4	6.293,0	3.674,6	574,1	2.042,2	2,2	950,8	202,6	420,6
		Transazioni												
2014		68,9	90,9	-26,2	1,4	2,7	140,7	208,8	-65,1	-1,2	-1,8	56,8	7,0	22,3
2015		85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016		127,9	151,8	-24,3	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2016	4° trim.	9,8	30,6	-18,9	-1,0	-0,8	70,7	90,4	-23,4	4,6	-0,7	43,1	-7,9	-1,4
2017	1° trim.	83,7	79,7	6,5	-0,7	-1,9	83,5	97,4	-23,6	8,9	0,7	-15,5	-6,4	9,2
	2° trim.	37,7	40,8	-4,8	1,7	0,0	54,9	65,7	-20,4	10,0	-0,3	13,6	5,3	10,6
	3° trim.	35,2	41,0	-6,0	1,3	-1,1	66,0	75,5	-16,8	7,6	-0,3	12,8	4,8	16,1
2017	mag.	16,4	15,7	-0,1	1,4	-0,6	19,0	22,0	-6,1	3,7	-0,5	8,7	-2,6	2,3
	giu.	15,8	15,3	-0,2	0,5	0,2	16,4	20,6	-6,4	2,5	-0,3	10,7	0,3	2,9
	lug.	8,9	11,5	-2,8	0,5	-0,3	15,5	18,7	-5,7	2,7	-0,2	11,5	-1,5	6,4
	ago.	14,5	16,6	-2,4	0,6	-0,4	27,0	28,9	-4,7	2,9	0,0	12,6	4,6	7,7
	set.	11,8	12,9	-0,9	0,2	-0,5	23,4	27,9	-6,4	2,0	-0,1	-11,4	1,7	2,0
	ott.[p)]	8,8	13,9	-6,0	0,7	0,2	37,2	39,0	-8,0	6,0	0,2	-28,2	1,6	1,3
		Variazioni percentuali												
2014		4,0	7,6	-6,5	1,3	15,3	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-36,3	7,1	3,7	7,4
2015		4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016		6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2016	4° trim.	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2017	1° trim.	7,8	11,4	-5,5	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,2
	2° trim.	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
	3° trim.	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
2017	mag.	7,4	10,7	-5,8	0,5	-22,3	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,3	2,7	-9,5	5,2
	giu.	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
	lug.	7,6	10,7	-5,4	1,1	-25,2	4,5	10,1	-12,6	1,4	-29,9	4,4	-9,3	6,6
	ago.	8,1	11,3	-5,1	1,6	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,4	-5,9	8,7
	set.	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
	ott.[p)]	8,3	11,8	-7,2	1,7	-21,7	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,7	4,7	-1,5	7,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro [1)]

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti						Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
					Totale		A società non finanziarie [3)]	A famiglie [4)]	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [3)]	A imprese di assicurazione e fondi pensione		
						Prestiti corretti [2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2014	3.613,5	1.136,1	2.475,2	12.509,1	10.454,5	10.724,6	4.317,2	5.201,5	806,6	129,2	1.282,2	772,5
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2016 4° trim.	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2017 1° trim.	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.967,5	10.751,7	11.045,5	4.332,0	5.456,6	850,3	112,9	1.423,2	792,6
2° trim.	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3
3° trim.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9
2017 mag.	4.475,9	1.066,4	3.395,1	12.977,5	10.747,8	11.060,1	4.338,9	5.472,8	824,5	111,6	1.437,6	792,1
giu.	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3
lug.	4.496,7	1.058,1	3.424,3	12.985,3	10.735,4	11.070,2	4.303,5	5.485,5	832,2	114,2	1.455,2	794,7
ago.	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.991,9	10.761,2	11.083,5	4.304,1	5.507,1	835,4	114,7	1.440,5	790,2
set.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9
ott. [p]	4.557,9	1.044,8	3.499,3	13.070,6	10.837,4	11.154,3	4.330,0	5.534,4	860,9	112,1	1.433,0	800,2
	Transazioni											
2014	73,3	16,7	56,6	-99,8	-47,0	-32,8	-60,6	-14,6	16,3	11,8	-89,7	36,9
2015	295,3	-21,0	316,0	83,0	55,9	77,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,4	233,6	258,0	81,7	119,5	43,6	-11,1	78,7	4,1
2016 4° trim.	152,6	-17,2	170,0	80,6	60,3	68,3	15,4	37,5	4,7	2,7	18,2	2,0
2017 1° trim.	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,5	49,1	20,6	0,2	36,7	10,1
2° trim.	34,6	-5,2	39,8	57,3	26,1	48,3	-1,1	37,8	-10,5	0,0	19,4	11,8
3° trim.	88,7	-10,8	99,6	77,8	79,5	86,6	21,4	44,0	14,7	-0,7	2,1	-3,9
2017 mag.	16,9	-3,2	20,0	29,3	15,2	24,5	8,5	9,3	-0,4	-2,2	13,9	0,2
giu.	-8,5	-2,5	-5,8	28,3	11,6	15,8	-16,7	17,0	10,2	1,1	4,4	12,3
lug.	32,9	-6,0	38,8	34,1	18,2	37,0	11,7	1,6	3,4	1,5	18,1	-2,2
ago.	39,3	-1,3	40,5	18,5	34,2	22,4	5,3	23,7	4,7	0,6	-14,4	-1,2
set.	16,5	-3,5	20,3	25,1	27,2	27,1	4,5	18,7	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
ott. [p]	3,0	-5,7	8,9	47,5	53,3	53,3	27,2	11,1	14,8	0,2	-8,7	2,8
	Variazioni percentuali											
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,7	11,9	-6,6	4,6
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2016 4° trim.	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
2° trim.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
3° trim.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
2017 mag.	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,3	0,3	8,1	3,9
giu.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
lug.	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,6	7,5	5,6
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.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
ott. [p]	7,4	-4,2	11,5	2,9	2,7	2,9	1,7	3,2	4,7	-1,6	4,4	2,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie [2)]					Famiglie [3)]				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti [4)]					Prestiti corretti [4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consistenze					
2014	4.317,2	4.269,8	1.112,3	724,5	2.480,4	5.201,5	5.546,5	563,0	3.861,7	776,9
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2016 4° trim.	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2017 1° trim.	4.332,0	4.333,1	1.005,1	802,6	2.524,3	5.456,6	5.767,6	626,4	4.085,7	744,5
2° trim.	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
3° trim.	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
2017 mag.	4.338,9	4.345,7	1.000,4	804,3	2.534,2	5.472,8	5.790,8	634,8	4.097,0	741,0
giu.	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
lug.	4.303,5	4.325,6	984,4	802,7	2.516,4	5.485,5	5.809,1	639,4	4.112,0	734,0
ago.	4.304,1	4.325,9	980,9	804,9	2.518,2	5.507,1	5.818,8	642,5	4.132,0	732,6
set.	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
ott.[(p)]	4.330,0	4.350,7	990,7	816,4	2.522,9	5.534,4	5.840,2	647,2	4.156,6	730,7
					Transazioni					
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,5	-49,0	-14,6	6,0	-3,0	-2,9	-8,6
2015	-15,0	23,7	-62,1	31,9	15,2	98,5	77,0	21,8	80,2	-3,5
2016	81,7	98,6	-17,3	44,3	54,7	119,5	114,3	23,5	105,2	-9,2
2016 4° trim.	15,4	29,7	-10,6	7,7	18,2	37,5	33,1	9,0	32,2	-3,7
2017 1° trim.	26,5	31,4	6,2	6,4	14,0	49,1	43,4	11,1	38,9	-0,8
2° trim.	-1,1	10,1	-2,8	2,1	-0,4	37,8	40,2	10,5	27,9	-0,6
3° trim.	21,4	33,4	-6,1	17,1	10,4	44,0	35,9	10,9	36,7	-3,6
2017 mag.	8,5	9,2	4,4	1,1	3,1	9,3	15,5	6,5	2,3	0,5
giu.	-16,7	-9,7	-3,9	-2,3	-10,4	17,0	11,7	1,5	15,6	-0,1
lug.	11,7	20,5	-1,1	5,8	7,0	1,6	12,7	4,8	-0,6	-2,6
ago.	5,3	5,3	-1,5	3,4	3,4	23,7	11,9	3,6	20,4	-0,3
set.	4,5	7,5	-3,4	8,0	0,0	18,7	11,3	2,5	16,9	-0,7
ott.[(p)]	27,2	27,6	14,2	4,3	8,7	11,1	12,5	3,1	7,9	0,1
					Variazioni percentuali					
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,6	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2016 4° trim.	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017 1° trim.	1,7	2,4	-2,7	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	6,0	3,3	-1,1
3° trim.	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
2017 mag.	1,6	2,5	-2,6	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	6,0	3,3	-1,1
lug.	1,2	2,3	-2,2	3,7	1,8	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
ago.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
set.	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
ott.[(p)]	1,7	2,9	-0,8	4,5	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali [2)]	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali [3)]	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consistenze					
2014	269,6	7.132,9	2.186,3	92,4	2.392,6	2.461,5	1.386,3	233,4	184,5	139,7
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2016 4° trim.	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2017 1° trim.	308,2	6.881,1	2.031,7	69,3	2.106,5	2.673,6	1.104,0	254,7	183,1	111,8
2° trim.	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
3° trim.	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
2017 mag.	315,5	6.832,1	2.014,7	66,9	2.080,8	2.669,7	1.047,4	246,2	162,4	104,3
giu.	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
lug.	324,7	6.722,5	1.991,0	63,3	2.052,9	2.615,3	1.042,3	196,8	128,1	76,4
ago.	348,3	6.726,5	1.982,2	62,5	2.036,2	2.645,7	1.029,5	252,0	124,4	69,0
set.	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
ott.[p]	341,7	6.697,9	1.961,3	60,8	2.013,3	2.662,5	968,3	246,8	154,2	109,5
					Transazioni					
2014	-3,2	-170,8	-120,8	2,1	-160,1	108,0	238,5	-6,2	0,7	17,8
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-110,2	-70,2	-9,1	-110,5	79,6	-276,2	-72,5	12,8	-12,0
2016 4° trim.	12,1	-6,1	-20,2	-2,2	-12,0	28,3	-42,9	-38,0	-0,2	-7,5
2017 1° trim.	-7,5	-16,2	-16,3	-1,5	-27,3	28,9	-33,6	-31,9	-21,6	-9,1
2° trim.	-2,6	-10,0	-22,1	-2,4	-2,6	17,1	-15,1	4,6	-28,9	-2,1
3° trim.	65,0	-17,4	-22,0	-2,9	-29,7	37,2	24,3	17,5	-13,6	-24,3
2017 mag.	-15,3	9,2	-6,0	-2,4	9,4	8,1	-19,7	13,5	-13,0	0,6
giu.	-9,9	-10,2	-8,9	-0,1	-4,5	3,3	6,6	-3,8	-8,2	5,4
lug.	19,1	-5,6	-8,9	-1,1	0,1	4,3	31,6	-38,4	-26,0	-33,3
ago.	23,5	-0,2	-7,8	-0,8	-9,2	17,5	-13,6	47,5	-3,7	-7,5
set.	22,4	-11,5	-5,3	-1,0	-20,6	15,4	6,3	8,3	16,2	16,5
ott.[p]	-23,5	-13,9	-16,6	-0,7	-8,9	12,3	-63,3	-12,8	13,6	24,0
					Variazioni percentuali					
2014	-1,4	-2,3	-5,1	2,3	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2016 4° trim.	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2017 1° trim.	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
2° trim.	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
3° trim.	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
2017 mag.	3,9	-1,2	-4,3	-11,6	-3,9	3,9	-	-	-23,4	-23,6
giu.	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
lug.	-2,4	-0,8	-4,0	-11,5	-2,8	3,5	-	-	-35,6	-39,5
ago.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
set.	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
ott.[p]	8,6	-1,0	-4,6	-12,6	-3,6	4,1	-	-	-19,6	-17,6

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria:
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	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
						IFM								
	1	2	3	4	5	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		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,8	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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 3° trim.	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
4° trim.	14,1	12,4	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.	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2° trim.	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
2017 mag.	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
giu.	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
lug.	13,9	12,2	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	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	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
ott.	13,2	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,2	1,2

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico								
2013	-3,1	-0,1	-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 13 dicembre 2017.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-008-IT-N (online)

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