



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 3 / 2017





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

EUROSISTEMA

# Bollettino economico



**Numero 3 / 2017**



# Indice

## Aggiornamenti sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	17
5 Moneta e credito	20

## Riquadri

**24**

1 Il programma di acquisto di attività della BCE e i saldi Target: attuazione della politica monetaria e non solo	24
2 I recenti sviluppi in materia di disoccupazione giovanile	30
3 Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro	33
4 Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione	39
5 Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: una panoramica dei fondi erogati e dell'impatto sull'intermediazione bancaria	45

## Articoli

**51**

1 Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale	51
2 Le statistiche armonizzate sui servizi di pagamento nella SEPA	72

## Statistiche

**S1**

# Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

## Sintesi

Le misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a preservare condizioni di finanziamento molto favorevoli, necessarie per assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. I dati pervenuti dopo la riunione del Consiglio direttivo di inizio marzo confermano che la ripresa congiunturale dell'economia dell'area dell'euro si consolida sempre più e che i rischi al ribasso sono diminuiti ulteriormente<sup>1</sup>. Nel contempo, le spinte inflazionistiche di fondo restano moderate e non hanno ancora mostrato segnali convincenti di una tendenza al rialzo. Inoltre, l'attuale variabilità dell'inflazione complessiva evidenzia la necessità di guardare oltre gli andamenti temporanei dello IAPC, che non hanno implicazioni per le prospettive per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Gli indicatori disponibili segnalano una crescita durevole a livello mondiale all'inizio del 2017, mentre è proseguito il recupero del commercio internazionale. La ripresa mondiale si va ampliando, con un incremento dell'espansione che interessa in modo generalizzato diversi paesi. Le condizioni finanziarie a livello internazionale sono rimaste complessivamente favorevoli, nonostante la significativa incertezza sul piano delle politiche. L'inflazione complessiva su scala mondiale è aumentata ancora, trainata principalmente dai prezzi dell'energia. Nondimeno, i corsi del petrolio hanno mostrato di recente una certa variabilità.

Nell'area dell'euro le condizioni finanziarie rimangono molto favorevoli. Se si confrontano gli andamenti osservati nei mercati obbligazionari, azionari e dei cambi tra la riunione del Consiglio direttivo del 9 marzo e quella del 27 aprile emergono, nell'insieme, solo movimenti contenuti.

I dati più recenti, soprattutto i risultati delle indagini congiunturali, suggeriscono che l'espansione economica in atto continuerà a consolidarsi e ad ampliarsi. La trasmissione delle misure di politica monetaria sostiene la domanda interna e agevola il processo di riduzione della leva finanziaria attualmente in corso. La ripresa degli investimenti seguita a beneficiare di condizioni di finanziamento molto favorevoli e miglioramenti della redditività delle imprese. Gli incrementi dell'occupazione, che beneficiano anche delle passate riforme del mercato del lavoro, sorreggono il reddito disponibile reale e i consumi privati. Inoltre, i segnali di un rafforzamento della ripresa e di un aumento dell'interscambio a livello mondiale suggeriscono che la domanda esterna dovrebbe contribuire in misura crescente alla tenuta complessiva dell'espansione economica nell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita economica continua a essere frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali,

---

<sup>1</sup> Sulla base delle informazioni disponibili al momento della riunione del Consiglio direttivo del 27 aprile 2017.

in particolare nei mercati di beni e servizi, e dalle necessità di aggiustamento dei bilanci che persistono in alcuni settori. I rischi per le prospettive di crescita dell'area, pur divenendo più equilibrati, permangono orientati verso il basso e sono connessi principalmente a fattori globali.

L'inflazione è in rialzo rispetto ai livelli molto bassi del 2016, soprattutto per effetto dei più elevati rincari dell'energia. Dopo il 2,0 per cento dello scorso febbraio, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,5 per cento a marzo. Nondimeno, le misure dell'inflazione di fondo si sono mantenute su livelli contenuti e dovrebbero mostrare solo gradualmente una tendenza ascendente nel medio periodo, sostenute dalle misure di politica monetaria, dall'atteso procedere della ripresa economica e dalla corrispondente progressiva riduzione della capacità produttiva inutilizzata.

La crescita dell'aggregato monetario ampio permane vigorosa, mentre prosegue la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato osservata dagli inizi del 2014. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2017 mostra che la domanda netta di prestiti è aumentata e che le condizioni di concessione del credito bancario si sono allentate ulteriormente per tutte le tipologie di prestiti. La trasmissione delle misure di politica monetaria in atto da giugno 2014 continua quindi a sostenere in maniera significativa le condizioni di prestito per famiglie e imprese nonché i flussi di credito nell'intera area dell'euro. Inoltre, secondo le stime, il costo del finanziamento delle società non finanziarie dell'area si sarebbe mantenuto favorevole nei primi mesi del 2017.

Nella riunione del 27 aprile 2017, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti netti di attività, al nuovo ritmo mensile di 60 miliardi di euro, sino alla fine di dicembre 2017 o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Contestualmente agli acquisti netti, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività sarà reinvestito.

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

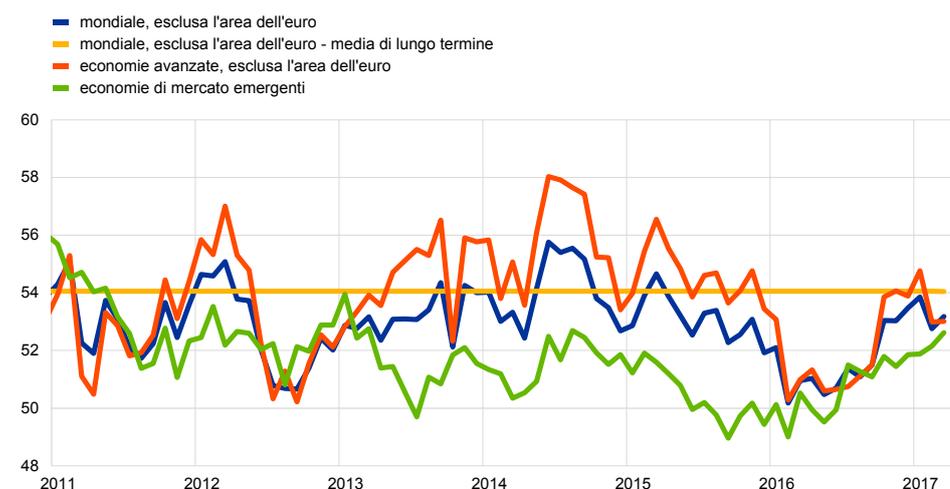
### Le indagini congiunturali mostrano una crescita globale sostenuta nel primo trimestre del 2017.

L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto mondiale, esclusa l'area dell'euro, ha registrato un incremento in marzo (cfr. grafico 1) sospinto dall'aumento della componente del settore dei servizi, mentre il PMI per il settore manifatturiero è rimasto pressoché invariato sui livelli più alti degli ultimi tre anni. Nella media del primo trimestre del 2017 il PMI si è attestato all'incirca sullo stesso valore osservato in quello precedente, segnalando dunque il protrarsi di una robusta dinamica espansiva. L'indice PMI su base trimestrale si è indebolito nel Regno Unito e, in misura minore, negli Stati Uniti, mentre si è rafforzato in Giappone. Per quanto concerne le economie emergenti, il PMI trimestrale è diminuito in Cina ma è migliorato in Russia, India e Brasile, pur mantenendosi al di sotto del livello che indica espansione.

#### Grafico 1

##### PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a marzo 2017.

### La ripresa si sta diffondendo, con un miglioramento generalizzato della dinamica espansiva nei vari paesi.

In effetti, la dispersione fra paesi dei tassi di crescita trimestrali si è notevolmente ridotta nei trimestri recenti. In particolare, l'attività nei paesi esportatori di materie prime si è stabilizzata in seguito al rialzo dei prezzi delle materie prime e anche le temporanee fasi di contrazione causate da fattori interni, ad esempio in Turchia, sembrano aver raggiunto un punto di svolta.

### Le condizioni finanziarie globali permangono sostanzialmente favorevoli.

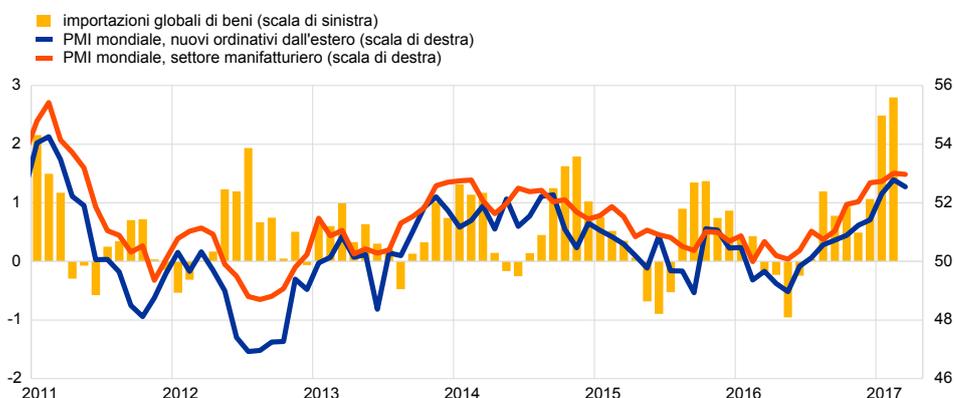
Di recente, i mercati azionari hanno subito una moderazione per via dei timori degli investitori in merito alla capacità della nuova amministrazione statunitense di dare seguito alle dichiarazioni riguardanti le linee di politica economica. Eppure, nonostante l'elevata incertezza su tale aspetto, i mercati finanziari hanno mostrato generalmente una buona tenuta, con un basso grado di avversione al rischio. Il

Federal Reserve System ha aumentato i tassi di interesse di riferimento in occasione della riunione di marzo. Mentre ci si attende che altre principali banche centrali mantengano un orientamento accomodante, anche le aspettative di una certa gradualità dell'inasprimento monetario negli Stati Uniti hanno contribuito a dare slancio ai mercati. In Cina le condizioni finanziarie sono divenute più stringenti per le banche e i rendimenti obbligazionari sono cresciuti, mentre i tassi di riferimento sui prestiti bancari sono rimasti immutati. Le condizioni finanziarie in gran parte delle altre economie emergenti si sono rese più distese in seguito al recupero dei mercati finanziari e, dopo alcune settimane di deflusso, si sono nuovamente registrati afflussi di capitale verso tali economie.

**La ripresa dell'interscambio mondiale è proseguita all'inizio dell'anno.** La crescita delle importazioni globali di beni è salita al 2,8 per cento (sui tre mesi precedenti) in febbraio, il dato più alto in oltre dieci anni (cfr. grafico 2). Questo slancio è perlopiù attribuibile all'andamento delle economie emergenti, con un miglioramento particolarmente marcato nei paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'America latina. Anche gli indicatori anticipatori confermano la tendenza positiva. Il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è aumentato a 52,5 nel primo trimestre del 2017, segnalando una ripresa sostenuta della dinamica dell'interscambio mondiale.

## Grafico 2 Commercio e indagini a livello mondiale

(scala di sinistra: in percentuale sui tre mesi precedenti; scala di destra: indice di diffusione)



Fonti: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2017 per le importazioni globali di beni e a marzo 2017 per il PMI.

**L'inflazione mondiale è cresciuta ancora in febbraio, soprattutto per via dei prezzi dei beni energetici.** Nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo ha raggiunto il 2,5 per cento in febbraio, un livello che non si rilevava da quasi cinque anni. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato all'1,9 per cento registrato in gennaio. In prospettiva, ci si attende che il lento calo della capacità produttiva inutilizzata a livello globale fornisca un apporto in qualche misura favorevole all'inflazione di fondo, mentre l'attuale inclinazione della curva dei contratti future prefigura un'elevata stabilità delle quotazioni petrolifere, indicando un contributo del tutto marginale all'inflazione da parte dei prezzi dei beni energetici.

**Dalla fine dello scorso anno, quando i membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e undici paesi produttori non appartenenti all'OPEC hanno convenuto di ridurre la produzione di greggio, le quotazioni del petrolio di qualità Brent hanno evidenziato oscillazioni comprese tra 49 e 56 dollari al barile.** Sebbene la produzione petrolifera mondiale sia scesa in gennaio, in linea con le aspettative, l'offerta di greggio nei paesi appartenenti e in quelli non appartenenti all'OPEC ha registrato un incremento in febbraio, sollevando timori sull'effettiva attuazione della riduzione della produzione petrolifera. Al tempo stesso, l'aumento delle scorte di greggio e dell'offerta di petrolio da scisti negli Stati Uniti ha gravato ulteriormente sui corsi petroliferi, riportandoli a 50 dollari al barile, lo stesso prezzo di fine novembre 2016. Dall'inizio di aprile, tali quotazioni hanno ripreso a crescere lievemente per effetto di un nuovo calo delle scorte statunitensi e per le interruzioni alla produzione nei maggiori giacimenti libici causate dall'insorgere di rinnovate tensioni geopolitiche. Di recente, hanno inciso sulle quotazioni del greggio anche le aspettative riguardo a un'estensione alla seconda metà del 2017 della riduzione decisa dall'OPEC. Dall'inizio di marzo, i prezzi delle materie prime non petrolifere sono diminuiti all'incirca del 5 per cento (in dollari USA). Questa evoluzione è perlopiù riconducibile a una netta contrazione del prezzo dei minerali ferrosi – dovuta alle cospicue scorte nei porti cinesi – all'attesa moderazione della domanda cinese di acciaio e, in misura minore, al ribasso del prezzo dei beni alimentari. Le quotazioni di altri metalli non ferrosi sono rimaste pressoché stabili.

**Le prospettive per l'attività economica negli Stati Uniti permangono sostanzialmente robuste.** Il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 2,1 per cento nel quarto trimestre del 2016, sospinto in prevalenza dalla spesa per consumi e dagli investimenti privati. I risultati delle indagini congiunturali e i dati effettivi hanno fornito indicazioni contrastanti all'inizio del 2017, con il perdurare di un solido clima di fiducia a livello di consumatori e di imprese a fronte di un indebolimento della produzione industriale, degli ordinativi di beni di investimento non connessi alla difesa ad eccezione degli aeromobili e della spesa per consumi. Tuttavia, alcuni dei fattori che frenano i consumi sono di carattere temporaneo, come le condizioni meteorologiche dalle temperature eccezionalmente elevate che pesano sui consumi di energia e i ritardi nei rimborsi fiscali. Al contempo, le condizioni sul mercato del lavoro hanno continuato a inasprirsi in marzo, con il tasso di disoccupazione che ha raggiunto il 4,5 per cento (al di sotto della stima di piena occupazione del Federal Open Market Committee) e con l'incremento su base annua delle retribuzioni orarie medie pari al 2,7 per cento. In marzo l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) negli Stati Uniti è diminuita al 2,4 per cento, per via soprattutto di un calo della componente energetica. Anche le principali componenti dell'inflazione di fondo si sono contratte, portando il tasso calcolato al netto di alimentari ed energia a scendere al 2,0 per cento.

**L'attività economica in Giappone ha confermato una crescita modesta.** Il PIL in termini reali è salito dello 0,3 per cento su base tendenziale nel quarto trimestre del 2016, con il protrarsi di una dinamica sottotono sia della domanda interna sia delle esportazioni nette. Dopo la debole evoluzione di gennaio, la produzione industriale e le esportazioni in termini reali hanno recuperato e permangono in media su livelli superiori a quelli rilevati nello stesso periodo dello scorso anno. Inoltre, i dati sui consumi privati indicano alcuni timidi segnali di ripresa, sostenuti dall'andamento

del mercato del lavoro; tuttavia, le condizioni tese prevalenti in tale mercato, con un tasso di disoccupazione ai minimi storici dal 1994, non hanno condotto a un'accelerazione della crescita salariale. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita allo 0,4 per cento in gennaio su base congiunturale. Contestualmente, anche la crescita sui dodici mesi dell'IPC al netto di alimentari freschi e prodotti energetici – misura preferenziale dell'inflazione di fondo utilizzata dalla Banca del Giappone – si è rafforzata in qualche misura, collocandosi allo 0,2 per cento.

**Dopo la robusta espansione dell'economia britannica lo scorso anno, gli indicatori recenti segnalano un rallentamento per i primi mesi del 2017.**

Nell'ultimo trimestre del 2016, il PIL in termini reali è salito dello 0,7 per cento su base tendenziale; tuttavia, i recenti indicatori suggeriscono nel complesso che il ritmo della crescita economica si è moderato all'inizio di quest'anno. In particolare, vi sono segnali del fatto che l'aumento dell'inflazione stia deprimendo i redditi reali e i consumi privati. Negli ultimi mesi l'inflazione è stata perlopiù sospinta dalle quotazioni dei beni energetici e dal deprezzamento della sterlina britannica seguito al referendum sull'appartenenza del paese all'Unione europea. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC si è attestata al 2,3 per cento. Il 29 marzo 2017 il governo britannico ha notificato in via ufficiale la sua intenzione di recedere dall'Unione europea, aprendo la strada ai negoziati fra UE e Regno Unito in conformità all'articolo 50 dei Trattati.

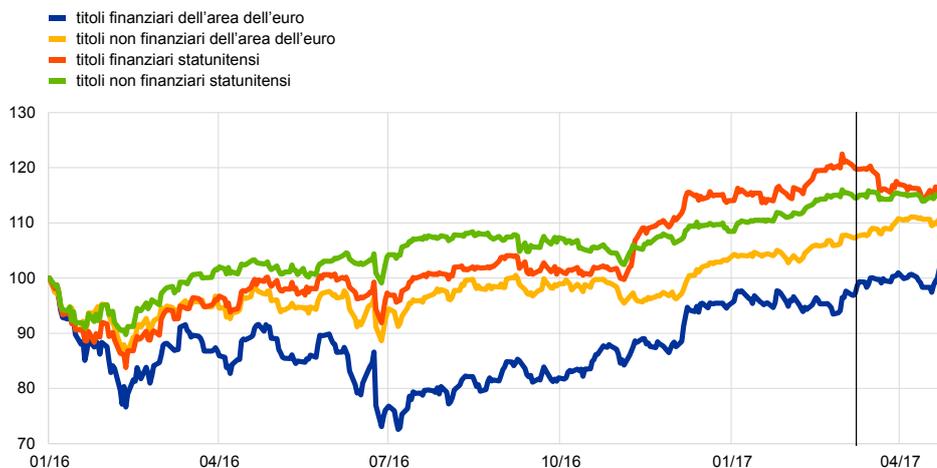
**La crescita dell'economia cinese si è stabilizzata.** Il PIL in termini reali è cresciuto del 6,9 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre dell'anno, un valore di poco superiore a quello registrato nel trimestre precedente. L'espansione dell'attività economica ha tratto beneficio soprattutto dai consumi, mentre il contributo degli investimenti fissi lordi si è portato sul livello più basso dall'inizio del 2015. Nondimeno, lo slancio complessivo osservato nel primo trimestre è stato più debole rispetto all'ultimo trimestre del 2016, e anche più debole di quanto suggerito da alcuni indicatori disponibili (specie per investimenti e costruzioni), forse di riflesso a una stagionalità residua che ha inciso sulla stima per il primo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,8 per cento in febbraio, dal 2,5 di gennaio, dato che i prezzi dei beni alimentari e dei servizi turistici sono diminuiti dopo la festività del Capodanno cinese. Il tasso calcolato al netto di beni alimentari ed energetici ha mostrato una flessione dal 2,2 all'1,8 per cento. Al contempo, l'inflazione alla produzione sui dodici mesi ha registrato un incremento al 7,8 per cento, attribuibile al rincaro di metalli ferrosi e beni energetici. Il minor eccesso di capacità produttiva nell'industria pesante ha dato impulso alle quotazioni delle materie prime, sebbene sia probabile che si tratti di un rialzo temporaneo.

**Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti dagli inizi di marzo.** Il lieve calo registrato nel periodo in rassegna (dal 9 marzo al 26 aprile 2017) ha avuto luogo in un contesto di maggiore incertezza politica legata alle elezioni presidenziali francesi. Di conseguenza, una fase di rendimenti in calo tra la fine di marzo e il giorno precedente la comunicazione dei risultati relativi al primo turno delle elezioni francesi è stata in parte compensata dall'aumento dei rendimenti all'indomani del voto. Nel complesso, il rendimento degli overnight index swap (OIS) decennali dell'area dell'euro è diminuito di 5 punti base, mentre i rendimenti dei titoli di Stato sono calati in media di circa 15 punti base. Nei diversi paesi, le flessioni sono andate da pochi punti base a circa 70 punti, mentre aumenti marginali sono stati osservati in Italia e nei Paesi Bassi. I differenziali rispetto al tasso sulle obbligazioni tedesche decennali è rimasto complessivamente invariato o è lievemente diminuito nella maggior parte dei paesi, ad eccezione di Grecia e Portogallo (dove i cali hanno raggiunto circa 70 punti base) e di Italia e Paesi Bassi (dove gli spread sono aumentati in misura marginale).

### Grafico 3

#### Indici delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(1° gennaio 2016 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati giornalieri. La linea verticale nera indica l'inizio del periodo in esame (9 marzo 2017). L'osservazione più recente si riferisce al 26 aprile 2017.

**Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono salite dagli inizi di marzo.** Alla fine del periodo in rassegna le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro erano salite di circa il 5 per cento rispetto all'inizio del periodo, mentre i prezzi erano aumentati di quasi il 7 per cento per le società finanziarie. Nel complesso, i recenti andamenti positivi del mercato azionario dell'area dell'euro hanno fatto sì che le quotazioni delle azioni bancarie siano salite di circa il 70% dai minimi registrati all'indomani dell'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'UE del giugno 2016 (cfr. grafico 3). Come per le obbligazioni, l'incertezza politica ha inciso anche sull'andamento del mercato azionario dell'area dell'euro: le azioni dell'area hanno registrato oscillazioni in vista dell'esito delle elezioni presidenziali francesi, per

poi segnare un netto rialzo. Dagli inizi di marzo le quotazioni azionarie delle SNF degli Stati Uniti e del Regno Unito sono aumentate molto meno che nell'area dell'euro, mentre sono lievemente diminuite in Giappone. I corsi azionari delle società finanziarie hanno registrato un andamento peggiore rispetto a quelli delle SNF in tutte e tre le aree economiche. Le aspettative del mercato di volatilità delle quotazioni azionarie si sono notevolmente rafforzate nell'area dell'euro a circa il 23 per cento in vista delle elezioni francesi, ma sono tornate ai livelli prevalenti agli inizi di marzo, ossia a circa il 14 per cento, successivamente. Negli Stati Uniti, invece, le aspettative di mercato circa la volatilità dei prezzi azionari sono rimaste sostanzialmente stabili dagli inizi di marzo.

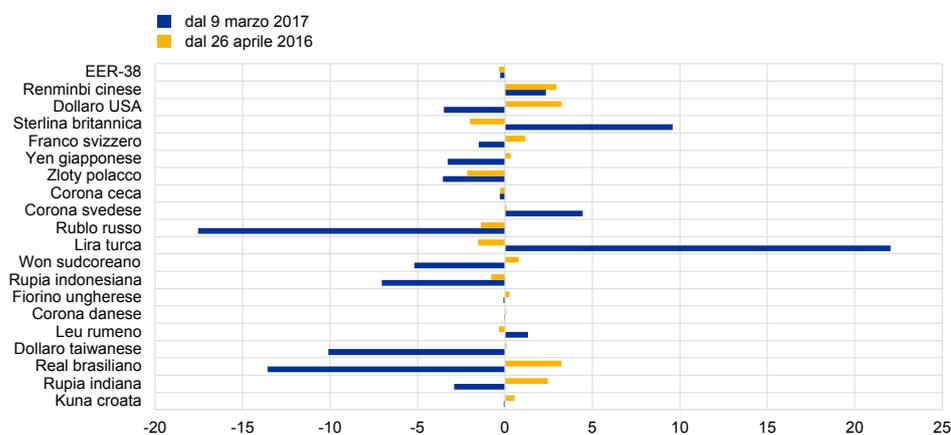
**Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse da SNF si sono ridotti in misura marginale.** Il 26 aprile gli spread sulle obbligazioni investment grade delle SNF (in media per le classi di rating AAA, AA, A e BBB) erano inferiori di 4 punti base rispetto agli inizi di marzo e ancora inferiori di 25 punti base circa rispetto al marzo 2016, quando il Consiglio direttivo aveva annunciato il lancio del programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). I differenziali sulle obbligazioni non investment grade delle SNF e del settore finanziario (che sono escluse dal CSPP) si sono parimenti ridotti nello stesso periodo, di 10 e 4 punti base rispettivamente.

**Sui mercati dei cambi, l'euro ha registrato un lieve deprezzamento su base ponderata per l'interscambio.** In termini bilaterali, dal 9 marzo l'euro si è apprezzato del 3,2 per cento nei confronti del dollaro statunitense e del 2,9 per cento rispetto al renminbi cinese. Questi andamenti sono stati più che compensati da un indebolimento della moneta unica rispetto alle valute di altri principali partner commerciali dell'area. In particolare, l'euro si è deprezzato rispetto alla sterlina britannica (del 2%) nonché nei confronti della maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nel caso della corona ceca, l'euro si è leggermente deprezzato rispetto ad essa (dello 0,3 per cento) in seguito all'abbandono del tasso di cambio minimo della corona (cfr. grafico 4).

#### Grafico 4

##### Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto a specifiche valute

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

**L'Eonia (euro overnight index average) si è mantenuto stabile nel periodo in rassegna a circa -35 punti base.**

La liquidità in eccesso è aumentata di circa 243 miliardi di euro, a circa 1608 miliardi. L'incremento è principalmente ascrivibile all'ultima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine della seconda serie (OMRLT-II), che ha dato luogo a un'immissione netta di liquidità di circa 200 miliardi di euro (cfr. il riquadro 5 in questo numero del Bollettino economico per maggiori informazioni sulle OMRLT). Inoltre, gli acquisti effettuati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie hanno continuato a contribuire all'aumento della liquidità in eccesso.

**La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso di circa 10 punti base in media su tutte le scadenze.**

Un iniziale spostamento verso l'alto della curva, durato fino a metà marzo circa, è stato più che annullato nella parte rimanente del periodo in rassegna. Nel complesso, la curva a termine dell'Eonia per le scadenze superiori a otto anni si è spostata verso il basso di circa 15 punti base, mentre il segmento tre-sette anni è sceso di circa 10 punti base. I tassi a termine sono calati solo più lievemente per le scadenze più brevi. La curva rimane inferiore a zero per quelle anteriori agli inizi del 2020.

### 3 Attività economica

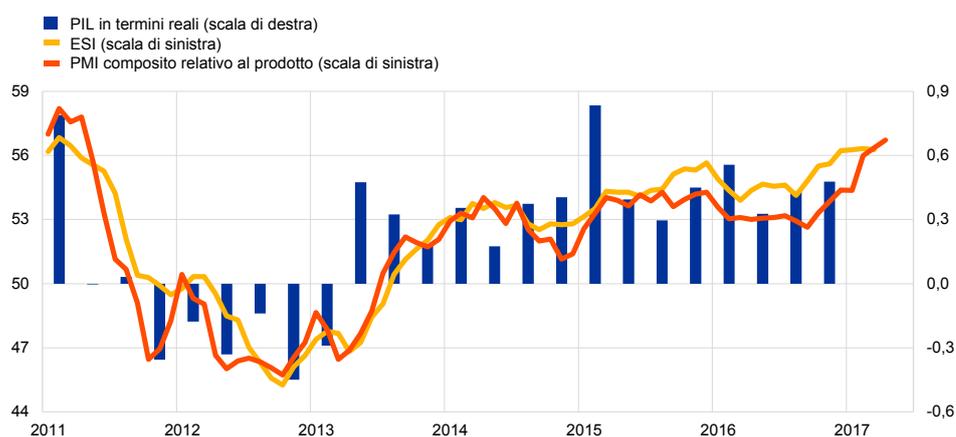
#### L'espansione economica nell'area dell'euro, trainata dalla domanda interna, si sta consolidando e ampliando.

Nel quarto trimestre del 2016 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,5 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 5), grazie al contributo positivo della domanda interna e, in misura inferiore, della variazione delle scorte. Nel contempo l'interscambio netto ha fornito un forte contributo negativo alla crescita del PIL, dal momento che la crescita delle importazioni ha superato significativamente l'incremento delle esportazioni. I più recenti indicatori economici, sia di natura quantitativa sia i risultati delle indagini, continuano ad aumentare e indicano una crescita costante nel primo semestre del 2017, a un tasso approssimativamente analogo a quello osservato nel quarto trimestre dello scorso anno.

#### Grafico 5

PIL in termini reali nell'area dell'euro, indicatore del clima economico (ESI) e componente relativa al prodotto dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI)

(tassi di crescita sul trimestre precedente; indice; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: L'indicatore del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2016 per il PIL reale, a marzo 2017 per l'ESI e ad aprile 2017 per il PMI.

#### La spesa per consumi è cresciuta ancora nel quarto trimestre del 2016, confermandosi un importante fattore trainante della ripresa in corso.

La crescita trimestrale dei consumi privati è aumentata ulteriormente dello 0,5 per cento. Tale miglioramento si è verificato nonostante un incremento dei corsi petroliferi in euro pari quasi al 15 per cento tra il terzo e il quarto trimestre dello scorso anno. Su base annua i consumi sono cresciuti dell'1,9 per cento nel quarto trimestre, dopo l'1,8 per cento nel terzo. Questo lieve incremento è in contrasto con un forte rallentamento del reddito reale disponibile delle famiglie, salito nel quarto trimestre dell'1,1 per cento, in termini tendenziali, dall'1,6 per cento nel terzo trimestre. Questo calo riflette a sua volta l'aumento dell'inflazione sui dodici mesi, misurata dal deflatore dei consumi privati, tra il terzo e il quarto trimestre. Occorre tuttavia tenere presente che l'espansione del reddito, malgrado il recente rallentamento, resta relativamente elevata in termini storici. Nell'attuale ripresa, infatti, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito reale da lavoro delle famiglie, dovuto principalmente alla maggiore occupazione e ai più bassi prezzi del petrolio. Nel terzo

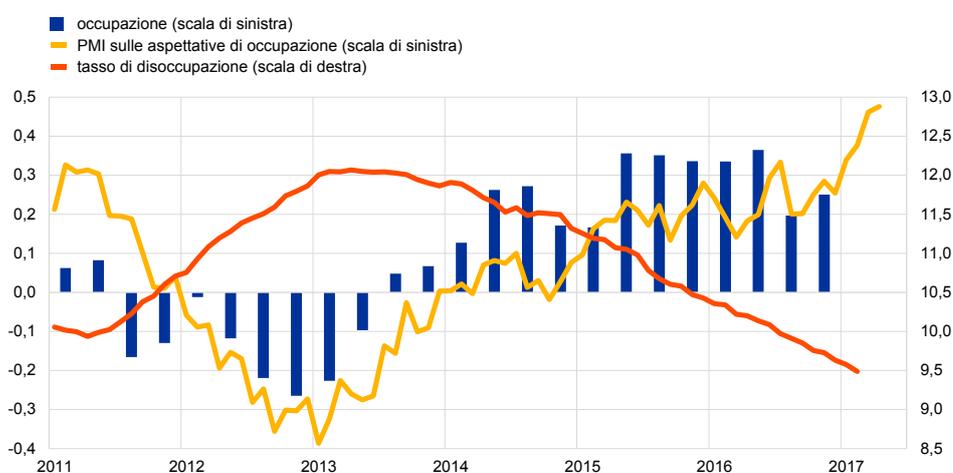
e nel quarto trimestre l'incremento lievemente più elevato dei consumi, unitamente al rallentamento del reddito reale, ha comportato una riduzione del tasso di risparmio delle famiglie.

**I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a migliorare, sostenendo quindi il reddito e la spesa.** Nel quarto trimestre del 2016 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,3 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,2 per cento. Pertanto, pur attestandosi attualmente a un livello del 3,4 per cento superiore all'ultimo minimo toccato nel secondo trimestre del 2013, essa è ancora inferiore di quasi mezzo punto percentuale al picco pre-crisi raggiunto nel primo trimestre del 2008. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso gradualmente al 9,5 per cento a febbraio, collocandosi 2,6 punti percentuali al di sotto del picco post-crisi registrato ad aprile 2013 (cfr. grafico 6) e interessando tutte le fasce di età e le categorie di genere (cfr. anche il riquadro 2). Tuttavia, il livello di sottoutilizzo del lavoro resta elevato e considerevolmente superiore a quello suggerito dal tasso di disoccupazione (cfr. riquadro 3), benché le informazioni ricavate dalle indagini indichino costanti miglioramenti nel mercato del lavoro nel prossimo futuro.

### Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016 per l'occupazione, ad aprile 2017 per l'indice PMI e a febbraio 2017 per la disoccupazione.

**Si prevede che la crescita dei consumi resti robusta.** Dopo il miglioramento verificatosi nel quarto trimestre del 2016, la fiducia dei consumatori è cresciuta ulteriormente nel primo trimestre, registrando livelli ben al di sopra della propria media di lungo periodo e vicini al picco pre-crisi toccato nel 2007. I dati sul commercio al dettaglio (fino a febbraio 2017) e quelli sulle immatricolazioni di nuove autovetture (per l'intero primo trimestre) sono in linea con la crescita positiva della spesa per consumi nel primo trimestre del 2017, che ha mostrato un ritmo analogo a quello osservato nel periodo precedente. Inoltre, il reddito aggregato e la spesa per consumi dovrebbero essere sostenuti anche dall'ulteriore incremento dell'occupazione, emerso dai risultati delle ultime indagini congiunturali. Infine, la

ricchezza netta delle famiglie rispetto al reddito disponibile continua ad aumentare, principalmente per via di plusvalenze legate agli immobili posseduti. Tale andamento dovrebbe quindi continuare a sostenere la crescita complessiva dei consumi.

**La crescita degli investimenti è stata caratterizzata da una decisa ripresa nel quarto trimestre, dopo la debole dinamica del terzo trimestre.** Nel quarto trimestre del 2016 gli investimenti totali sono cresciuti del 3,3 per cento rispetto al trimestre precedente. Ciò riflette un sensibile incremento degli investimenti non legati alle costruzioni, pari al 6,4 per cento, dovuto a un marcato aumento degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, che a sua volta rispecchia la movimentazione di risorse da parte di un numero ristretto di grandi operatori economici in Irlanda. Per contro, nel quarto trimestre si è verificata una lieve contrazione degli investimenti in macchinari e attrezzature. Al tempo stesso, il lieve incremento degli investimenti in costruzioni, pari allo 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente, riassume un aumento degli investimenti in abitazioni, in parte bilanciato da un calo degli investimenti in altri edifici e strutture.

**Le informazioni acquisite suggeriscono che nel primo trimestre del 2017 è proseguita la crescita degli investimenti sia nel settore delle costruzioni sia negli altri settori.** La continua crescita degli investimenti delle imprese è indicata dal livello medio della produzione industriale di beni di investimento a gennaio e febbraio, superiore dello 0,2 per cento a quello del quarto trimestre del 2016. Inoltre, nel primo trimestre il clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è stato, in media, più favorevole rispetto al periodo precedente e la valutazione sull'andamento degli ordini sia totali sia esteri, nello stesso settore, è migliorata, congiuntamente al graduale miglioramento osservato nel contesto esterno. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, i dati sulla produzione mensile indicano una crescita positiva nel primo trimestre del 2017. Inoltre, gli indicatori delle indagini sulla domanda, i giudizi sugli ordini e l'andamento dei permessi di costruire si confermano in linea con la sottostante dinamica positiva nel breve termine.

**La ripresa degli investimenti è attesa continuare anche nel medio termine.** Gli investimenti delle imprese saranno probabilmente sostenuti dalla domanda interna ed estera e da condizioni finanziarie favorevoli, in un contesto contraddistinto da una politica monetaria accomodante. Anche il miglioramento degli utili societari dovrebbe fornire un contributo positivo all'accumulazione di capitale. Quanto agli investimenti in costruzioni, fattori come l'incremento del reddito disponibile delle famiglie e il miglioramento delle condizioni di concessione dei prestiti dovrebbero sostenere la domanda nel settore. I rischi al ribasso sulle prospettive degli investimenti nei settori diversi dalle costruzioni sono legati alle persistenti esigenze di riduzione della leva finanziaria in alcuni paesi.

**I dati mensili sul commercio evidenziano un costante aumento delle esportazioni dell'area dell'euro nel breve termine.** Le esportazioni totali dell'area dell'euro sono cresciute dell'1,8 per cento nel quarto trimestre, grazie principalmente a una ripresa delle vendite di beni, sostenute da un più debole tasso di cambio effettivo dell'euro e da un graduale recupero dell'interscambio mondiale. La dinamica dell'interscambio mensile di beni a gennaio e febbraio indica una prosecuzione del consolidamento delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro nel primo

trimestre del 2017. Lo slancio delle esportazioni (in variazioni percentuali rispetto ai tre mesi precedenti) sembra essere essenzialmente guidato dalla domanda in Asia (inclusa la Cina) e dai miglioramenti registrati in Russia e negli Stati Uniti.

**Si prevede una ripresa delle esportazioni dell'area dell'euro a seguito del consolidamento dell'interscambio mondiale.**

Gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano progressi della domanda estera e i nuovi ordinativi dall'estero sono aumentati. Inoltre, il tasso di cambio effettivo dell'euro si è deprezzato nei primi quattro mesi del 2017 e potrebbe indurre guadagni di competitività degli esportatori dell'area dell'euro. Tuttavia, l'emergere di tendenze protezionistiche a livello mondiale potrebbe comportare rischi al ribasso sulle prospettive della domanda estera e quindi sulle esportazioni dell'area dell'euro nel lungo termine.

**Nel complesso, gli indicatori pubblicati più di recente sono coerenti con il protrarsi della crescita economica nel primo e secondo trimestre del 2017, a un ritmo sostanzialmente pari a quello del quarto trimestre dello scorso anno.**

La produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha mostrato un lieve calo a febbraio 2017, a seguito di un aumento di pari misura nel mese precedente. Di conseguenza, la produzione media in questi due mesi si è collocata all'incirca sullo stesso livello dell'ultimo trimestre del 2016, quando era cresciuta dello 0,9 per cento su base trimestrale. I dati più recenti desunti dalle indagini congiunturali confermano che proseguirà la dinamica positiva nel prossimo futuro. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 55,6 nel primo trimestre del 2017, rispetto a 53,8 nel periodo precedente, prima di salire a 56,7 ad aprile da 56,4 in marzo (cfr. grafico 5). Al tempo stesso l'indicatore di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è passato da 106,9 nel quarto trimestre del 2016 a 107,9 nel primo trimestre del 2017. Entrambi gli indicatori continuano pertanto ad attestarsi su valori superiori alla propria media di lungo periodo, avvicinandosi ai più recenti livelli massimi, raggiunti all'inizio del 2011.

**In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica si consolidi ulteriormente e si ampli.**

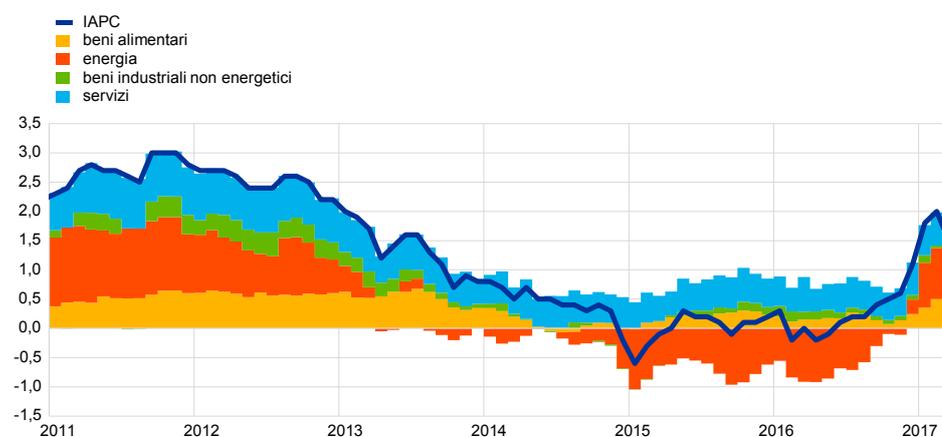
La trasmissione delle misure di politica monetaria sta sostenendo la domanda interna e agevola il processo di riduzione della leva finanziaria in corso. La ripresa degli investimenti continua a beneficiare di condizioni di finanziamento molto favorevoli e di miglioramenti nella redditività delle aziende. Gli incrementi dell'occupazione, legati anche alle passate riforme del mercato del lavoro, forniscono sostegno al reddito disponibile reale e ai consumi privati. Inoltre i segnali di una ripresa globale più forte e di un incremento dell'interscambio mondiale dovrebbero accrescere sempre di più la resilienza dell'espansione economica nell'area dell'euro. Ciononostante la crescita economica continua a essere frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali, in particolare nei mercati dei prodotti, e dalle persistenti esigenze di aggiustamento dei bilanci in diversi settori. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro, pur evolvendo verso una configurazione più equilibrata, restano orientati al ribasso e sono essenzialmente connessi a fattori globali. Secondo i risultati dell'ultima **Survey of Professional Forecasters della BCE**, condotta agli inizi di aprile, le previsioni di crescita del PIL del settore privato sono state riviste al rialzo per il 2017 e il 2018 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, condotta i primi di gennaio.

**L'inflazione complessiva è diminuita a marzo.** Dopo aver raggiunto il 2,0 per cento a febbraio, l'inflazione complessiva è scesa all'1,5 nel mese di marzo (cfr. grafico 7). La flessione è dovuta principalmente ai più bassi tassi d'inflazione delle componenti volatili, energia e beni alimentari non trasformati, nonché alla più contenuta dinamica dell'inflazione misurata al netto dei beni energetici e alimentari.

### Grafico 7

#### 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 a marzo 2017.

**Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste su livelli modesti.** L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari di è scesa allo 0,7 per cento a marzo 2017, dallo 0,9 del mese precedente, il livello più basso registrato negli ultimi due anni. Tale andamento al ribasso è in larga misura imputabile al rallentamento registrato dalle voci legate al comparto ricettivo e dei viaggi della componente dei servizi, per sua natura molto volatile. La decelerazione ha verosimilmente riflesso l'effetto di calendario delle festività pasquali (Pasqua quest'anno è ricorsa in aprile, mentre nel 2016 era stata a marzo), e dunque di natura più transitoria. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energia è rimasta molto al di sotto della propria media di lungo periodo, pari all'1,4 per cento. Inoltre, gran parte delle altre misure dell'inflazione di fondo non ha mostrato alcun segnale di ripresa delle pressioni inflazionistiche di fondo. Questo potrebbe in parte riflettere gli effetti indiretti al ribasso dei precedenti cali dei corsi petroliferi, trasmessi con ritardo, ma anche, in modo più sostanziale, la protratta debolezza delle pressioni dal lato dei costi interni.

**A monte della catena della produzione e della formazione dei prezzi si sono manifestate pressioni interne.** Nelle prime fasi della catena della formazione dei prezzi l'inflazione globale dei prezzi alla produzione (al netto del petrolio) superiore alla media e il pronunciato incremento dei prezzi all'importazione dei beni intermedi suggeriscono un aumento futuro delle pressioni interne. I beni intermedi sono il fattore principale alla base della ripresa della crescita dei prezzi alla produzione per

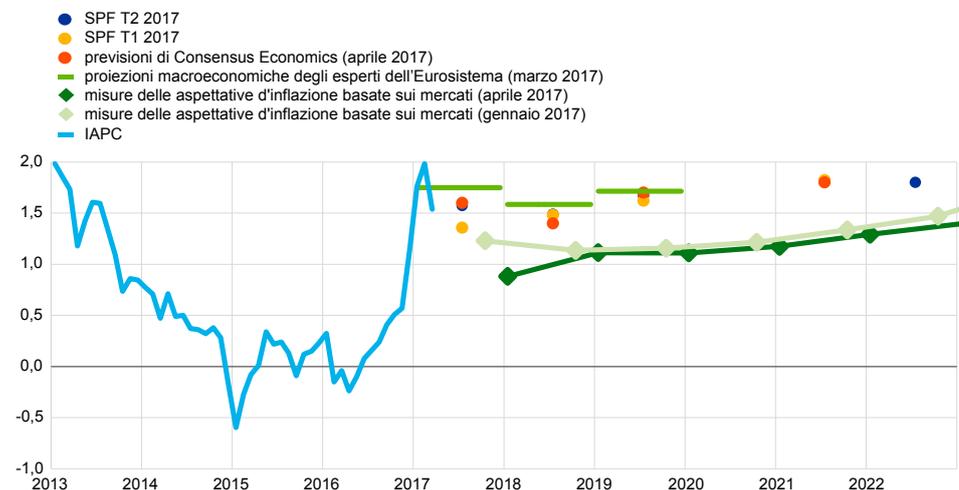
il totale dell'industria (escluse le costruzioni e l'energia) nell'area dell'euro, salita al 2,1 per cento a febbraio 2017 dall'1,5 del mese precedente. Più a valle nella catena di formazione dei prezzi si riscontra un aumento dell'inflazione sui dodici mesi per i prezzi alle importazioni dei beni di consumo non alimentari, saliti ulteriormente dal -0,1 per cento di gennaio allo 0,6 di febbraio, proseguendo la pronunciata tendenza al rialzo iniziata a novembre 2016. Tuttavia, l'inflazione dei prezzi interni alla produzione per i beni di consumo non alimentari è rimasta pressoché invariata stabilizzandosi su valori modesti (0,2 per cento a febbraio), non sostenendo, di conseguenza, l'inflazione dei beni industriali non energetici (cfr. il riquadro 4 intitolato "Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione").

**La dinamica salariale nell'area dell'euro mostra leggeri segni di ripresa, pur rimanendo su livelli bassi.** La crescita tendenziale del reddito per lavoratore dipendente è passata dall'1,3 per cento del terzo trimestre del 2016 all'1,5 per cento del trimestre successivo, ma si conferma ben al di sotto della propria media di lungo periodo (calcolata a partire dal 1999) del 2,1 per cento. Tra i fattori che potrebbero gravare sulla crescita salariale vi è il margine ancora significativo di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole espansione della produttività e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi. Inoltre, il contesto di bassa inflazione degli ultimi anni potrebbe continuare a contribuire a una minore crescita delle retribuzioni attraverso meccanismi formali e informali di indicizzazione orientati al passato.

### Grafico 8

#### Misure delle aspettative d'inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: le misure delle aspettative d'inflazione basate sui mercati sono derivate dai tassi swap zero coupon dell'IAPC (IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi).

**Le misure delle aspettative d'inflazione a più lungo termine desunte dai mercati sono diminuite leggermente, mentre quelle basate sulle indagini sono rimaste stabili.** Dall'inizio di marzo, le misure delle aspettative d'inflazione basate sui mercati sono diminuite per tutte le scadenze (cfr. grafico 8). Il tasso d'inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso intorno all'1,6 per cento (circa 10

punti base al di sotto del livello registrato all'inizio di marzo 2017), mentre le attese di lungo periodo sull'inflazione dell'area dell'euro desunte dalle indagini sono rimaste stabili all'1,8 per cento secondo la Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE per il mese di aprile 2017.

**I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono aumentati**

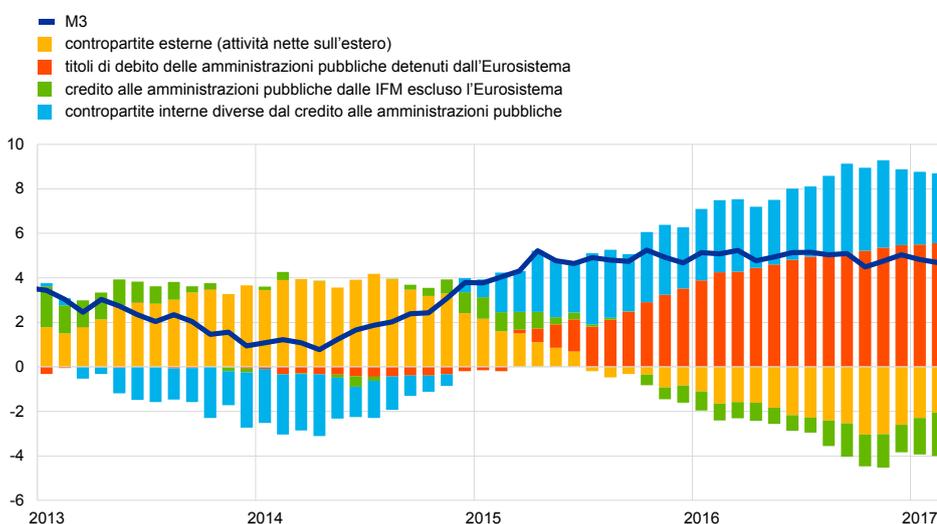
**ulteriormente.** Secondo l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali della BCE, nel quarto trimestre del 2016 i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annuale del 3,8 per cento, in rialzo dal 3,4 per cento del terzo trimestre dello stesso anno, indicando un rafforzamento e un ampliamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

## 5 Moneta e credito

**La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta solida.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto sostanzialmente stabile a febbraio 2017 (al 4,7 per cento dal 4,8 di gennaio), mantenendosi attorno al 5,0 per cento dalla metà del 2015 (cfr. grafico 9). Il basso costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e l'impatto delle misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a sostenere l'espansione di M3. La crescita sui dodici mesi di M1 ha seguito a fornire il principale contributo a quella di M3, con un ritmo che è rimasto stabile a febbraio (all'8,4 per cento).

**Grafico 9**  
M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

### **L'espansione dell'aggregato monetario ampio si conferma trainata dalle**

**fonti interne di creazione di moneta.** Si è protratto l'impatto fortemente positivo degli acquisti di titoli di debito nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi arancioni nel grafico 9). Per contro, il contributo del credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), escluso l'Eurosistema, è rimasto negativo (cfr. gli istogrammi verdi nel grafico 9).

### **Anche le contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche hanno avuto un effetto positivo sull'espansione di M3**

(cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9). Da un lato, ciò riflette la graduale ripresa nella crescita del credito al settore privato. Dall'altro, il valore sensibilmente negativo del tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (escludendo capitale e riserve) ha continuato a sostenere l'espansione di M3. Ciò riflette, in parte, l'andamento piatto della curva dei rendimenti, legato alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, che ha ridotto gli incentivi per gli investitori alla detenzione di depositi e obbligazioni

bancarie a lungo termine. Un ulteriore fattore va ricercato nella disponibilità delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) come alternativa alla raccolta bancaria a più lungo termine basata sul mercato.

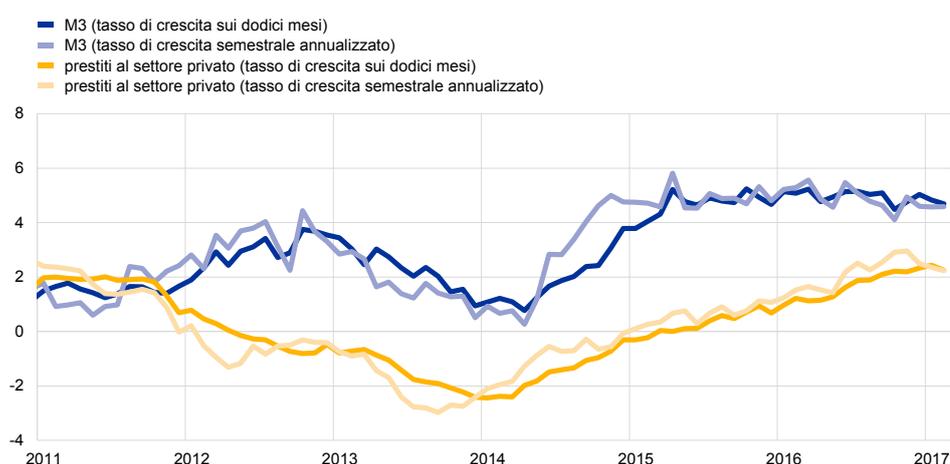
**La posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a esercitare una pressione al ribasso sulla crescita annuale di M3** (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 9). Quest'andamento riflette i continui deflussi di capitale dall'area dell'euro. Tale tendenza è alimentata in misura importante dalla cessione di titoli delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nell'ambito del PSPP da parte dei non residenti.

**Procede la ripresa dell'espansione del credito.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è rimasto sostanzialmente stabile a febbraio (cfr. grafico 10). Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle società non finanziarie (SNF) è lievemente diminuito in tutti i settori, mentre quello dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile. La flessione significativa dei tassi sui finanziamenti bancari osservata nel complesso nell'area dell'euro a partire dall'estate 2014 (grazie, in particolare, alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e i miglioramenti complessivi nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari, hanno favorito il recupero della crescita dei prestiti. Le banche hanno inoltre compiuto progressi nel consolidare i propri bilanci, sebbene il livello dei crediti deteriorati rimanga alto in alcuni paesi, col rischio di frenare la crescita dei prestiti bancari.

### Grafico 10

#### M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: i prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2017.

**Dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2017 si evince che l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta dall'allentamento delle condizioni di affidamento e dalla crescente domanda in tutte le categorie di prestito.** Nel primo trimestre del 2017, i criteri di concessione del credito per i prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un

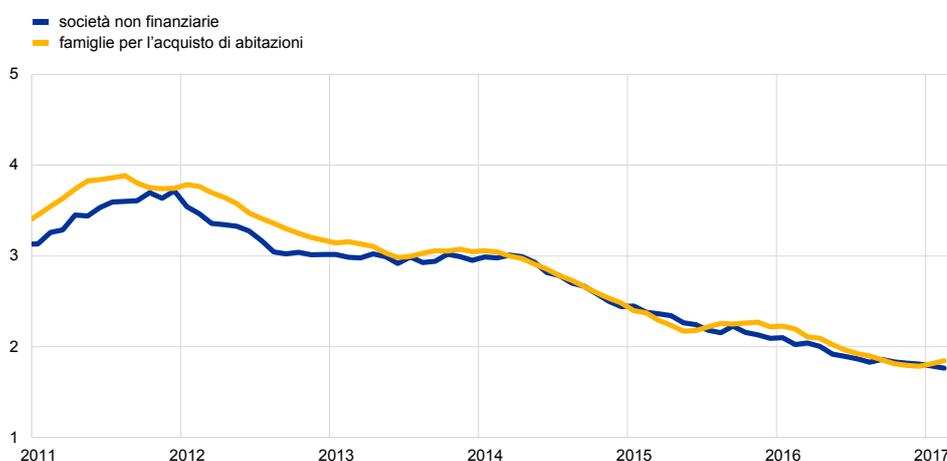
lieve allentamento. Il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (PAA) ha esercitato un effetto di allentamento sulle condizioni e sui termini applicati in tutte le categorie di prestito. Il miglioramento è stato più marcato sui termini e le condizioni che non sui criteri di concessione del credito. Le banche dell'area dell'euro hanno segnalato il contributo del PAA al miglioramento della propria posizione di liquidità e delle proprie condizioni di finanziamento sul mercato e hanno riferito di aver utilizzato la liquidità ottenuta tramite il PAA principalmente per erogare prestiti. In aggiunta, è stato indicato che il valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale esercita un impatto positivo sui volumi di prestiti, ma pesa sul margine di interesse netto delle banche. Le banche hanno inoltre riportato un aumento della domanda netta di prestiti da parte delle famiglie e delle SNF. Tale aumento è stato trainato da una varietà di fattori, in particolare il basso livello medio dei tassi di interesse, l'attività di fusioni e acquisizioni e le prospettive favorevoli del mercato delle abitazioni.

**Il calo dei tassi sui finanziamenti bancari osservato a partire dai primi mesi del 2014 si è appiattito all'inizio del 2017** (cfr. grafico 11). Tra maggio 2014 e febbraio 2017 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie nell'area dell'euro sono diminuiti rispettivamente di 117 e 106 punti base. Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura ben più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato. La riduzione dei tassi sui finanziamenti bancari dei prestiti alle SNF è stata particolarmente significativa nei paesi vulnerabili e ha in tal modo contribuito a mitigare le precedenti asimmetrie nella trasmissione della politica monetaria nei vari paesi. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) si è considerevolmente ridotto nell'area dell'euro. Ciò indica che le piccole e medie imprese stanno generalmente beneficiando del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

### Grafico 11

#### Tassi compositi sui prestiti bancari per SNF e famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: L'indicatore composito del costo dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2017.

**Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF sono rimaste solide nel primo trimestre del 2017.**

Gli ultimi dati resi disponibili dalla BCE mostrano che le emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro sono tornate ad aumentare in gennaio e febbraio 2017, dopo il calo di dicembre 2016, principalmente a causa di fattori stagionali. L'attività di emissione ha continuato a essere sostenuta, tra gli altri fattori, dall'acquisto da parte della BCE di obbligazioni societarie investment grade non bancarie. Stando ai dati preliminari, gli importi emessi sono rimasti consistenti a marzo. L'emissione netta di azioni quotate è stata modesta nei primi mesi del 2017.

**Si stima che il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro si sia mantenuto favorevole nei primi mesi del 2017.**

In base alle stime, nel primo trimestre del 2017 il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF è rimasto pressoché invariato in confronto a dicembre 2016. Il livello osservato a marzo è rimasto solo lievemente al di sopra del minimo storico registrato la scorsa estate. Tuttavia il costo del finanziamento azionario rimane su livelli elevati rispetto al costo del finanziamento tramite debito, principalmente in ragione del premio per il rischio azionario relativamente alto. Per contro, il costo del finanziamento tramite debito ha continuato a scendere negli ultimi mesi, raggiungendo un nuovo minimo storico.

# Riquadri

## 1 Il programma di acquisto di attività della BCE e i saldi Target: attuazione della politica monetaria e non solo

**Il presente riquadro analizza l'aumento dei saldi Target dall'inizio del programma di acquisto di attività (PAA) e spiega perché le dinamiche attuali differiscono da quelle osservate nei precedenti casi di aumento dei saldi<sup>1</sup>.** I saldi Target rappresentano le attività e le passività delle banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro nei confronti della BCE derivanti dai pagamenti transfrontalieri regolati in moneta di banca centrale<sup>2</sup>. Gli afflussi netti di pagamenti verso un paese accrescono la posizione Target attiva (o riducono quella passiva) della BCN, mentre i deflussi netti di pagamenti hanno l'effetto opposto. Sul saldo Target complessivo, pari alla somma di tutti i saldi positivi, incide solo il flusso di moneta di banca centrale tra paesi con saldi positivi e negativi<sup>3</sup>. I flussi transfrontalieri di moneta di banca centrale, rispecchiati dalle variazioni dei saldi Target, sono registrati nella bilancia dei pagamenti dei paesi dell'area dell'euro<sup>4</sup>. In base alla contabilità della bilancia dei pagamenti, tali flussi devono trovare riscontro in altre componenti della bilancia dei pagamenti, quali il conto corrente o i flussi per investimenti di portafoglio.

**Saldi Target significativi possono essere la conseguenza dell'immissione di ingenti quantità di liquidità in eccesso da parte del sistema di banche centrali decentralizzato dell'area dell'euro.** I saldi Target si accumulano quando le riserve della banca centrale create in una giurisdizione affluiscono verso un'altra. Durante la crisi del debito sovrano, vi è stato un aumento della liquidità in eccesso *determinato dalla domanda*, in quanto le banche hanno sostituito con finanziamenti dell'Eurosistema la provvista di mercato che si era prosciugata. Sebbene l'iniziale immissione di liquidità tramite operazioni di rifinanziamento sia stata neutrale ai fini di Target<sup>5</sup>, i saldi Target sono aumentati in quanto tale liquidità è successivamente affluita da paesi vulnerabili ad altri

<sup>1</sup> "Target" sta per "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer": sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento rapido con regolamento lordo in tempo reale. Nel maggio 2008 Target2 ha completamente sostituito il precedente sistema Target quale sistema di regolamento lordo in tempo reale di cui l'Eurosistema è proprietario e gestore. Per maggiore leggibilità, nel presente riquadro si utilizza l'espressione "saldi Target" per descrivere i saldi accumulati in Target e Target2.

<sup>2</sup> Inoltre, hanno parimenti saldi Target la BCE e le BCN dei cinque Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che partecipano a Target2 (Bulgaria, Croazia, Danimarca, Polonia e Romania).

<sup>3</sup> Il saldo Target complessivo aumenta se, su base netta, la moneta di banca centrale è trasferita da un paese con passività a un paese con attività e si riduce se il flusso di quella moneta segue la direzione opposta. Per contro, i flussi tra due paesi con attività (o due paesi con passività) modificano la composizione, ma non il valore del saldo Target complessivo.

<sup>4</sup> Se un paese dell'area dell'euro invia maggiori fondi all'estero tramite Target di quanti ne riceva, a ciò corrisponderà una passività di pari dimensioni della BCN del paese nei confronti della BCE nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti alla voce "altri investimenti della banca centrale nazionale".

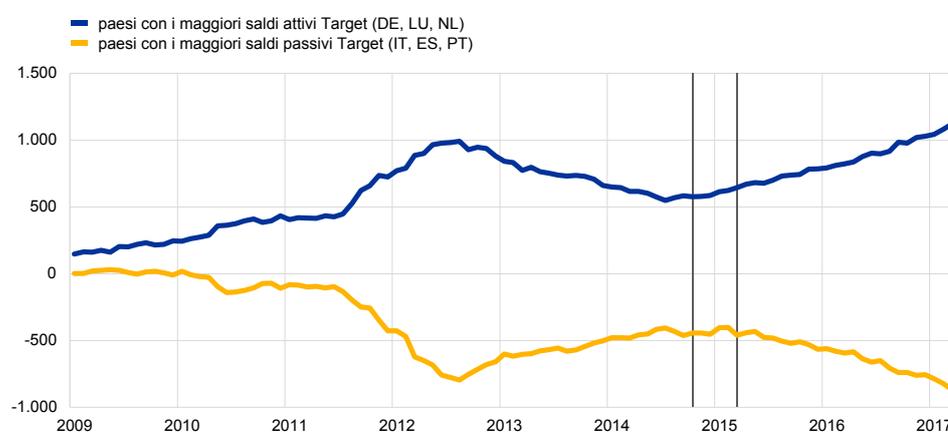
<sup>5</sup> Le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) possono partecipare alle operazioni di rifinanziamento solo tramite la propria BCN. La liquidità è attribuita alle IFM partecipanti tramite un accredito sul loro conto corrente presso la BCN. L'attuazione delle operazioni di rifinanziamento non comporta pagamenti transfrontalieri ed è quindi neutrale ai fini Target.

meno vulnerabili in un contesto di gravi tensioni nei mercati<sup>6</sup>. Dall'inizio del PAA ampliato, tuttavia, il nuovo aumento della liquidità in eccesso è stato prevalentemente *determinato dall'offerta*, in quanto ascrivibile agli acquisti di attività delle BCN e della BCE piuttosto che dal ricorso, dovuto a tensioni, a operazioni di rifinanziamento<sup>7</sup>. Il PAA, e in particolare il Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), dà luogo a saldi Target crescenti (cfr. grafico A) generando ampi flussi di liquidità transfrontalieri. Tali flussi emergono (a) durante l'attuazione del PAA e (b) tramite ulteriori ricomposizioni di portafoglio.

### Grafico A

#### Somma dei saldi Target per le tre BCN con i maggiori saldi attivi e le tre con i maggiori saldi passivi

(miliardi di euro; dati di fine mese)



Fonte: BCE.

Note: i tre paesi con i maggiori saldi attivi Target a fine marzo 2017 erano la Germania, il Lussemburgo e i Paesi Bassi, mentre i tre con i maggiori saldi passivi Target erano l'Italia, la Spagna e il Portogallo (sebbene la passività della BCE sia di fatto maggiore di quella del Portogallo). Le linee verticali nere segnano l'inizio degli acquisti nell'ambito del PAA e del PSPP nell'ottobre 2014 e nel marzo 2015 rispettivamente. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al marzo 2017.

#### La struttura finanziaria dell'area dell'euro contribuisce all'attuale incremento dei saldi Target in quanto i pagamenti transfrontalieri sono una caratteristica intrinseca dell'attuazione decentrata del PAA in un mercato integrato.

L'attuazione del PAA è diversa dalle operazioni di rifinanziamento in quanto può comportare pagamenti transfrontalieri immediati, poiché gli acquisti non sono limitati dalle frontiere nazionali. Anzi, in termini di volume, circa l'80 per cento degli acquisti del PAA ha coinvolto controparti non nazionali e circa il 50 per cento ha interessato controparti residenti al di fuori dell'area dell'euro, molte delle quali sono concentrate

<sup>6</sup> Nell'ambito della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, la domanda di rifinanziamento dell'Eurosistema è stata pienamente soddisfatta fatta salva la disponibilità di garanzie, il che ha consentito una crescita significativa della liquidità in eccesso. Per un approfondimento, si veda l'articolo intitolato *I saldi Target e le operazioni di politica monetaria* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>7</sup> Circa l'85 per cento dell'aumento della liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto denominate in euro tra la fine di febbraio 2015 (ossia prima dell'inizio del PSPP) e il 31 marzo 2017 era dovuto al PAA. Tutto l'incremento del ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema nello stesso periodo riflette la partecipazione alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Tale partecipazione non va interpretata come un'indicazione di un ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema dettato da tensioni, in quanto i costi vantaggiosi di queste operazioni hanno rappresentato un motivo fondamentale di tale partecipazione (si veda, ad esempio, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro del gennaio 2017).

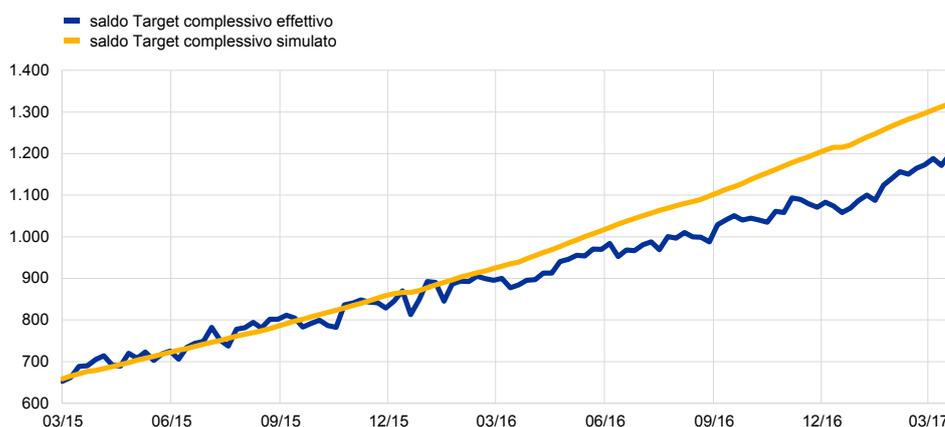
nel Regno Unito<sup>8</sup>. Queste ultime hanno storicamente avuto accesso a Target2 tramite importanti centri finanziari dell'area dell'euro, in particolare la Germania e, in misura minore, i Paesi Bassi<sup>9</sup>. I principali centri finanziari nell'area dell'euro sono sempre stati situati in paesi che, durante la crisi del debito sovrano, sono stati considerati meno vulnerabili<sup>10</sup>. Il regolamento delle operazioni del PAA è quindi associato a flussi transfrontalieri strutturali verso questi luoghi<sup>11</sup>.

**L'aumento del saldo Target totale ha seguito la crescita dei pagamenti transfrontalieri per le operazioni del PAA, a indicazione del fatto che altri flussi finanziari non hanno ulteriormente incrementato il saldo dopo l'attuazione del PAA.** Il grafico B mostra l'evoluzione effettiva del saldo Target totale a fronte di un saldo simulato che illustra il suo andamento qualora i soli pagamenti transfrontalieri nel sistema fossero stati quelli derivanti dall'attuazione del PAA<sup>12</sup>. Il saldo effettivo è

### Grafico B

#### Saldo Target totale dall'avvio del PSPP e saldo simulato

(miliardi di euro, dati settimanali)



Fonti: BCE, Target2 ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il saldo Target simulato è calcolato utilizzando i dati delle transazioni PAA e le informazioni sulle sedi dei conti Target delle controparti del PAA (il saldo della BCE è trattato separatamente dai saldi dei paesi esterni all'area dell'euro). Il saldo simulato mostra l'evoluzione che il saldo Target complessivo avrebbe registrato dal marzo 2015 qualora i soli pagamenti transfrontalieri nel sistema fossero stati i flussi di liquidità dalle banche centrali ai conti Target2 delle controparti dovuti agli acquisti nell'ambito del PAA. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al marzo 2017.

<sup>8</sup> In questo contesto, il termine "non nazionale" si riferisce a una controparte ubicata in un paese diverso da quello della BCN che effettua gli acquisti, incluse le controparti situate in altri paesi dell'area dell'euro. Le controparti non sono necessariamente i proprietari legittimi del titolo, e possono operare come intermediari, detenendo titoli e gestendo operazioni per conto dei proprietari.

<sup>9</sup> Le sedi utilizzate dalle banche esterne all'area dell'euro per partecipare a Target2 sono scelte liberamente. Le banche situate nello Spazio economico europeo (SEE) che sono idonee a divenire controparti dirette in Target2 possono scegliere la BCN con cui intendono aprire un conto Target2, mentre altre banche esterne all'area dell'euro scelgono banche corrispondenti per l'accesso a Target2, spesso sulla base di relazioni di lunga data. I luoghi sono rimasti pressoché invariati da quando Target2 è stato avviato nel 2007-2008.

<sup>10</sup> I dati empirici del sistema di pagamento originario Target indicano che la Germania e il Regno Unito erano i principali centri finanziari ben prima dello scoppio della crisi finanziaria globale (cfr. Cabral, I., Dierick, F. e Vesala, J., "Banking integration in the euro area", *Occasional Paper Series*, N. 6, BCE, 2002). La situazione non è cambiata, ma il Regno Unito non è un partecipante diretto a Target2; la Germania è il luogo principale tramite cui le banche con sede nel Regno Unito accedono a Target2, il che rafforza il ruolo della Germania come importante centro finanziario.

<sup>11</sup> Per ulteriori informazioni sul modo in cui l'attuazione del PAA influenza i saldi Target, si veda il riquadro intitolato *I saldi Target e il programma di acquisto di attività* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

<sup>12</sup> La simulazione è basata su dati a livello di transazione e illustra i pagamenti delle banche centrali che effettuano acquisti sul conto Target utilizzato dalle controparti venditrici.

attualmente inferiore a quello simulato, a conferma che i successivi flussi di liquidità transfrontalieri non stanno dando luogo a incrementi aggiuntivi del saldo Target totale; al contrario suggerisce che vi sono flussi di liquidità transfrontalieri netti che rientrano nei paesi con saldi passivi Target da quelli con saldi attivi.

**I pagamenti relativi alle successive ricomposizioni dei portafogli sono anch'essi influenzati dalla struttura finanziaria e mantengono elevati i saldi Target.** Dall'avvio del PAA, nell'area dell'euro nel suo complesso vi è stata una ricomposizione generalizzata a favore dei titoli di debito di emittenti esterni all'area, ascrivibile in misura significativa ai differenziali di interesse persistentemente negativi tra le obbligazioni dell'area dell'euro e quelle emesse da altre economie avanzate<sup>13</sup>. Gli acquisti netti di titoli di debito di emittenti esterni all'area dell'euro da parte di residenti dell'area in questo periodo sono stati costituiti pressoché esclusivamente da titoli di debito emessi da altre economie avanzate, in particolare dagli Stati Uniti. Questa ricomposizione internazionale dei portafogli avviene di norma tramite operatori situati in grandi centri finanziari dell'area dell'euro, contribuendo in tal modo all'accumulo di riserve in sedi specifiche e alla persistenza di saldi Target<sup>14</sup>. Questo meccanismo è evidente nelle attività nette sull'estero delle IFM di un paese, che rispecchiano le transazioni del settore non bancario con il resto del mondo (cfr. grafico C) e il modo in cui i relativi flussi di pagamento vengono veicolati (cfr. grafico D)<sup>15</sup>. Una scomposizione delle attività nette sull'estero delle IFM per i paesi con i maggiori saldi passivi Target mostra che i flussi di pagamento connessi con la ricomposizione dei portafogli a livello internazionale sono principalmente veicolati tramite Target<sup>16</sup>.

**Dall'avvio del PSPP, l'evoluzione della bilancia dei pagamenti dei paesi dell'area dell'euro con i maggiori saldi attivi Target e di quelli con i maggiori saldi passivi Target è stata notevolmente diversa rispetto a quella osservata durante la crisi del debito sovrano e ha seguito un andamento perlopiù simile nei due gruppi.** Nel periodo da metà 2011 a metà 2012 i paesi con saldi passivi Target hanno registrato un'interruzione improvvisa degli afflussi esteri verso le IFM e i mercati obbligazionari nazionali (cfr. grafico E-a). Al contempo, i residenti nazionali hanno ridotto le loro disponibilità di titoli esteri per rimpatriare liquidità, mentre le IFM nazionali hanno spostato fondi verso depositi esteri. Inoltre, i paesi con saldi passivi Target registravano un disavanzo corrente complessivo. Corrispondentemente, i paesi con saldi attivi Target hanno ricevuto afflussi esteri

<sup>13</sup> Cfr. il riquadro intitolato *Analisi dei deflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

<sup>14</sup> Con riferimento agli investimenti azionari, i dati a livello di paese per le maggiori economie dell'area dell'euro segnalano significativi flussi transfrontalieri all'interno dell'area verso fondi di investimento concentrati nei principali centri finanziari dell'area, in particolare il Lussemburgo.

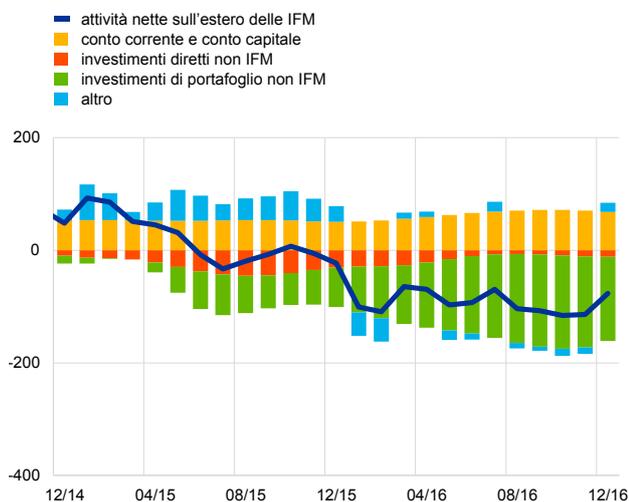
<sup>15</sup> Per ulteriori informazioni sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, cfr. Bê Duc, L., Mayerlen, F. e Sola, P., "The monetary presentation of the euro area balance of payments", *Occasional Paper* della BCE, n. 96, 2008.

<sup>16</sup> I riscontri indicano che ciò avviene indipendentemente dal fatto che il destinatario del pagamento sia o meno un residente nell'area dell'euro. Secondo le statistiche sulle disponibilità di titoli della BCE, nel periodo del PAA, circa metà dell'aumento degli acquisti netti di titoli di debito esteri da parte di residenti nei tre paesi che attualmente hanno i maggiori saldi passivi Target (ossia Italia, Spagna e Portogallo) ha avuto luogo nei confronti di non residenti nell'area dell'euro.

## Grafico C

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti per i paesi con i maggiori saldi passivi Target

(miliardi di euro; flussi su 12 mesi)



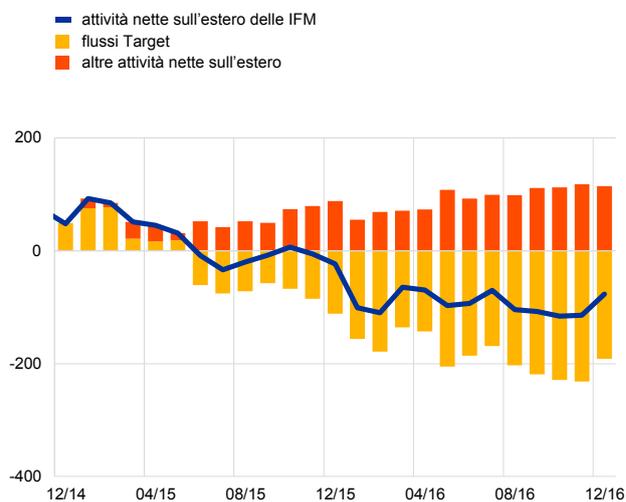
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati aggregati dei tre paesi con i maggiori saldi passivi Target, ossia Italia, Spagna e Portogallo. Le attività nette sull'estero delle IFM a livello di paese consistono nelle posizioni delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro e di quelle nei confronti di residenti di altri paesi dell'area (queste ultime comprendono le posizioni tra BCN, che riflettono principalmente i saldi Target). I flussi Target rappresentano la differenza su 12 mesi nei saldi passivi Target di un paese. I dati settoriali sulla bilancia dei pagamenti sono interpolati a partire dai dati trimestrali. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al dicembre 2016.

## Grafico D

Attività nette sull'estero delle IFM nei paesi con i maggiori saldi passivi Target – scomposizione per canale di intermediazione

(miliardi di euro; flussi su 12 mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati aggregati dei tre paesi con i maggiori saldi passivi Target, ossia Italia, Spagna e Portogallo. Le attività nette sull'estero delle IFM a livello di paese consistono nelle posizioni delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro e di quelle nei confronti di residenti di altri paesi dell'area (queste ultime comprendono le posizioni tra BCN, che riflettono principalmente i saldi Target). I flussi Target rappresentano la differenza su 12 mesi nei saldi passivi Target di un paese. I dati settoriali sulla bilancia dei pagamenti sono interpolati a partire dai dati trimestrali. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al dicembre 2016.

verso le IFM e i titoli domestici, registrando al tempo stesso un avanzo corrente. Dall'inizio del PSPP gli investitori esteri hanno ridotto la loro esposizione ai titoli di debito nei paesi con saldi passivi Target, anche se in misura nettamente inferiore rispetto al periodo della crisi del debito sovrano, e in modo simile ai paesi con saldi attivi Target (cfr. grafico E-b). Inoltre, i residenti di entrambi i gruppi hanno effettuato una ricomposizione dei portafogli a favore di titoli di debito e azionari esteri, registrando al contempo afflussi verso le azioni nazionali<sup>17</sup>. In seguito al processo di aggiustamento esterno nei paesi con saldi passivi Target negli ultimi anni, il conto corrente ha registrato un avanzo dall'inizio del PSPP, cosa che ha continuato a verificarsi nei paesi con saldi attivi Target.

**Nel complesso, i fattori sottostanti alla base dell'attuale incremento dei saldi Target sono di natura intrinsecamente diversa rispetto a quelli di precedenti episodi di saldi in aumento.** L'incremento dei saldi Target nel periodo da metà 2011 a metà 2012 è stato determinato da una sostituzione del finanziamento delle banche da parte del settore privato con quello proveniente dalle banche centrali in un periodo di condizioni di finanziamento bancario tese, evidenziato anche da una serie di dati

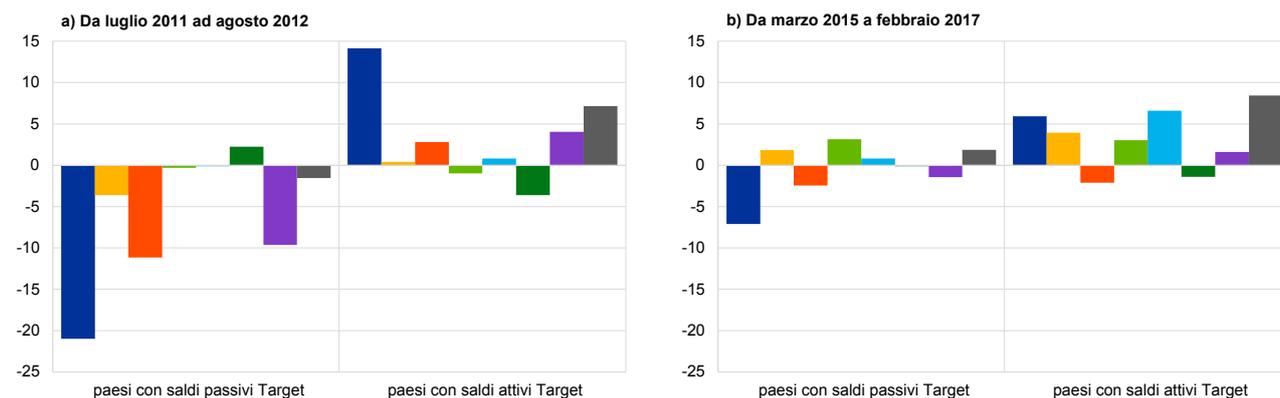
<sup>17</sup> I flussi bancari transfrontalieri sono stati relativamente modesti dall'avvio del PAA e le IFM di entrambi i gruppi hanno lievemente ridotto le loro attività sull'estero in termini di prestiti e depositi. Nei paesi con saldi passivi Target, le IFM hanno registrato una riduzione delle passività bancarie transfrontaliere, mentre queste ultime sono leggermente aumentate in quelli con saldi attivi Target.

## Grafico E

### Variazioni dei saldi Target e specifici andamenti delle bilance dei pagamenti

(in percentuale del PIL; flussi mensili cumulati)

- variazione del saldo Target
- attività del portafoglio obbligazionario
- passività del portafoglio obbligazionario
- attività del portafoglio azionario
- passività del portafoglio azionario
- attività delle IFM (prestiti e depositi)
- passività delle IFM (prestiti e depositi)
- conto corrente



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i paesi con saldi attivi Target comprendono la Germania, il Lussemburgo e i Paesi Bassi. I paesi con saldi passivi Target comprendono l'Italia, la Spagna e il Portogallo. Per le attività, un dato positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di attività estere da parte di residenti. Per le passività, un dato positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di attività nazionali da parte di residenti esteri. Il PIL è convertito a una frequenza mensile.

dei mercati finanziari, bancari e della bilancia dei pagamenti<sup>18</sup>. Per contro, l'attuale aumento dei saldi Target è in gran parte attribuibile all'interazione tra l'attuazione decentralizzata del PAA e la struttura finanziaria dell'area dell'euro.

<sup>18</sup> Cfr. il riquadro intitolato *Cosa determina il nuovo aumento dei saldi TARGET2?*, Rassegna trimestrale BRI, marzo 2017.

**Nel 2013 il tasso di disoccupazione giovanile nell'area dell'euro ha superato il 24 per cento tra i giovani tra i 15 e i 24 anni.** Da allora il tasso di disoccupazione giovanile è diminuito più velocemente del tasso di disoccupazione totale, attestandosi intorno al 21 per cento nel 2016, circa 6 punti percentuali in più rispetto al 2007. In un tale contesto, il presente riquadro illustra alcune delle principali recenti caratteristiche della disoccupazione giovanile nei diversi paesi dell'area.

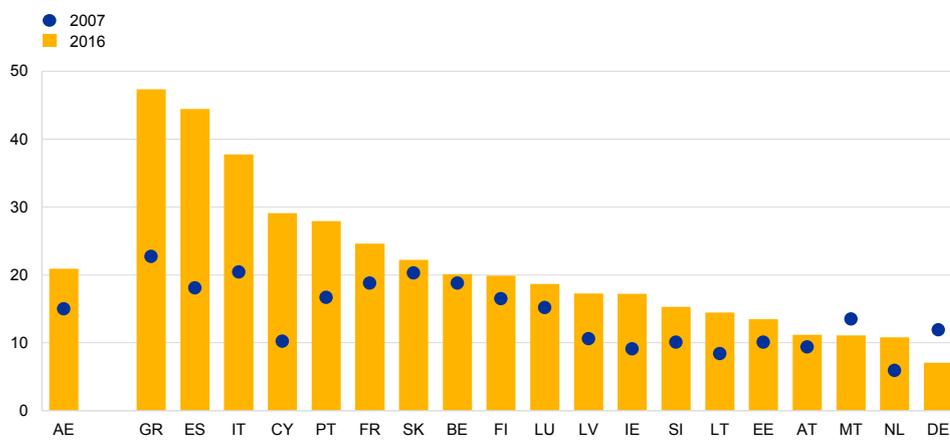
**Un monitoraggio puntuale dell'andamento del tasso di disoccupazione giovanile è necessario in vista dei suoi eventuali effetti di scarring, soprattutto a inizio carriera<sup>1</sup>.** Lunghi periodi di disoccupazione in giovane età possono comportare un aumento del rischio di disoccupazione in futuro, perdite di capitale umano e redditi inferiori. Sebbene il tasso di disoccupazione giovanile sia solitamente più alto di quello totale, le ampie divergenze tra i singoli paesi suggeriscono possibili problemi relativi al funzionamento del mercato del lavoro in alcuni di essi.

**La disoccupazione giovanile nell'area dell'euro è ancora al di sopra dei livelli precedenti alla crisi ma il rapporto tra disoccupazione giovanile e totale è rimasto praticamente invariato.** La disoccupazione giovanile è particolarmente alta in Grecia, Spagna e Italia, a seguito di forti aumenti registrati durante la crisi (grafico A). Tuttavia, nonostante i tassi molto alti di disoccupazione tra i giovani, il rapporto tra disoccupazione giovanile e totale non ha subito variazioni significative tra il 2007 e il 2016, il che suggerisce che la disoccupazione giovanile ha seguito l'andamento della disoccupazione totale (grafico B). Gli altissimi livelli di disoccupazione giovanile raggiunti durante la crisi riflettono quindi sia l'intensità di quest'ultima sia un tasso di disoccupazione tra i giovani relativamente alto già nel periodo precedente alla crisi. A tale proposito, è opportuno osservare l'ampia eterogeneità tra i diversi paesi: nel complesso dell'area dell'euro il tasso

### Grafico A

#### Tasso di disoccupazione giovanile nell'area dell'euro

(percentuali; fascia di età 15-24)



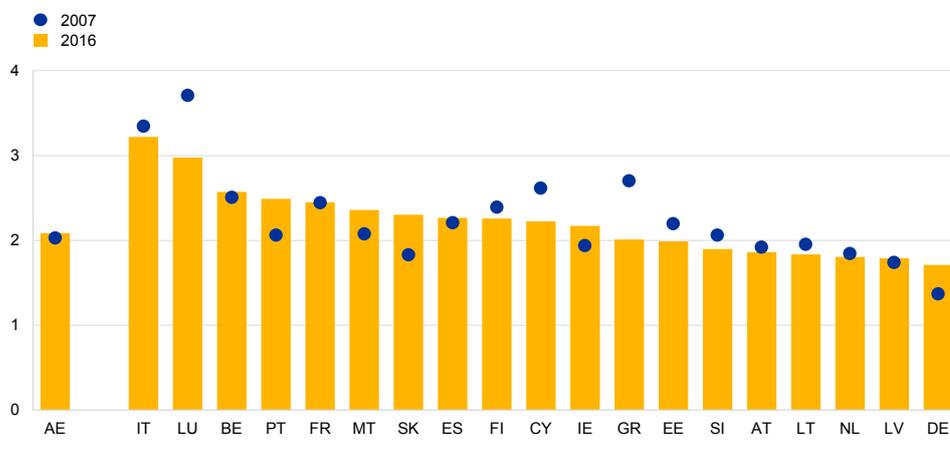
Fonte: Eurostat.

<sup>1</sup> Cfr., per esempio, Arulampalam, W., "Is Unemployment Really Scarring? Effects of Unemployment Experience on Wages", *The Economic Journal*, vol. 111, n. 475, 2011, pagg. 585-686.

## Grafico B

### Rapporto tra tasso di disoccupazione giovanile e tasso di disoccupazione totale

(rapporto; fasce di età: giovani 15-24, totale 15-74)



Fonte: Eurostat.

di disoccupazione giovanile è 2,2 volte più alto del tasso di disoccupazione totale, mentre in Italia e in Lussemburgo è maggiore di oltre tre volte, ed è solo 1,7 volte superiore in Germania.

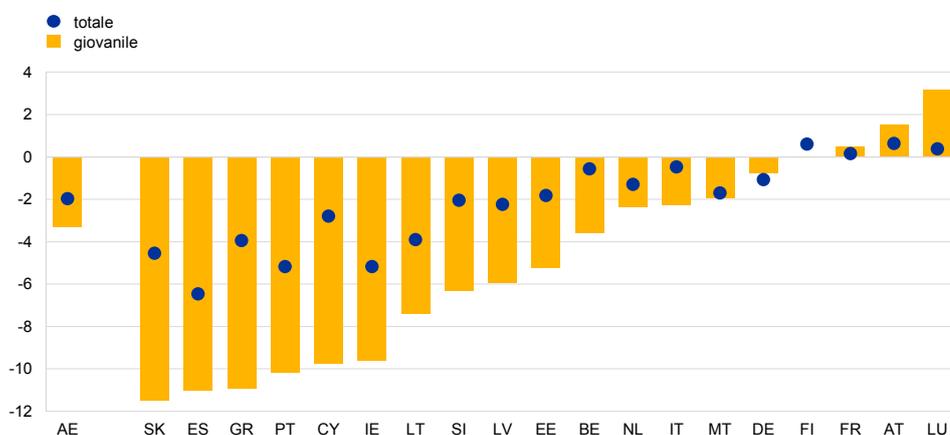
### Il tasso di disoccupazione giovanile sta diminuendo più velocemente rispetto a quello totale, riflettendo una maggiore sensibilità al ciclo.

Tra il 2007 e il 2013 il tasso di disoccupazione giovanile nell'area dell'euro è aumentato di circa 9 punti percentuali. Nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione totale è salito di circa 4,5 punti percentuali (ossia la metà rispetto alla disoccupazione giovanile). Analogamente, durante la ripresa, la disoccupazione giovanile si è ridotta più rapidamente di quella totale. Tra il 2013 e il 2016 il tasso di disoccupazione giovanile è sceso di circa 3,5 punti percentuali, mentre quello totale di circa 2 punti (grafico C). La Slovacchia, la Grecia e la Spagna, seguiti dal Portogallo, dall'Irlanda e da Cipro, sono tra i paesi in cui si è registrata la più significativa contrazione della disoccupazione giovanile. In Grecia

## Grafico C

### Variatione dei tassi di disoccupazione dal 2013

(punti percentuali; fasce di età: giovani 15-24, totale 15-74)



Fonte: Eurostat.

e in Spagna la diminuzione dei tassi di disoccupazione è stata accompagnata da un calo dei tassi di partecipazione<sup>2</sup>.

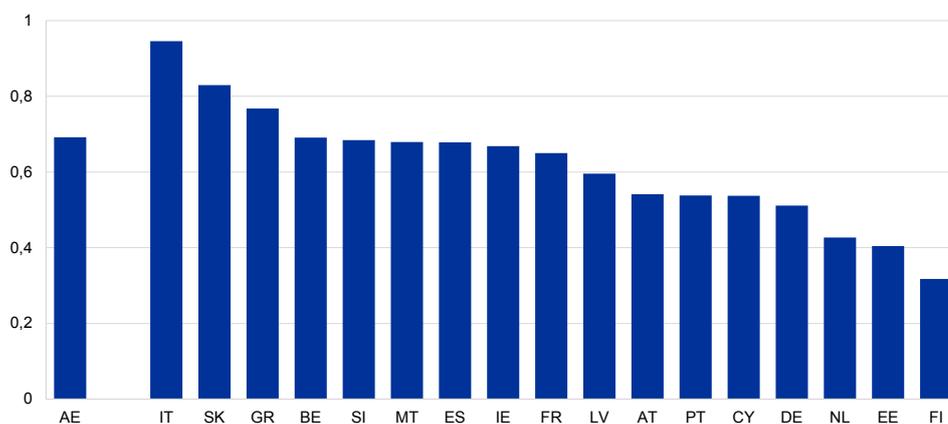
**La percentuale di giovani senza un impiego che restano disoccupati per oltre un anno è inferiore rispetto al totale dei disoccupati nella stessa situazione.**

Come previsto, la percentuale di giovani che restano disoccupati per più di un anno è minore rispetto a quella del totale di disoccupati nella stessa situazione, riflettendo il fatto che i giovani sono più inclini a periodi intermittenti di transizione tra attività e inattività (ad es. per migliorare la propria istruzione o formazione professionale). Tuttavia, in alcuni Paesi tale percentuale di giovani disoccupati è prossima a quella dei disoccupati totali (grafico D).

**Grafico D**

**Rapporto tra tasso di disoccupazione giovanile di lunga durata e tasso di disoccupazione totale di lunga durata**

(rapporto; 2015)



Fonte: Eurostat.

Nota: la disoccupazione di lunga durata si definisce come un periodo di disoccupazione superiore a un anno. Il tasso di disoccupazione di lunga durata è calcolato come percentuale della disoccupazione di lunga durata tra tutti i disoccupati nella rispettiva fascia di età.

**Complessivamente, il rapporto tra disoccupazione giovanile e totale non è cambiato dall'inizio della crisi economica; tuttavia gli alti costi associati alla disoccupazione giovanile indicano la necessità di misure politiche volte a migliorare il funzionamento del mercato del lavoro in alcuni paesi.**

Tali misure politiche comprendono: (1) il miglioramento della qualità e della rilevanza dell'istruzione per il mercato del lavoro anche attraverso sistemi di apprendistato ben sviluppati; (2) la garanzia di un sistema ben funzionante e responsabile di fissazione dei salari, anche per quanto riguarda quelli minimi; (3) l'ottimizzazione del ruolo dei servizi di collocamento e l'adozione di politiche attive concernenti il mercato del lavoro per sostenere i disoccupati nei periodi di transizione e accrescerne l'occupabilità; (4) una maggiore flessibilità dell'orario di lavoro per facilitare l'alternanza scuola lavoro e rendere più semplice la transizione dal mondo della scuola a quello del lavoro.

<sup>2</sup> Durante la crisi si è registrato un deterioramento generale della partecipazione tra i giovani. Contemporaneamente, la percentuale di giovani che non partecipano a un corso di formazione e non cercano lavoro è rimasta stabile dal 2007, facendo giungere alla conclusione che la minore partecipazione durante la crisi rispecchia la decisione di continuare o riprendere gli studi.

### 3 Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro

Nonostante i diffusi miglioramenti osservati nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dall'inizio della ripresa, con un netto calo del tasso di disoccupazione in molte economie dell'area, la crescita dei salari permane contenuta, suggerendo il persistere di un alto grado di eccesso di offerta nei mercati del lavoro. Questo riquadro prende in esame gli sviluppi che interessano misure più ampie del sottoutilizzo di manodopera operando un confronto con l'accezione piuttosto ristretta su cui si basa il tasso di disoccupazione.

**La diffusione della ripresa economica sta assumendo un profilo sempre più evidente nei mercati del lavoro dell'area dell'euro, con un numero maggiore di paesi e settori interessati da una crescita occupazionale positiva.** Nel complesso, il “periodo di ripresa caratterizzato da un particolare aumento dell'occupazione”<sup>1</sup> ha portato a un incremento degli occupati di poco meno di cinque milioni dalla metà del 2013, controbilanciando in sostanza tutte le perdite di posti di lavoro occorse durante la crisi. Inoltre, si è assistito a un notevole ampliamento della ripresa nei mercati del lavoro, come dimostra il ridursi della dispersione dei tassi di crescita occupazionale nelle economie e nei settori dell'area dell'euro nell'arco degli ultimi due anni; quasi tutti i paesi dell'area rilevano attualmente una crescita occupazionale positiva su base trimestrale (cfr. il grafico A). La disoccupazione è scesa a un ritmo in qualche misura più sostenuto delle attese, pur mantenendosi elevata rispetto ai livelli pre-crisi (cfr. grafico 6 nella sezione 3), e in alcuni paesi sembrerebbero delinearsi carenze di manodopera (soprattutto in Germania).

#### Grafico A

##### Dispersione dei tassi di crescita occupazionale nei paesi dell'area dell'euro

(scala di sinistra: deviazione standard ponderata; scala di destra: quote percentuali dei 19 paesi dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016.

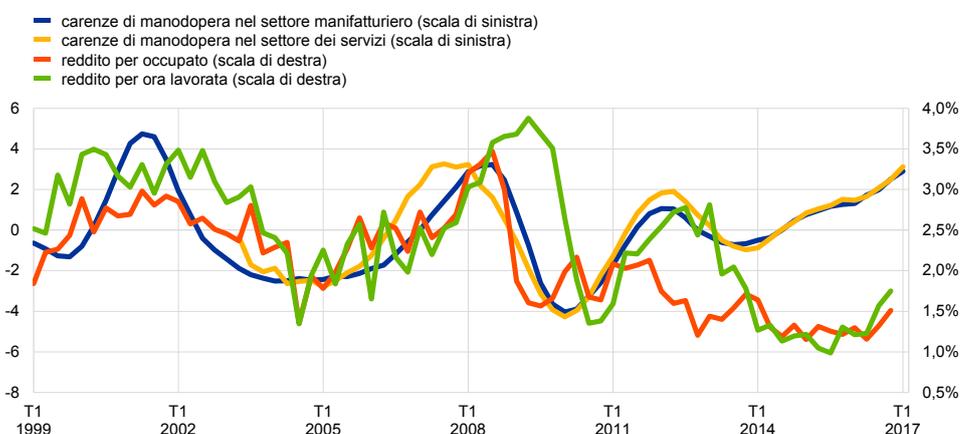
<sup>1</sup> Cfr. l'articolo *La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

**Tuttavia, nonostante un significativo rafforzamento dell'occupazione, la crescita dei salari nell'area dell'euro resta contenuta, indicando che potrebbe tuttora persistere un alto grado di sottoutilizzo della manodopera (o "eccesso di offerta" nei mercati del lavoro), ben superiore al livello suggerito dal tasso di disoccupazione.** Il grafico B mostra che, dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM), le carenze di manodopera hanno tendenzialmente segnalato una crescente pressione salariale, ma tale comovimento sembra essersi interrotto nel corso della ripresa, facendo ritenere che il grado di eccesso di offerta nei mercati del lavoro si stia mantenendo elevato e stia deprimendo la crescita dei salari<sup>2</sup>.

### Grafico B

Comovimento a livello di carenze di manodopera e crescita dei salari nell'area dell'euro dall'avvio dell'UEM

(scala di sinistra: indici di diffusione, medie mobili di quattro trimestri; scala di destra: variazioni percentuali su base annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le serie relative alle carenze di manodopera sono calcolate come medie mobili di quattro trimestri e sono state normalizzate per le medie di lungo termine. Le ultime rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016 (reddito per occupato e reddito per ora lavorata) e al primo trimestre del 2017 (indicatori della carenza di manodopera).

**Il tasso di disoccupazione si basa su un'accezione piuttosto ristretta di sottoutilizzo della manodopera.** Secondo la definizione di disoccupazione fornita dall'Organizzazione internazionale del lavoro (su cui si basa il tasso di disoccupazione complessivo dell'area dell'euro), chi cerca lavoro è da ritenersi disoccupato se a) non ha un impiego, b) è disponibile a iniziare a lavorare nel giro di due settimane e c) sta cercando attivamente un'occupazione<sup>3</sup>. Tuttavia, anche definizioni più ampie possono assumere rilevanza per valutare il grado complessivo di eccesso di offerta nei mercati del lavoro. In particolare, sono due i gruppi da considerare: primo, chi non ha un impiego ma non soddisfa uno degli altri due criteri e, secondo, chi è occupato a tempo parziale ma desidera lavorare più ore; il primo gruppo rientra nella categoria degli inattivi mentre il secondo in quella degli occupati.

<sup>2</sup> Non si intende negare l'importanza di altri fattori. È probabile che abbiano contribuito a interrompere questa correlazione anche le riforme strutturali nei mercati del lavoro e nei sistemi di contrattazione salariale, nonché le variazioni a livello di indicizzazione dei prezzi in chiave prospettica e retrospettiva negli accordi salariali e il contesto di bassa inflazione.

<sup>3</sup> Cfr. <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Unemployment>.

**Al momento, circa il 3,5 per cento della popolazione in età lavorativa dell'area dell'euro è connessa in misura marginale alle forze di lavoro, ossia rientra nella categoria degli inattivi ma semplicemente partecipa in modo meno attivo al mercato del lavoro.** Descritta come “potenziale forza lavoro aggiuntiva”<sup>4</sup>, questa categoria comprende a) chi non sta cercando un impiego, sebbene sia disponibile (in prevalenza i lavoratori scoraggiati) e b) chi sta cercando attivamente un impiego ma non è (ancora) disponibile a iniziare a lavorare (forse perché ha ricevuto un'offerta per cominciare a lavorare in una data futura o perché non può iniziare a lavorare nel giro di due settimane). L'ultimo sottogruppo rappresenta attualmente quasi l'1 per cento della popolazione in età lavorativa dell'area dell'euro, mentre il sottogruppo precedente è di poco maggiore (circa il 2,6 per cento della popolazione in età lavorativa) ed è formato perlopiù da lavoratori scoraggiati che non stanno cercando attivamente un impiego perché ritengono che non vi sia disponibilità di lavoro. Questo sottogruppo, tuttavia, può rientrare a far parte delle forze di lavoro in modo relativamente rapido una volta migliorate le condizioni del mercato del lavoro<sup>5</sup>. Benché le variazioni nel numero di coloro che sono disponibili ma non stanno cercando un impiego siano di solito anticicliche (come lo è la disoccupazione), i dati relativi a coloro che stanno cercando un impiego ma non sono disponibili hanno mostrato una tendenza al ribasso prima della ripresa, rimanendo invece stabili dall'inizio della fase di recupero.

**Inoltre, un ulteriore 3 per cento della popolazione in età lavorativa è attualmente sottoccupata (vale a dire che lavora un numero di ore inferiore alle ore che vorrebbe invece lavorare).** L'occupazione a tempo parziale è in crescita da oltre dieci anni nella maggioranza delle economie dell'area dell'euro, per via soprattutto di fattori strutturali (come la crescita nei servizi e riflettendo, in parte, la maggiore partecipazione femminile alle forze di lavoro)<sup>6</sup>. Tuttavia, una quota non trascurabile di questi occupati a tempo parziale desidererebbe lavorare più ore. Al momento, nell'area, i lavoratori a tempo parziale sottoccupati ammontano a circa sette milioni, in aumento di circa un milione dall'insorgere della crisi. Peraltro, questo dato è sceso solo in misura del tutto modesta nell'arco degli ultimi due anni, nonostante la robusta crescita occupazionale registrata durante la ripresa.

**Combinando le stime dei disoccupati e dei sottoccupati con misure più ampie di disoccupazione emerge che l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro interessa attualmente circa il 18 per cento della forza lavoro estesa dell'area dell'euro<sup>7</sup>.** Questo grado di sottoutilizzo è quasi doppio rispetto a quello catturato dal tasso di disoccupazione, pari adesso al 9,5 per cento (cfr. grafico C). L'indicatore più ampio è largamente utilizzato sia dal Bureau of Labor Statistics

<sup>4</sup> Cfr. l'articolo *Underemployment and potential additional labour force statistics* pubblicato da Eurostat.

<sup>5</sup> Tuttavia, questi lavoratori possono temporaneamente incrementare il dato sulla disoccupazione quando rientrano a far parte delle forze di lavoro, prima che trovino un impiego.

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 6 *Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

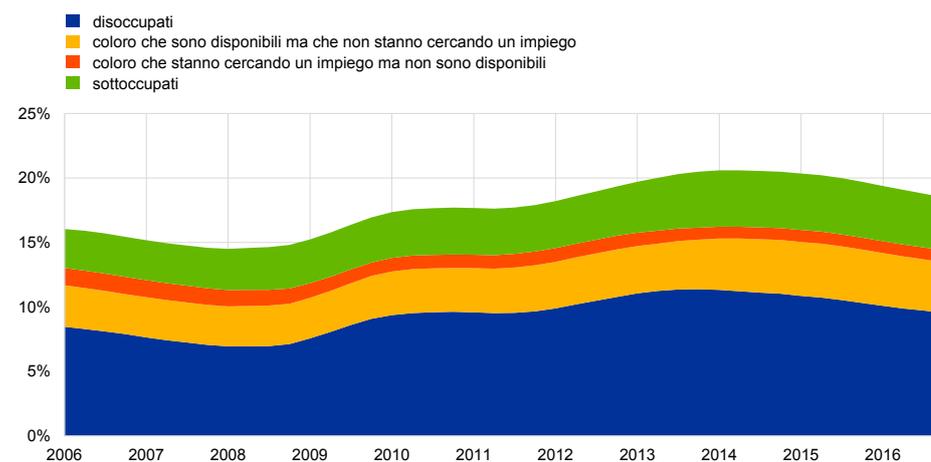
<sup>7</sup> Il dato è calcolato esprimendo il numero di disoccupati e sottoccupati – unitamente alle stime di coloro che sono disponibili ma non stanno cercando un impiego e di coloro che stanno cercando un impiego ma non sono disponibili (la potenziale forza lavoro aggiuntiva) – come percentuale della forza lavoro estesa (ossia gli occupati e i disoccupati, che comprendono le forze di lavoro attive più la potenziale forza lavoro aggiuntiva).

statunitense sia dall'OCSE<sup>8</sup>. Oltre a suggerire una stima dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro dell'area notevolmente più elevata rispetto alla stima segnalata dal tasso di disoccupazione, queste misure più ampie hanno altresì registrato, nel corso della ripresa, riduzioni di poco inferiori alle riduzioni osservate per il tasso di disoccupazione.

### Grafico C

#### Stime più ampie del sottoutilizzo di manodopera nell'area dell'euro

(in percentuale della forza lavoro estesa; medie mobili di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: tutte le componenti sono espresse in percentuale della forza lavoro estesa (forze di lavoro attive più coloro che sono disponibili ma non stanno cercando un impiego e coloro che stanno cercando un impiego ma non sono disponibili). Le ultime rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016.

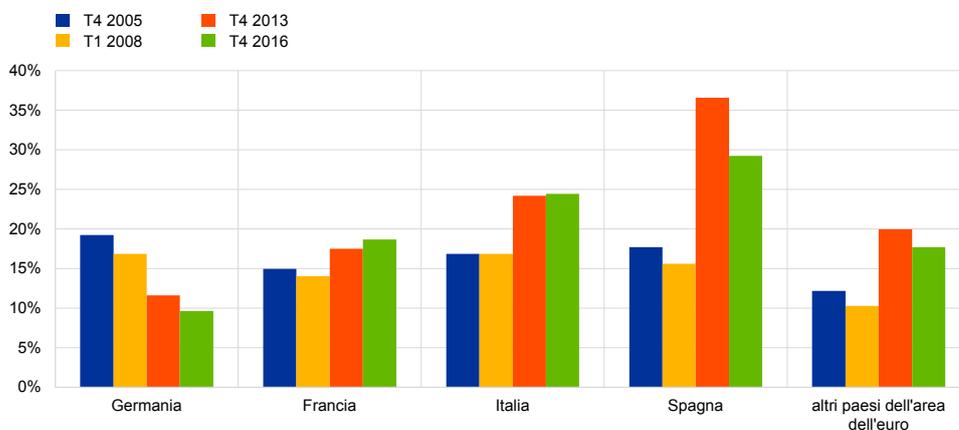
**Le differenze fra paesi permangono significative (cfr. grafico D), sia in termini di livelli dell'indicatore più ampio sia in termini di confronto di tali livelli con l'evoluzione dei tassi di disoccupazione.** In Germania, l'indicatore più ampio (e le tre componenti principali) sono in calo dal 2013, così come lo è il tasso di disoccupazione effettivo, offrendo ulteriori evidenze di una crescente rigidità nel mercato del lavoro tedesco. Altrove, invece, queste misure più ampie mostrano che il grado di eccesso di offerta nel mercato del lavoro si conferma su livelli considerevoli. In Francia e in Italia le misure più ampie del sottoutilizzo di manodopera hanno seguito ad aumentare per tutta la durata della ripresa, mentre in Spagna e in altre economie dell'area dell'euro tali misure hanno registrato alcune recenti contrazioni, mantenendosi comunque ben al di sopra delle stime pre-crisi.

<sup>8</sup> Il Bureau of Labor Statistics statunitense si riferisce a questa misura come indicatore "U6". Sono al vaglio misure persino più ampie. Cfr., ad esempio, Hornstein, A., Kudlyak, M. e Lange, F., "Measuring resource utilization in the labor market", *Economic Quarterly*, vol. 100, n. 1, 2014, Federal Reserve Bank of Richmond.

## Grafico D

### Stime più ampie del sottoutilizzo di manodopera nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale della rispettiva forza lavoro; medie mobili di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutte le misure sono espresse in percentuale della forza lavoro estesa (ossia le forze di lavoro attive più coloro che sono disponibili ma non stanno cercando un impiego e coloro che stanno cercando un impiego ma non sono disponibili).

**Sebbene queste misure più ampie vadano interpretate con una certa cautela, i mercati del lavoro dell'area dell'euro sembrano essere soggetti a un grado di sottoutilizzo della manodopera più elevato rispetto a quello suggerito dal tasso di disoccupazione.** Tali misure più ampie potrebbero sovrastimare in qualche misura il grado effettivo di eccesso di offerta nei mercati del lavoro, in particolare: a) sopravvalutano in parte la capacità lavorativa residua dei lavoratori a tempo parziale sottoccupati, dato che una porzione del loro tempo (di solito circa la metà) è già impiegata lavorando; b) potrebbero sopravvalutare la misura in cui gli appartenenti alla potenziale forza lavoro aggiuntiva sono disposti e in grado di trovare un impiego (ossia, la misura in cui questi lavoratori sono adeguatamente qualificati per i mercati del lavoro locali); c) non tengono conto delle minori probabilità di trovare un impiego di molti disoccupati di lunghissima durata (ossia coloro che non lavorano da almeno due anni, i quali rappresenterebbero attualmente circa un terzo dei disoccupati complessivi dell'area dell'euro)<sup>9</sup>. Aggiustando le misure più ampie in modo da escludere i disoccupati di lunghissima durata e in modo da tenere conto del tempo che i sottoccupati trascorrono lavorando si ottengono comunque stime del sottoutilizzo di manodopera nell'ordine del 15 per cento per l'area dell'euro nell'ultimo trimestre del 2016 (sulla base di medie mobili di quattro trimestri).

<sup>9</sup> A titolo esemplificativo, è ben documentato il fatto che le probabilità di trovare un impiego differiscano notevolmente fra i diversi sottogruppi di disoccupati; tuttavia, non ne consegue necessariamente che le probabilità degli appartenenti alla categoria degli inattivi siano pari a zero (sebbene, a livello empirico, le loro probabilità siano di gran lunga inferiori a quelle dei disoccupati che sono disponibili e stanno cercando attivamente un impiego). Molto dipende sia dall'intensità della ricerca da parte del singolo disoccupato, sia dalle percezioni dei datori di lavoro riguardo ai vari sottogruppi nel contesto di condizioni più generali del mercato del lavoro. D'altro canto, numerosi disoccupati di lunghissima durata potrebbero presentare un grado di occupabilità analogo a quello degli appartenenti alla categoria degli inattivi. Cfr., ad esempio, Shimer, R., "The probability of finding a job," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 98, n. 2, 2008, pagg. 268-73; Shimer, R., "Reassessing the Ins and Outs of Unemployment", *Review of Economic Dynamics*, vol. 15, n. 2, 2012, pagg. 127-48; Hornstein, A., Kudlyak, M. e Lange, F., "Measuring resource utilization in the labor market", *Economic Quarterly*, vol. 100, n. 1, 2014, Federal Reserve Bank of Richmond.

**Nonostante il netto miglioramento di molti indicatori dei mercati del lavoro, tali mercati in gran parte dei paesi dell'area dell'euro (con la particolare eccezione della Germania) sembrano essere tuttora soggetti a un alto grado di sottoutilizzo della manodopera.** Il livello dell'indicatore più ampio del sottoutilizzo si mantiene elevato ed è probabile che seguiti a contenere le dinamiche salariali.

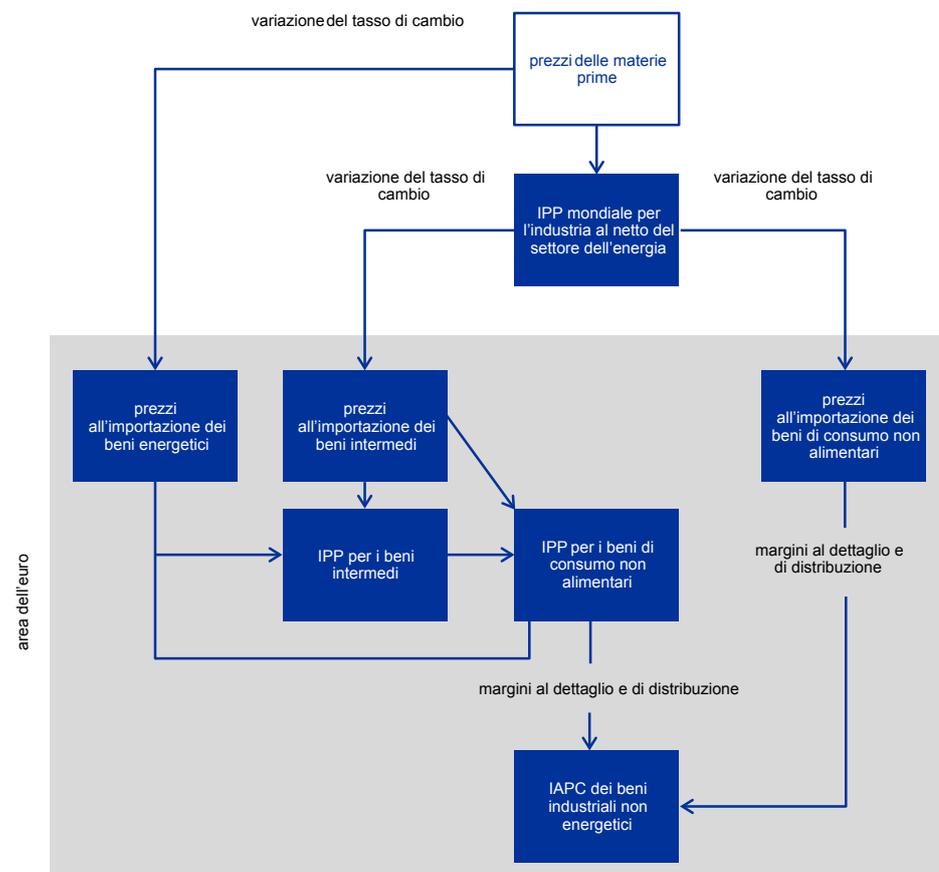
## Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione

**L'inflazione al consumo dei beni industriali non energetici si è finora mantenuta su livelli modesti nell'area dell'euro.** Le prospettive di breve termine per tale componente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) possono tipicamente risentire di pressioni inflazionistiche già emerse negli stadi iniziali del processo complessivo di formazione dei prezzi. Questo riquadro esamina la recente evoluzione dei prezzi alla produzione, sia a livello mondiale sia interno, che rappresentano importanti indicatori nell'ambito di tale processo.

**Le pressioni inflazionistiche si originano spesso su scala mondiale.** In particolare, le quotazioni delle materie prime possono trasmettersi ai prezzi alla produzione dei beni industriali registrati nell'area dell'euro attraverso i beni energetici importati (cfr. grafico A). Tale trasmissione può anche assumere forme più indirette, laddove i corsi delle materie prime esercitano un impatto sui prezzi alla produzione dei beni non energetici a livello globale. In una fase successiva,

### Grafico A

Quadro stilizzato del processo di formazione dei prezzi per i beni industriali non energetici compresi nello IAPC



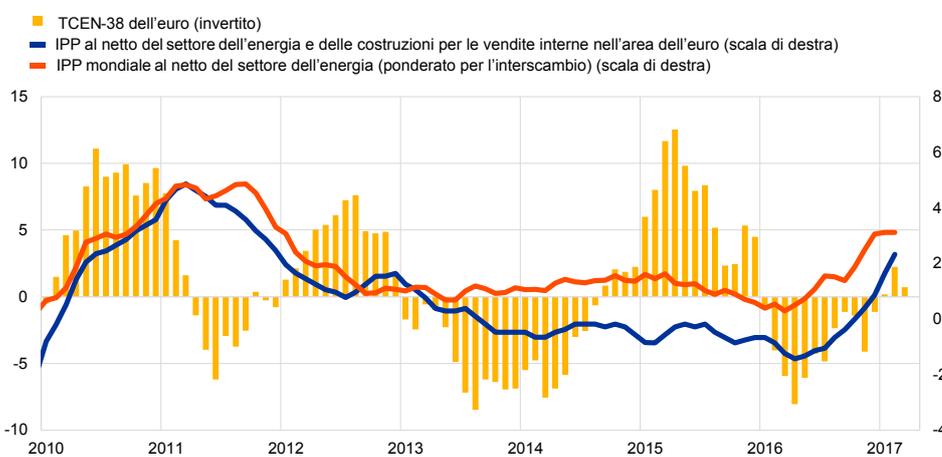
Fonte: illustrazione della BCE.

ciò potrebbe avere un impatto anche sui prezzi dei beni importati, che rientrano nelle catene di distribuzione utilizzate per la produzione interna. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi continua ad aumentare rapidamente. Questa evoluzione riflette non solo la ripresa dei prezzi alla produzione in atto su scala mondiale, ma anche il recente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Il recupero dell'inflazione alla produzione dei beni non energetici osservato nell'area dell'euro negli ultimi mesi dipende in ampia parte dall'andamento dei prezzi di tali beni a livello globale (cfr. grafico B), per effetto dell'utilizzo di beni intermedi importati.

### Grafico B

#### Prezzi alla produzione nell'industria al netto del settore dell'energia per l'area dell'euro e a livello globale

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) al netto del settore dell'energia, stimato dalla BCE, è calcolato come media ponderata per 20 partner commerciali dell'area dell'euro, utilizzando la rispettiva quota sulle esportazioni di beni dall'esterno dell'area. Ove possibile, la serie ricorre a IPP al netto del settore energetico. Nel caso dei paesi per i quali tale misura non è disponibile, l'inflazione del settore energetico inclusa nell'indice è stata sottratta dal rispettivo dato complessivo sulla base del peso del comparto nell'economia. Per un numero ridotto di paesi, è stata adoperata una stima del contributo del settore energetico all'indice complessivo. Le ultime rilevazioni si riferiscono a marzo 2017 per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle monete di 38 dei maggiori partner commerciali dell'area dell'euro (TCEN-38) e a febbraio 2017 per l'IPP.

#### La recente evoluzione dell'inflazione alla produzione negli stadi iniziali del processo di formazione dei prezzi segnala moderate pressioni inflazionistiche.

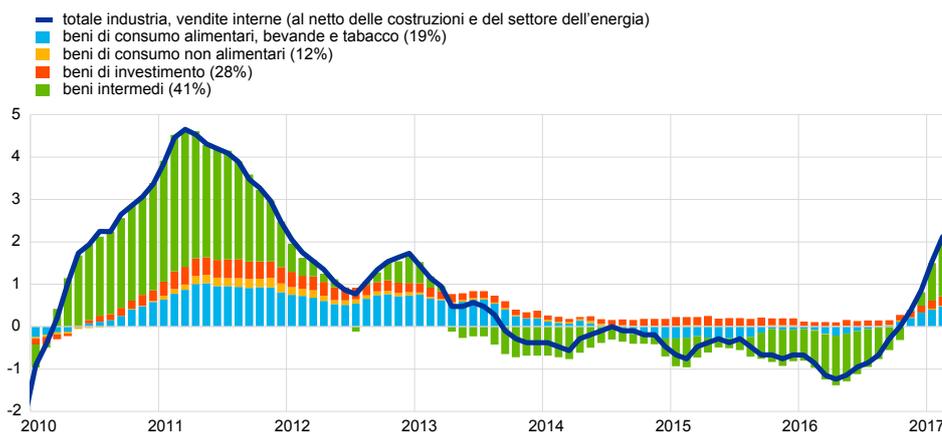
I movimenti dell'inflazione complessiva alla produzione (industria al netto delle costruzioni e del settore energetico) sono tipicamente determinati dall'andamento dei prezzi dei beni intermedi, in ragione del loro peso elevato e dall'ampiezza delle loro oscillazioni (cfr. grafico C). L'inflazione alla produzione non può, pertanto, essere considerata un indicatore diretto delle pressioni sui prezzi al consumo finali. Ciò nonostante, quanto più forti e durature risultano le dinamiche dell'inflazione alla produzione dei beni intermedi che si collocano più a monte nel processo produttivo e nella catena di formazione dei prezzi, tanto maggiore è la probabilità che esse si trasmettano ai prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari. L'analisi di correlazione suggerisce che generalmente l'inflazione alla produzione dei beni intermedi mostra il massimo comovimento (pari in media a 0,7) con l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari con uno scarto temporale lievemente

superiore a sei mesi<sup>1</sup>; si sono tuttavia osservati episodi di deviazione da questo profilo temporale. Il recente recupero dei prezzi alla produzione dei beni intermedi potrebbe quindi rappresentare un timido segnale del fatto che nei prossimi mesi si manifesteranno pressioni inflazionistiche agli stadi successivi della catena dei prezzi.

### Grafico C

#### Prezzi alla produzione nel settore industriale e sue componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a febbraio 2017.

**Le pressioni inflazionistiche tendono a frenare gradualmente lungo la filiera produttiva.** L'entità del rallentamento dipende probabilmente dal numero di stadi produttivi che conducono dalla materia prima al bene di consumo finale, nonché dalla tempistica delle rispettive decisioni sui prezzi. Una possibile spiegazione è legata al fatto che ciascuno stadio può offrire un certo spazio di manovra per aggiustamenti dei margini e che la tempistica delle decisioni sui prezzi può essere tale da permettere di valutare la persistenza degli shock sui costi generati negli stadi più a monte. Al riguardo, è possibile che le imprese ricorrano a degli strumenti di copertura per tutelarsi, ad esempio, dal rischio di volatilità dei cambi. Inoltre, i contratti di fornitura sono talvolta definiti con diversi mesi di anticipo e offrono quindi una protezione temporanea da shock dal lato dei costi. Sulla base dei movimenti relativi dei prezzi di input e output compresi nell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il settore industriale, vi potrebbe essere, in generale, una più forte variazione dei margini sui beni intermedi rispetto a quelli per i beni di consumo non alimentari, che mostrerebbero oscillazioni maggiori negli stadi successivi del processo di formazione dei prezzi al consumo dei beni industriali non energetici (cfr. grafico D)<sup>2</sup>. Al tempo stesso, nel caso dei beni di consumo non

<sup>1</sup> La massima correlazione può emergere con uno scarto temporale superiore a sei mesi. Tuttavia, l'impatto esercitato sui prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari da una variazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi in un determinato mese può già iniziare a manifestarsi in quelli immediatamente successivi. Un'analisi più rigorosa della trasmissione impiegherebbe, utilmente, risposte a impulso derivate da uno specifico modello; tale esercizio esula tuttavia dall'analisi del presente riquadro.

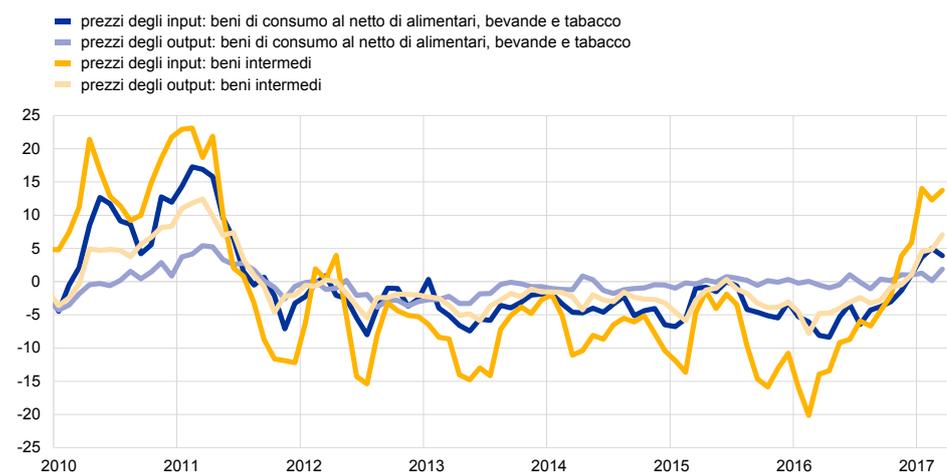
<sup>2</sup> I prezzi degli input coperti dall'indagine PMI non includono il costo del lavoro e non possono pertanto essere considerati una misura esaustiva dei costi di produzione. Anche stabilire la necessità e l'entità di un aggiustamento dei margini risulta difficoltoso, poiché i dati non offrono un parametro affidabile per la valutazione del loro livello.

alimentari i prezzi degli input inclusi nel PMI hanno registrato un movimento al rialzo relativamente più marcato rispetto agli output, evoluzione che, secondo l'analisi di correlazione, può preludere a un'accelerazione dei relativi prezzi al consumo a circa sei mesi di distanza.

## Grafico D

### Risultati dell'indagine PMI per i beni intermedi e i beni di consumo non alimentari

(indice di diffusione, deviazione dalla media di lungo termine dell'indice)



Fonti: IHS Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le medie di lungo termine sono calcolate per il periodo compreso tra ottobre 2002 e marzo 2017. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2017.

**I prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari hanno finora continuato ad aumentare a ritmi molto moderati.** Nei dodici mesi fino a febbraio 2017, il tasso di crescita tendenziale dei prezzi di vendita sui mercati interni ha oscillato appena al di sopra dello zero, mentre quello dei prezzi di vendita applicati in altri paesi dell'area dell'euro ha spesso registrato valori negativi (cfr. grafico E)<sup>3</sup>. Di recente le pressioni al rialzo sui corrispondenti prezzi al consumo sono state originate soprattutto dai prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari, che a febbraio hanno mostrato un incremento dello 0,6 per cento sui dodici mesi, il primo dato positivo da un anno. Dall'analisi di correlazione emerge che l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari registra il comovimento più forte (pari a circa 0,7) con l'inflazione al consumo dei beni industriali non energetici con un ritardo temporale di oltre sei mesi<sup>4</sup>.

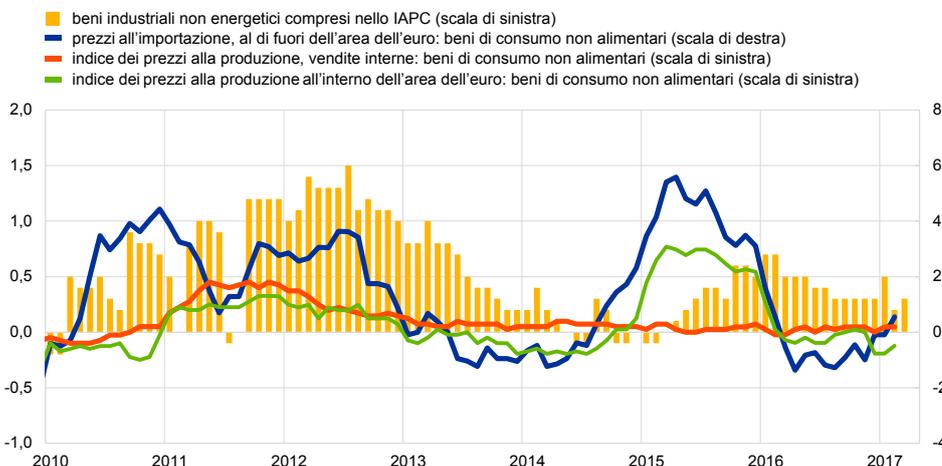
<sup>3</sup> Circa il 72 per cento dei beni di consumo non alimentari complessivamente prodotti nell'area dell'euro è realizzato e venduto nello stesso paese (vendite interne), mentre il 28 per cento è venduto in un paese dell'area diverso da quello di produzione (vendite all'interno dell'area dell'euro).

<sup>4</sup> Mentre i prezzi alla produzione e all'importazione dei beni di consumo sono indicatori riguardanti stadi successivi del processo di formazione dei prezzi, eventuali pressioni emerse a tali stadi possono ancora essere amplificate o frenate dalle decisioni di prezzo assunte al livello della distribuzione e del commercio al dettaglio. L'indice PMI relativo ai margini sui prodotti non alimentari al dettaglio, tra i pochi indicatori disponibili per questi stadi finali, ha oscillato entro un intervallo di valori relativamente ristretto negli ultimi mesi e non suggerisce pertanto che le ultime indicazioni sui prezzi al consumo provenienti dai prezzi alla produzione siano state falsate in misura significativa da variazioni dei margini.

## Grafico E

### Prezzi al consumo dei beni industriali non energetici e inflazione alla produzione e all'importazione dei beni di consumo non alimentari nell'area dell'euro

(variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

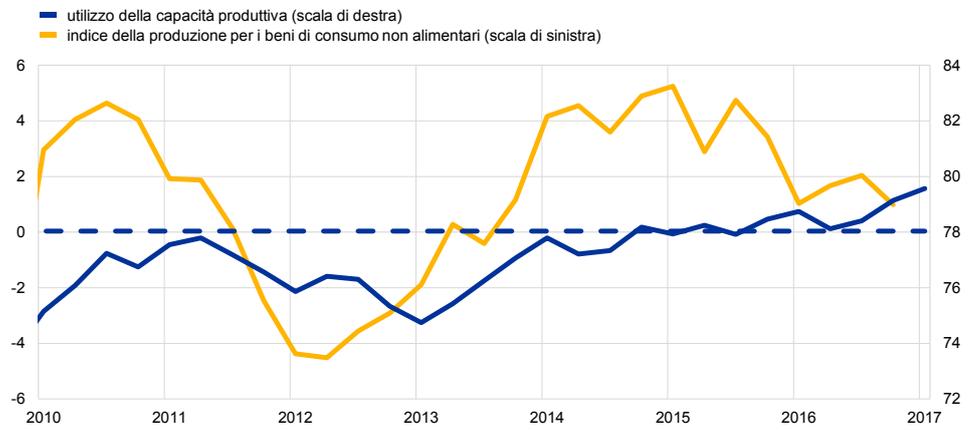
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2017 per i beni industriali non energetici compresi nello IAPC e a febbraio 2017 per le altre voci.

**In sintesi, al momento i dati sui prezzi alla produzione forniscono segnali contrastanti riguardo alle pressioni inflazionistiche sulla dinamica dei beni industriali non energetici compresi nello IAPC.** Sebbene una certa spinta al rialzo sia probabilmente emersa negli stadi iniziali del processo di formazione dei prezzi, potrebbe occorrere altro tempo perché questa si trasmetta agli stadi successivi. È inoltre probabile che queste pressioni vengano attenuate da aggiustamenti dei margini o di altre variabili lungo la filiera produttiva, salvo che le imprese siano riuscite a sospenderli in un contesto di forte incremento della domanda. Al riguardo, la crescita sui dodici mesi dei volumi di produzione resta positiva, nonostante il lieve rallentamento segnato negli ultimi trimestri (cfr. grafico F). Infine, i risultati delle indagini congiunturali relativi all'utilizzo della capacità produttiva nei settori dei beni di consumo non alimentari, che riflettono l'evoluzione della domanda rispetto all'offerta, potrebbero segnalare un certo rafforzamento del potere di mercato delle imprese.

## Grafico F

### Utilizzo della capacità produttiva e produzione nel settore dei beni di consumo non alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2016 per la produzione e al primo trimestre 2017 per l'utilizzo della capacità produttiva. La linea blu tratteggiata indica la media di lungo termine per l'utilizzo della capacità produttiva, calcolata sulla base di dati per il periodo tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2017.

## 5 Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: una panoramica dei fondi erogati e dell'impatto sull'intermediazione bancaria

**Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) offrono agli enti creditizi dell'area dell'euro finanziamenti con scadenze fino a quattro anni a condizioni favorevoli.** Sono state condotte due serie di operazioni la prima delle quali, composta di otto aste (OMRLT-I), è stata annunciata nel giugno 2014<sup>1</sup>, seguita da una seconda di quattro (OMRLT-II) annunciata nel marzo 2016<sup>2</sup>. Nell'ambito delle OMRLT-II le banche potevano prendere in prestito un importo massimo pari al 30 per cento delle proprie consistenze in essere di prestiti a società non finanziarie e famiglie (esclusi, nel secondo caso, i mutui per l'acquisto di abitazioni). Inoltre, è stata prevista la possibilità di rimborsare anticipatamente i finanziamenti ricevuti a titolo di OMRLT-I e attingere a fondi delle OMRLT-II. Tale passaggio era vantaggioso per due ordini di ragioni: innanzitutto ha prolungato la scadenza della provvista e, in secondo luogo, ne ha ridotto il costo, se si considera che il tasso sul finanziamento ammonta in media a circa 10 punti base nel caso delle OMRLT-I, ma non supererà lo 0 per cento nell'ambito delle OMRLT-II.

**Le OMRLT offrono incentivi all'erogazione di prestiti bancari all'economia reale.** Nel caso delle OMRLT-I tali incentivi erano duplici. In primo luogo, gli intermediari i cui prestiti netti avessero superato in un dato periodo un valore di riferimento, specifico per ciascuna banca, potevano ottenere finanziamenti più cospicui nelle ultime sei OMRLT-I, per un ammontare aggiuntivo pari al massimo al triplo dell'eccedenza dei prestiti netti rispetto al valore di riferimento applicabile. In secondo luogo, alle banche che non avessero raggiunto il proprio valore di riferimento era richiesto di rimborsare anticipatamente i fondi ricevuti nell'ambito delle OMRLT-I. Gli incentivi alla concessione di prestiti assumono forme diverse nel quadro delle OMRLT-II. Anziché penalizzare le banche che non soddisfano il proprio valore di riferimento, le OMRLT-II premiano quante lo superano, attraverso tassi di interesse più bassi. Gli intermediari i cui prestiti netti idonei erogati tra il 1° febbraio 2016 e il 31 gennaio 2018 eccederanno il

<sup>1</sup> Le OMRLT-I erano parte del pacchetto di misure di allentamento creditizio comprendenti anche riduzioni dei tassi di riferimento (che hanno condotto il tasso sui depositi presso la banca centrale in territorio negativo per la prima volta) e l'annuncio dell'intensificazione dei lavori sul fronte degli acquisti definitivi di titoli garantiti da attività. In aggiunta, è stato prolungato il ricorso alla procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e sono state sospese le operazioni settimanali di regolazione puntuale (fine-tuning), volte a sterilizzare la liquidità erogata nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP).

<sup>2</sup> Per maggiori informazioni sulle OMRLT-II, cfr. il riquadro *La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II)* nel numero 3/2016 di questo Bollettino. Esiste uno schema di segnalazione dedicato per le OMRLT-II, finalizzato a tener traccia dei prestiti netti delle banche partecipanti. La metodologia utilizzata è in linea con quella alla base delle statistiche sui bilanci delle IFM.

rispettivo valore di riferimento beneficeranno di una riduzione del tasso, che potrà scendere fino a -40 punti base<sup>3</sup>.

**Le OMRLT hanno allentato le condizioni di erogazione del credito bancario, assicurando che lo stimolo di politica monetaria raggiunga famiglie e imprese nell'area dell'euro.**

Le OMRLT hanno ridotto i costi di finanziamento marginali per le controparti delle operazioni, offrendo loro contestualmente incentivi ad accrescere l'offerta di prestiti idonei. L'impianto delle misure ha quindi fatto sì che il minore costo della provvista si trasmettesse dalle banche ai prenditori. Inoltre, ove il finanziamento basato sul mercato è stato sostituito da fondi nell'ambito delle OMRLT, la misura ha contribuito a ridurre l'offerta di obbligazioni bancarie. A parità di condizioni, una flessione dell'attività di emissione delle obbligazioni bancarie ridimensiona, in genere, i costi di finanziamento sostenuti dalle banche nei mercati obbligazionari, allentando ulteriormente le condizioni di provvista sia per le controparti delle OMRLT sia per gli altri intermediari. Il conseguente miglioramento delle condizioni creditizie per i prenditori (con la trasmissione della diminuzione dei costi di finanziamento) stimola a propria volta le richieste di prestito e la spesa per investimenti e consumi.

**Attualmente i fondi ricevuti dalle banche nel quadro delle OMRLT-II ammontano in totale a 739 miliardi di euro.**

La prima OMRLT-II (OMRLT-II.1, regolata nel giugno 2016) ha attratto richieste per un importo di 399 miliardi di euro, connesse in larga parte al passaggio da fondi della OMRLT-I a fondi della seconda serie di operazioni (cfr. grafico A). Nella seconda e nella terza OMRLT-II (OMRLT-II.2 e OMRLT-II.3) sono stati aggiudicati rispettivamente 45 miliardi e 62 miliardi di euro. I finanziamenti erogati nell'ambito dell'ultima operazione (OMRLT-II.4) si sono collocati su livelli notevolmente superiori, pari a 233 miliardi di euro, di cui una quota significativa (216 miliardi di euro) va ricondotta a un incremento netto dei fondi nell'ambito delle OMRLT. Il significativo importo aggiudicato nell'ultima operazione riflette le condizioni di costo complessivamente interessanti delle OMRLT-II rispetto alle alternative offerte dalla provvista sul mercato nonché, in una certa misura, incentivi a ritardare le richieste di fondi<sup>4</sup>. Nell'insieme, i finanziamenti ancora in essere nel quadro delle OMRLT (ivi compresa la prima serie di operazioni) ammontavano a 761 miliardi di euro a fine marzo 2017, con una concentrazione nella prima e nell'ultima OMRLT-II (cfr. grafici A e B).

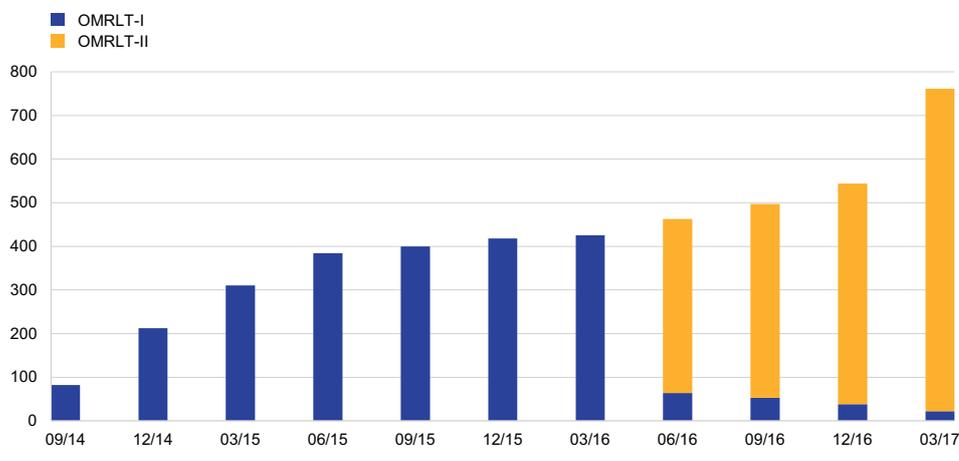
<sup>3</sup> Le controparti avranno diritto a beneficiare di questo tasso (pari a quello sui depositi presso la banca centrale vigente al momento dell'aggiudicazione di ciascuna OMRLT-II) se le consistenze in essere di prestiti idonei (soggette ad alcune correzioni, ad esempio per cessioni, acquisti e cartolarizzazioni) supereranno il rispettivo valore di riferimento per lo stock di prestiti idonei almeno del 2,5 per cento al 31 gennaio 2018. Sotto questo limite, il tasso di interesse sarà determinato sulla base della percentuale di superamento del valore di riferimento e seguirà una graduazione lineare.

<sup>4</sup> Gli incentivi a rimandare la partecipazione alle operazioni sono sorti per diverse ragioni. In primo luogo, al momento della presentazione delle richieste nella prima e nella seconda OMRLT-II gli operatori di mercato si attendevano ulteriori riduzioni dei tassi di interesse di riferimento. È possibile che in quel frangente fosse preferibile rimandare le richieste di fondi per assicurarsi il tasso più basso possibile. Tale strategia ha inoltre permesso di estendere la durata dell'operazione, nel corso della quale è probabile che i tassi di mercato aumentino. Infine, essa ha ridotto l'incertezza circa il tasso nel quadro dell'ultima OMRLT-II, poiché al momento di parteciparvi le banche avevano già osservato l'andamento dei propri prestiti idonei per metà del periodo di riferimento. Tali informazioni hanno consentito alle controparti di valutare in modo più accurato la probabilità che riescano a superare il proprio valore di riferimento e in quale misura.

## Grafico A

### Evoluzione dei fondi lordi ricevuti dalle banche nell'ambito delle OMRLT

(miliardi di euro)

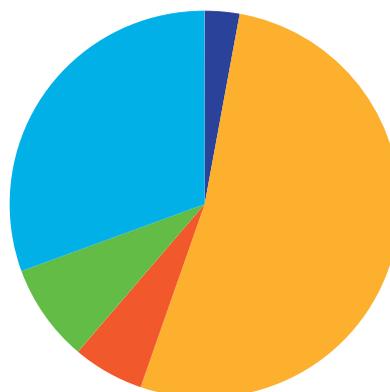


Fonte: BCE.

## Grafico B

### Composizione del finanziamento in essere nel quadro delle OMRLT a fine marzo 2017

■ OMRLT-I (1-8)  
■ OMRLT-II.1  
■ OMRLT-II.2  
■ OMRLT-II.3  
■ OMRLT-II.4



Fonte: BCE.

**Al momento non è semplice scomporre l'impatto congiunto delle OMRLT-I e delle OMRLT-II sull'intermediazione bancaria nei contributi distinti delle due serie di operazioni.** Pur essendo un risultato apprezzabile, gli elevati volumi delle richieste non rappresentano la giusta metrica per valutare l'efficacia delle due serie di OMRLT. La riuscita di queste operazioni dipende piuttosto dal miglioramento delle condizioni di finanziamento che esse hanno comportato per i prenditori finali. Visto l'ampio insieme di banche che hanno partecipato a entrambe le serie, il significativo passaggio da fondi delle OMRLT-I a fondi delle OMRLT-II e il periodo relativamente breve trascorso dal regolamento della prima OMRLT-II per cui sono disponibili dati sui prestiti bancari, è difficile per il momento distinguere tra il contributo delle OMRLT-I e l'impatto aggiuntivo esercitato dalle OMRLT-II. Nel prosieguo ci si concentra pertanto sulle evidenze degli effetti congiunti delle due serie di operazioni sull'intermediazione bancaria.

**Le OMRLT, unitamente alle altre misure non convenzionali introdotte dal giugno 2014, si sono dimostrate efficaci nel sostenere la trasmissione dei tassi di riferimento più contenuti attraverso un miglioramento delle condizioni di prestito per il settore privato non finanziario dell'area dell'euro.** I tassi sui prestiti alle imprese non finanziarie si sono ridotti in misura

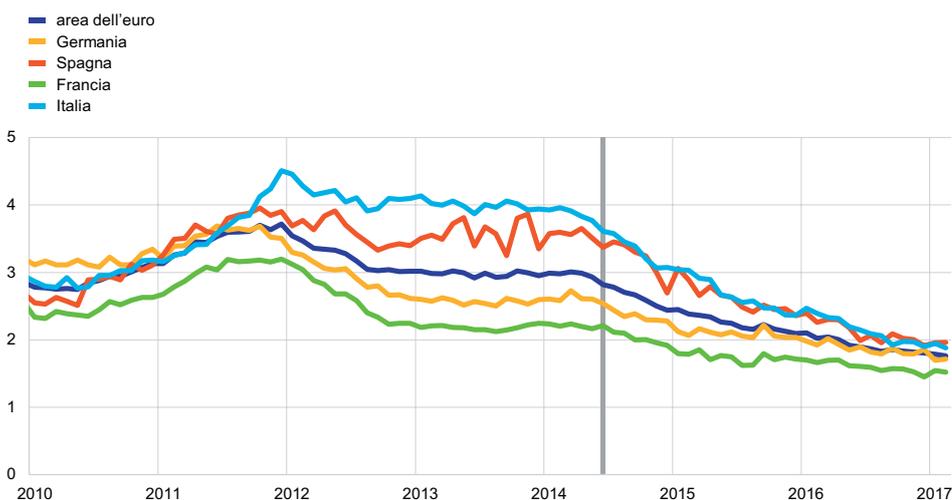
marcata subito dopo l'annuncio della prima serie di OMRLT (cfr. grafico C).

Poiché l'andamento è stato più pronunciato nelle economie in cui i tassi composti sui prestiti alle società non finanziarie registravano livelli elevati, in parallelo è diminuita, nel complesso, anche la dispersione dei tassi fra paesi. Inoltre, nelle economie vulnerabili le controparti delle OMRLT-I hanno ridotto i tassi più degli altri intermediari<sup>5</sup>. Infine, le banche interpellate nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro hanno ripetutamente segnalato che le OMRLT (incluse quelle della seconda serie) hanno contribuito a un allentamento dei termini e delle condizioni dei prestiti alle imprese e, sebbene in misura inferiore, dei criteri di erogazione del credito (cfr. grafico D).

### Grafico C

#### Tassi composti sui prestiti alle società non finanziarie

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

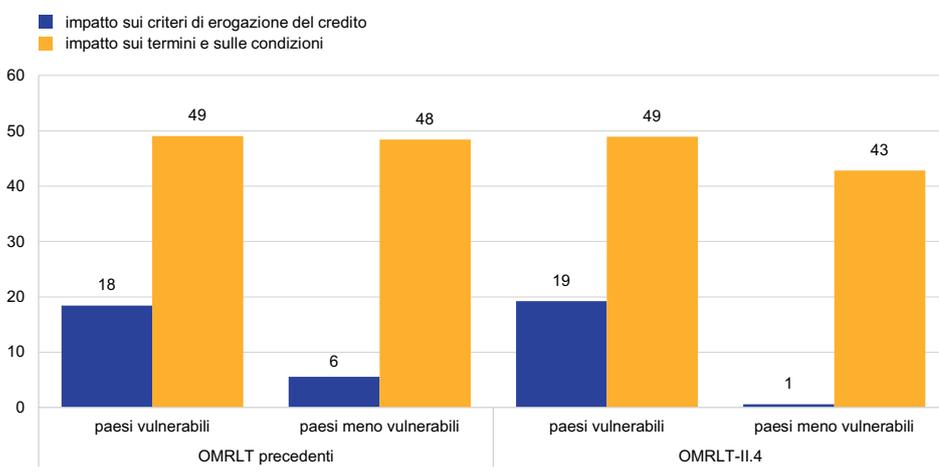
Note: la linea verticale indica l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento creditizio (incluse le OMRLT-I) nel giugno 2014. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2017.

<sup>5</sup> Cfr. l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

## Grafico D

### Effetto di allentamento delle precedenti OMRLT ed effetto di allentamento atteso della OMRLT-II.4 sui criteri di erogazione del credito e sui termini e condizioni per i prestiti alle imprese

(percentuale di banche interpellate nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2017 secondo le quali le OMRLT hanno contribuito considerevolmente o moderatamente a un allentamento dei criteri di erogazione del credito e dei termini e delle condizioni)



Fonte: indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2017.

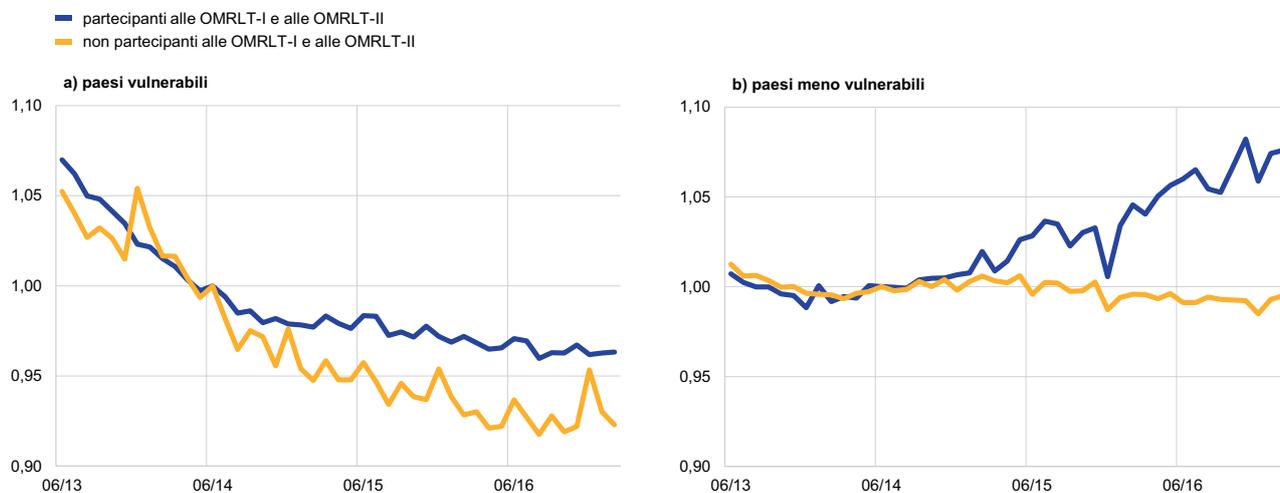
Note: le risposte ai quesiti dell'indagine riguardano l'impatto esercitato sulle condizioni del prestito bancario da tutte le precedenti OMRLT nonché dalla quarta OMRLT-II. Il gruppo dei paesi vulnerabili comprende Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia, quello dei meno vulnerabili gli altri paesi dell'area dell'euro.

**Attualmente le OMRLT sembrano sostenere un aumento dei volumi di intermediazione nei paesi meno vulnerabili dell'area dell'euro, nonché un rallentamento della contrazione dei prestiti bancari nelle economie vulnerabili.** Il grafico E mette a confronto l'andamento dei prestiti erogati a società non finanziarie dall'insieme delle banche partecipanti sia alle OMRLT-I sia alle OMRLT-II con quello dei prestiti degli intermediari che non hanno presentato richieste nelle due serie di operazioni. Prima dell'avvio delle OMRLT-I i prestiti netti concessi da entrambi i gruppi di banche evolvevano per lo più in parallelo. Successivamente l'attività di prestito degli intermediari che non hanno partecipato alle OMRLT sembra essersi mantenuta pressoché invariata. Nei paesi vulnerabili, tali banche hanno continuato a ridurre i prestiti a un ritmo relativamente stabile e si è osservata soltanto una decelerazione molto graduale della flessione del credito da esse erogato. Per contro, gli intermediari che hanno preso parte a entrambe le serie di operazioni hanno registrato un significativo rallentamento del ritmo di riduzione dei prestiti alle società non finanziarie. Nelle economie meno vulnerabili le controparti sembrano aver accresciuto i volumi di intermediazione.

## Grafico E

### Prestiti erogati a società non finanziarie dai partecipanti e dai non partecipanti alle OMRLT

(indice: giugno 2014 = 1)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra l'evoluzione di uno stock nozionale di prestiti a società non finanziarie sulla base di un campione di IFM per cui sono disponibili informazioni a livello della singola istituzione. Lo stock nozionale è costruito sommando i flussi netti cumulati di prestiti a società non finanziarie nel periodo considerato allo stock di prestiti a società non finanziarie nel giugno 2013. Il grafico raffigura l'andamento aggregato dei prestiti erogati dal gruppo di banche che hanno partecipato sia alle OMRLT-I sia alle OMRLT-II nonché di quelli concessi dal gruppo di banche che non hanno fatto ricorso ad alcuna operazione delle due serie. I paesi vulnerabili sono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia, quelli meno vulnerabili tutti gli altri paesi dell'area dell'euro. Il gruppo dei partecipanti nei paesi vulnerabili comprende 48 controparti, quello dei non partecipanti 35. Nei paesi meno vulnerabili il gruppo dei partecipanti include 43 controparti, quello dei non partecipanti 91. I dati non sono destagionalizzati e, pertanto, evidenziano talvolta forti effetti di fine anno. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2017.

**Le OMRLT stanno ancora dispiegando il loro pieno impatto.** Benché la trasmissione della prima serie di OMRLT attraverso condizioni più favorevoli di erogazione del credito bancario si trovi già in uno stadio avanzato, i pieni effetti delle OMRLT-II devono ancora manifestarsi, poiché il concomitante beneficio derivante dal costo della provvista per le banche si va gradualmente trasmettendo ai prenditori mediante termini e condizioni migliori nonché criteri meno stringenti per la concessione di nuovi prestiti bancari. Va inoltre ricordato che la partecipazione alla prima OMRLT-II è stata trainata principalmente dal rimborso di fondi delle OMRLT-I. Volumi di finanziamento significativi, al netto dei rimborsi di fondi delle OMRLT-I, sono stati registrati soltanto in occasione della quarta OMRLT-II, il cui effetto deve ancora concretizzarsi.

# Articoli

## 1 Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale

*Una crescita più elevata della produttività del lavoro rappresenta un fattore fondamentale per l'innalzamento degli standard di vita nelle economie avanzate. Nell'area dell'euro, tuttavia, l'espansione della produttività del lavoro si colloca da tempo su livelli modesti, sin da prima del recente rallentamento dell'economia mondiale. Su questo sfondo, il presente articolo valuta la decelerazione della produttività nell'area dell'euro da diverse prospettive teoriche, utilizzate per spiegare il rallentamento mondiale. Tra queste rientrano il ruolo delle variazioni nella composizione settoriale dell'economia, l'impatto della crisi finanziaria globale, la possibilità di errori di misurazione, una decelerazione del tasso di progresso e di diffusione tecnologici, il minore dinamismo delle imprese e le distorsioni nell'allocazione dei fattori produttivi. L'articolo esamina inoltre fattori locali più specifici che potrebbero spiegare la persistente debolezza della produttività nell'area dell'euro, sottolineando la necessità di riforme strutturali che riducano il divario di produttività con gli Stati Uniti presente da tempo.*

### 1 Introduzione

**Una crescita più elevata della produttività del lavoro rappresenta un fattore fondamentale per l'innalzamento degli standard di vita nelle economie avanzate.** Ciò è particolarmente vero per l'area dell'euro, alla luce del previsto rapido incremento dell'età della forza lavoro. Ricerche recenti indicano che, mentre le dinamiche demografiche hanno finora esercitato un modesto impatto sull'espansione della produttività nell'area, l'invecchiamento della forza lavoro dovrebbe aumentare nei prossimi anni, compensando per circa un quarto l'incremento della produttività previsto per il periodo 2014-2035<sup>1</sup>.

**Tuttavia, di recente la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro si è collocata su livelli bassi (nel confronto storico e internazionale), anche se l'andamento si inserisce nel contesto di una generale decelerazione della produttività del lavoro a livello mondiale.** Le cause di questo più ampio rallentamento sono tuttora oggetto di un considerevole dibattito. Secondo alcuni l'evoluzione riflette principalmente fattori ciclici, connessi con l'impatto della crisi finanziaria globale, mentre altri pongono l'accento su determinanti strutturali più persistenti, tra cui le variazioni della composizione settoriale dell'economia, errori di misurazione, la decelerazione del tasso di progresso e di diffusione tecnologici oppure il calo del dinamismo delle imprese e le distorsioni nell'allocazione dei fattori produttivi.

<sup>1</sup> Cfr. Aiyar, S., Ebeke, C. e Shao, X., "The impact of workforce aging on euro area productivity", *IMF Country Report No 16/220*, luglio 2016.

## Questo articolo valuta il rallentamento della crescita della produttività nell'area dell'euro osservato nel periodo post-crisi<sup>2</sup> da una prospettiva mondiale.

La sezione 2 presenta una serie di fatti stilizzati relativi al recente rallentamento dell'espansione della produttività nell'area. La sezione 3 riporta una scomposizione contabile della crescita, da cui emerge che la decelerazione della produttività del lavoro può essere ricondotta (almeno per il periodo successivo alla crisi finanziaria globale) a una diminuzione dell'incremento dell'intensità di capitale e alla minore crescita della produttività totale dei fattori (PTF). La sezione 4 valuta le interpretazioni attualmente proposte dalla letteratura per spiegare il rallentamento della produttività su scala mondiale, mentre la sezione 5 esamina i fattori specifici dell'area dell'euro che determinano il perdurante divario di produttività con gli Stati Uniti. Il riquadro si sofferma sul contributo delle riforme strutturali all'espansione della produttività e sul possibile ruolo dei neo-costituiti comitati nazionali per la produttività. La sezione 6 conclude.

## 2 Fatti stilizzati sulla crescita della produttività nell'area dell'euro

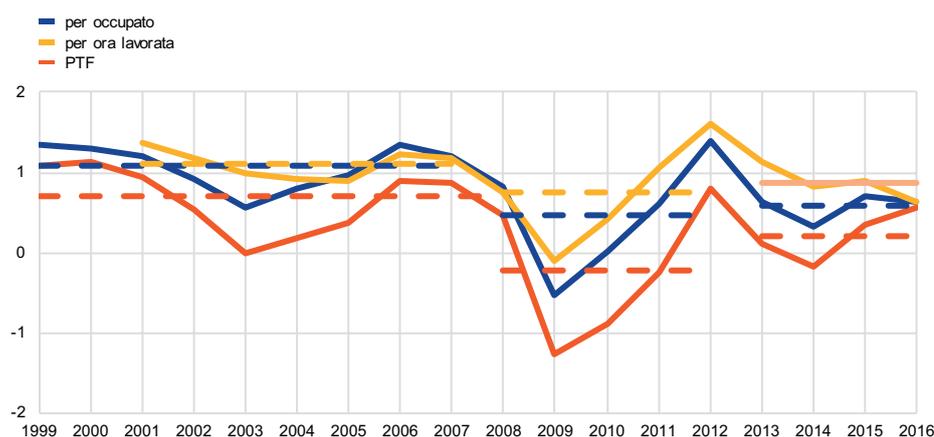
### Indipendentemente dalla metrica utilizzata, la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro evidenzia un marcato rallentamento dall'inizio della crisi economica e finanziaria globale (cfr. grafico 1).

Nel periodo 2008-2016 il tasso di crescita sui dodici mesi della produttività del lavoro pro capite è sceso nell'area, portandosi su un livello medio di circa lo 0,5 per cento (media mobile a tre anni) dall'1,1 per cento circa osservato nei dieci anni fino al 2007. Se consideriamo

#### Grafico 1

#### Crescita della produttività nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi, medie mobili a tre anni; linee tratteggiate: medie di periodo per gli intervalli pre-crisi (1999-2007), coincidenti con la crisi (2008-2012) e post-crisi (2013-2016))



Fonti: Eurostat, banca dati Ameco della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: la PTF è calcolata sulla base di stime del prodotto per occupato (provenienti dalla banca dati Ameco della Commissione europea, che riporta anche una stima per il 2016 ricavata dalle previsioni di inverno 2016 della Commissione europea).

<sup>2</sup> Ai fini del presente articolo il "periodo pre-crisi" termina nel 2007; qualsiasi riferimento al "periodo della crisi", in assenza di ulteriori specificazioni, riguarda la crisi registrata nell'area dell'euro tra il 2008 e il 2012, ivi compresi le due recessioni dell'area e il periodo fra esse intercorrente. I termini "periodo post-crisi" e "ripresa" si riferiscono al periodo a partire dal 2013 (in misura variabile a seconda della disponibilità dei dati). I termini "Grande recessione" e "crisi finanziaria mondiale" indicano la recessione mondiale sincronizzata del biennio 2008-2009.

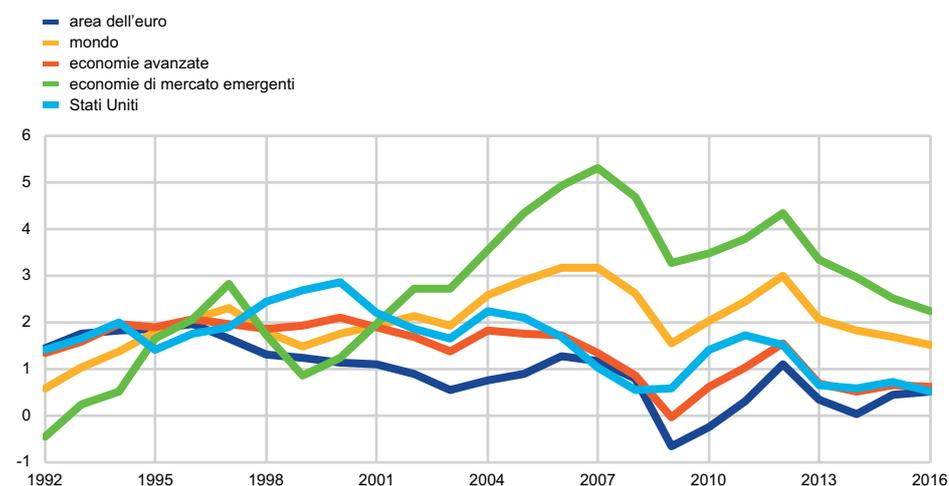
esclusivamente il periodo di ripresa post-crisi, compreso tra il 2013 e il 2016, emerge che la produttività del lavoro è aumentata in media di appena lo 0,6 per cento annuo nell'area dell'euro. Inoltre, il rallentamento risulta evidente, benché in misura variabile, indipendentemente dalla metrica scelta (prodotto per occupato, prodotto per ora lavorata o PTF).

**La crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro si è collocata di recente su livelli bassi, nel confronto storico e internazionale.** Il grafico 2 mostra che la marcata decelerazione della produttività del lavoro osservata nell'area dopo la crisi riflette una tendenza più ampia, che interessa l'insieme delle economie avanzate (ed emergenti) dalla Grande recessione del 2008-2009. Nondimeno, dai primi anni '90 a oggi l'area dell'euro è passata dall'essere una delle regioni a più rapida crescita

## Grafico 2

Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro, nel mondo e nelle regioni mondiali

(variazioni percentuali sui dodici mesi, medie mobili a tre anni)



Fonti: The Conference Board ed elaborazioni della BCE.

Nota: la produttività del lavoro è definita come prodotto per occupato.

della produttività del lavoro al registrare tassi di espansione tra i più bassi.

**Il calo della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro interessa in maniera generalizzata i diversi settori, riflettendo un marcato rallentamento dei tassi infrasettoriali più che uno spostamento della struttura industriale verso comparti caratterizzati da una scarsa produttività del lavoro.** La

tendenza di lungo periodo verso il progressivo incremento della quota dei servizi sull'economia complessiva potrebbe indurre una riduzione della crescita della produttività del lavoro aggregata, tipicamente più bassa nei servizi rispetto ad altri settori (in particolare industriali). Nondimeno, un'analisi shift and share indica che la minore espansione della produttività del lavoro aggregata a livello dell'area dell'euro dipende più da un marcato rallentamento dei tassi infrasettoriali che da effetti di composizione. Utilizzando la consueta scomposizione delle attività economiche in dieci settori, adottata nelle statistiche di contabilità nazionale (classificazione NACE

## Tavola 1

### Scomposizione del rallentamento della crescita della produttività del lavoro aggregata nell'area dell'euro nel periodo 1996-2016

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

	1996-2007	2008-2016	2013-2016
<b>Crescita complessiva della produttività del lavoro (medie di periodo)</b>	1,07	0,35	0,54
<b>Differenza rispetto alla media per il periodo 1996-2007</b>		-0,71	-0,53
<b>di cui:</b>			
effetto infrasettoriale		-0,90	-0,80
effetto di composizione dell'occupazione		0,15	0,22
effetto incrociato		0,08	0,02

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la tavola è basata su un'analisi shift and share che applica la scomposizione settoriale della classificazione NACE A10. Le date di inizio pubblicate utilizzano l'anno precedente quale anno base per il calcolo della crescita.

A10<sup>3</sup>), la tavola 1 scompone il calo medio di 0,71 punti percentuali registrato dalla crescita annua della produttività del lavoro tra il periodo pre-crisi (1996-2007) e il periodo 2008-2016 nei seguenti elementi: a) quota ascrivibile a un rallentamento dei tassi infrasettoriali di espansione della produttività del lavoro (con quote di occupazione mantenute costanti ai livelli del 2007); b) diminuzione dovuta agli effetti di una mutata composizione dell'occupazione (con crescita settoriale della produttività del lavoro mantenuta costante sulle medie pre-crisi); c) effetto incrociato per cui tipicamente la crescita della produttività del lavoro aggregata trae impulso da un'accelerazione dell'occupazione nei settori in cui la produttività del lavoro aumenta a ritmi sostenuti<sup>4</sup>. La tavola mostra che dall'inizio della crisi i tassi infrasettoriali di incremento della produttività del lavoro si sono ridotti in misura considerevole, mentre gli spostamenti dell'occupazione tra settori hanno fornito un lieve sostegno alla crescita della produttività aggregata, poiché l'aggiustamento del fattore lavoro osservato durante la crisi si è concentrato nei comparti dove la produttività risultava inferiore. Il prevalere del rallentamento dei tassi di crescita infrasettoriali quale principale determinante della decelerazione aggregata è confermato anche se si esclude il periodo pre-crisi (e si considera, cioè, soltanto il periodo di ripresa compreso tra il 2013 e il 2016).

**Il debole profilo di crescita della produttività del lavoro a livello settoriale risulta evidente anche se si utilizza una scomposizione settoriale più dettagliata, la classificazione NACE-64 (disponibile su base annua, attualmente fino al 2014).** Come mostrato nel grafico 3, quasi due terzi dei 61 settori per cui i dati sono disponibili registrano diminuzioni (spesso significative) dei tassi medi di incremento della produttività del lavoro tra i due periodi (cfr. i settori a destra della linea a 45 gradi); ciò è particolarmente vero per i comparti manifatturieri e per i servizi di mercato commerciali (ad esempio il commercio all'ingrosso, i servizi finanziari e assicurativi, i servizi legali e gestionali e i servizi connessi ai viaggi)<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Definita in *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne* (NACE).

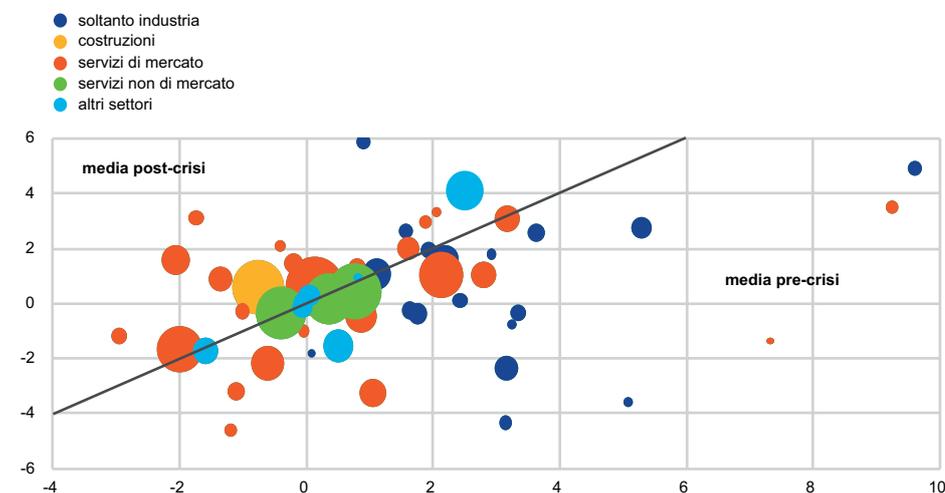
<sup>4</sup> L'analisi si basa su Antipa, P., "Productivity decomposition and sectoral dynamics", *Quarterly Selection of Articles: Banque de France Bulletin*, Banque de France, primavera 2008, pagg. 51-64.

<sup>5</sup> Risultati simili si ottengono misurando la produttività su base oraria, sebbene il quadro sia meno esaustivo a causa del numero limitato di settori per cui i dati sono disponibili (appena 22 su 64).

### Grafico 3

#### Crescita della produttività del lavoro per settore prima e dopo la crisi

(variazioni percentuali sui dodici mesi (medie di periodo); i colori indicano i principali gruppi settoriali NACE A10; le dimensioni dei cerchi riflettono la quota di ciascun settore sull'occupazione dell'area dell'euro nel 2016; i settori posti sulla linea a 45 gradi registrano tassi medi di crescita uguali prima e dopo la crisi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la produttività del lavoro è definita come prodotto per occupato. Le voci "pre-crisi" e "post-crisi" si riferiscono rispettivamente al periodo 2000-2007 e al biennio 2013-2014 (secondo i dati disponibili). La voce "altri" comprende i comparti classificati tra gli "altri servizi" (principalmente attività acicliche del settore privato, come le attività artistiche, di intrattenimento e ricreative, i servizi domestici e le attività delle organizzazioni extraterritoriali), l'agricoltura, la silvicoltura e la pesca.

## 3 Un approccio contabile alla crescita della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

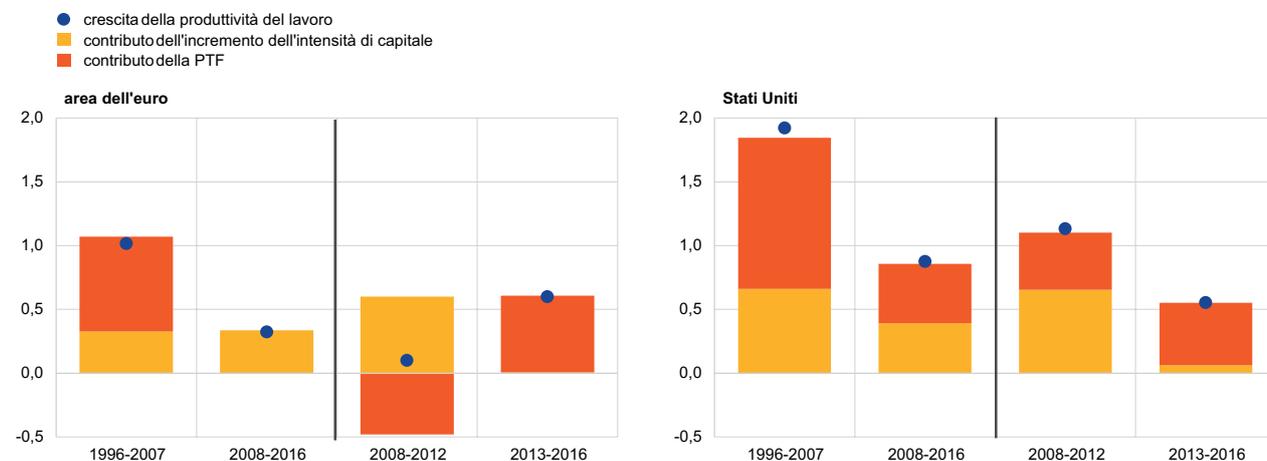
### 3.1 Scomposizione della crescita della produttività del lavoro

**Applicando un approccio di contabilità della crescita si rileva che il calo dell'espansione media della produttività del lavoro osservato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dopo la crisi può essere ricondotto sia a una marcata riduzione della crescita della PTF rispetto ai tassi pre-crisi sia, dal 2013, a un aumento sostanzialmente nullo dell'intensità di capitale.** Utilizzando i dati della banca dati Ameco della Commissione europea, il grafico 4 scompone il tasso di crescita della produttività del lavoro relativo alle due aree economiche nelle determinanti dell'aumento dell'intensità di capitale (vale a dire il ritmo a cui cresce il rapporto capitale/lavoro) e della PTF (che riflette l'espansione di fondo della produttività generata da maggiori efficienze dei processi produttivi e da progressi tecnologici) con riguardo al periodo pre-crisi (1996-2007) e al periodo 2008-2016, dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale. Un confronto tra gli andamenti registrati nelle due aree economiche prima e dopo l'inizio della Grande recessione nel 2008 mostra che, nel complesso (per la singola area economica cfr. le prime due colonne nel grafico 4), il marcato calo della crescita della produttività del lavoro sembra essere trainato da una netta riduzione dell'espansione di fondo della PTF in entrambe le aree. Nell'intero periodo 2008-2016 l'aumento dell'intensità di capitale non ha rallentato nell'area dell'euro e si è ridotto in misura solo moderata negli Stati Uniti, soprattutto per effetto della significativa diminuzione dei posti di lavoro al culmine della crisi (specie nel biennio 2008-2009).

## Grafico 4

### Crescita della produttività del lavoro e scomposizione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(medie di periodo di variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali\*)



Fonti: banca dati Ameco della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la produttività è misurata in termini di prodotto per occupato; \* i contributi sono calcolati utilizzando una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, con una stima dei contributi provenienti dall'aumento dell'intensità di capitale basata su quote fattoriali medie a due periodi; i contributi della PTF sono ottenuti come residuo. Le rilevazioni per il 2016 sono stime fondate sulle previsioni economiche di inverno 2016 della Commissione europea.

### **Nondimeno, nel periodo 2013-2016 l'aumento dell'intensità di capitale ha pressoché stagnato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.**

Benché sia interessante mettere a confronto il periodo precedente lo scoppio della crisi finanziaria globale e quello successivo, va rilevato che quest'ultimo può essere suddiviso in due fasi distinte. La prima di queste fasi (dal 2008 a tutto il 2012) è stata caratterizzata in entrambe le economie da forti riduzioni del PIL in termini reali; tuttavia l'andamento non si è protratto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro, dove il rallentamento si è esteso alla Grande recessione e alla crisi del debito sovrano. La seconda fase copre la ripresa, iniziata nel 2013. La scomposizione dell'intervallo dallo scoppio della crisi in queste due fasi conferma il generale rallentamento della crescita della PTF nel periodo post-crisi rispetto ai livelli medi registrati prima della crisi (per la singola area economica cfr. la prima e l'ultima colonna nel grafico 4); ne emerge inoltre che entrambe le aree economiche hanno registrato un aumento pressoché nullo dell'intensità di capitale dopo la crisi, per tutto l'intervallo 2013-2016.

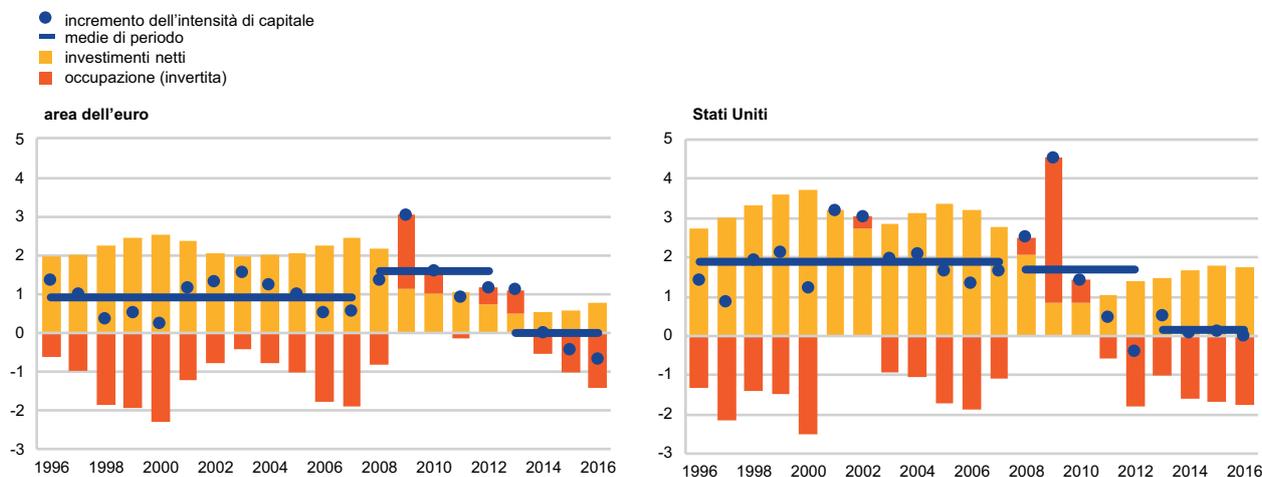
### **3.2 I fattori alla base del rallentamento dell'aumento dell'intensità del capitale dopo la crisi**

**L'incremento dell'intensità di capitale è un processo mirato ad accrescere il rapporto capitale/lavoro innalzando il capitale rispetto alla forza lavoro.** Tale rapporto, tuttavia, può anche celare un aumento "artificiale" dell'intensità di capitale nei periodi di bassi investimenti netti, quando un significativo calo dei posti di lavoro fa salire meccanicamente il rapporto tra stock di capitale netto esistente e forza lavoro ridotta. Il grafico 5 mostra che, nei momenti di massimo impatto della crisi, l'incremento dell'intensità di capitale ha ricevuto un certo sostegno in entrambe le aree economiche (mostrando, di fatto, un lieve rialzo nell'area dell'euro) soprattutto per effetto della forte diminuzione dei posti di lavoro in alcuni paesi e settori; ciò ha

## Grafico 5

### Aumento dell'intensità di capitale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: banca dati Ameco della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le rilevazioni per il 2016 sono stime basate sulle previsioni economiche di inverno 2016 della Commissione europea. Le medie di periodo corrispondono rispettivamente ai periodi 1996-2007, 2008-2012 e 2013-2016.

meccanicamente sospinto l'aumento dell'intensità di capitale, nonostante la marcata contrazione degli investimenti netti<sup>6</sup>.

#### Il rallentamento dell'aumento dell'intensità di capitale osservato dal 2013

**riflette sia un minore tasso di investimento netto sia una ripresa della crescita dell'occupazione.** Negli Stati Uniti il tasso di investimento netto si è quasi dimezzato

rispetto ai livelli pre-crisi, portandosi intorno all'1,7 per cento annuo nel periodo 2013-2016; nell'area dell'euro, tuttavia, è diminuito in misura molto più pronunciata (e a partire da un livello inferiore), collocandosi ad appena lo 0,6 per cento l'anno, circa un quarto del tasso annuo medio osservato prima della crisi<sup>7</sup>. Nondimeno, il più debole aumento dell'intensità di capitale rilevato in entrambe le economie dal 2013 riflette anche il marcato effetto di compensazione esercitato dalla crescita dell'occupazione, relativamente forte se si considera la portata della ripresa dell'attività economica. Tale effetto ha frenato il tasso di incremento dell'intensità di capitale e, di fatto, ha interamente compensato il debole ritmo di crescita degli investimenti nell'area dell'euro (benché questo mostri attualmente una modesta espansione).

#### Sono state proposte diverse spiegazioni per il rallentamento dell'aumento dell'intensità di capitale in atto dal 2013.

Tra queste rientrano: a) la netta concentrazione della ripresa nei settori trainati dai consumi (andamento comune a entrambe le aree economiche), dove la crescita interessa fortemente i servizi a più alta intensità di lavoro<sup>8</sup> e in cui il potenziale di sostituzione tra capitale e lavoro resta piuttosto

<sup>6</sup> Al netto di ammortamenti e di qualsiasi rilevazione dell'obsolescenza del capitale esistente.

<sup>7</sup> Cfr. anche l'articolo *L'evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dalla crisi* nel numero 7/2016 di questo Bollettino. L'articolo contiene un riquadro sulle implicazioni per l'aumento dell'intensità di capitale.

<sup>8</sup> Ad esempio il commercio al dettaglio, l'assistenza sanitaria e altri servizi non di mercato, nonché i settori dei servizi professionali e amministrativi. Cfr. anche l'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

limitato, sommandosi a una persistente debolezza degli investimenti nelle costruzioni (specie nell'area dell'euro); b) l'impatto della crisi finanziaria globale e, al suo indomani, il persistere di vincoli creditizi (esaminati nella successiva sezione 4.1); c) un certo ulteriore potenziale di compensazione della componente "artificiale" dell'aumento dell'intensità di capitale avutasi nei momenti di massima profondità della crisi. È probabile che tutti questi tre elementi contribuiscano a spiegare i bassi tassi di incremento dell'intensità di capitale registrati sia negli Stati Uniti sia nelle economie dell'area dell'euro nel corso della ripresa.

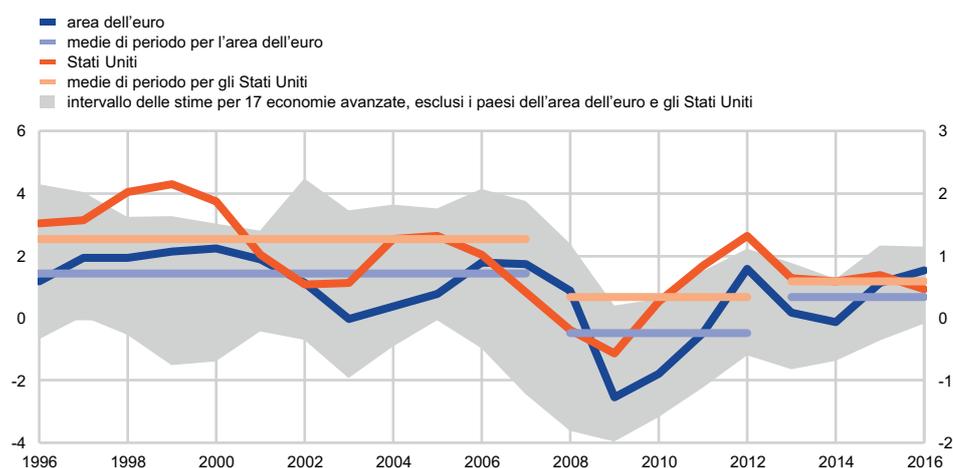
### 3.3 La tendenza discendente della crescita della PTF

**Su un orizzonte di più lungo termine, e in una prospettiva più globale, il rallentamento della crescita della PTF sembra essere stato il principale fattore alla base della decelerazione della produttività del lavoro osservata dalla metà degli anni '90 (cfr. grafico 6).** Malgrado il divergere delle stime dei tassi di crescita della PTF nell'area dell'euro e negli Stati Uniti prima e dopo la crisi (soprattutto a causa di differenze metodologiche<sup>9</sup>), tutte evidenziano la significativa decelerazione della PTF nelle due aree economiche dopo la crisi. Se si includono le stime relative ad altre 17 economie avanzate (cfr. l'area ombreggiata del grafico 6), diviene chiaro che in diverse economie avanzate è ampiamente riscontrabile un calo generalizzato dei tassi medi di incremento della PTF a partire dalla metà degli anni '90 (nonostante un modesto recupero dai tassi negativi osservati nell'area dell'euro all'apice della crisi finanziaria globale). Rispetto a gran parte delle economie avanzate, l'area aveva registrato una fiacca evoluzione della PTF sin dalla metà degli anni '90.

#### Grafico 6

#### Crescita della PTF nelle economie avanzate

(medie mobili a tre anni di variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: area dell'euro e Stati Uniti; scala di sinistra: altre economie avanzate)



Fonti: banca dati Ameco della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata mostra l'intervallo delle stime relative a 17 economie avanzate (esclusi i paesi dell'area dell'euro e gli Stati Uniti): Australia, Bulgaria, Canada, Croazia, Repubblica Ceca, Danimarca, Ungheria, Islanda, Giappone, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Polonia, Romania, Svezia, Svizzera e Regno Unito. Le medie di periodo sono calcolate rispettivamente per gli intervalli 1996-2007, 2008-2012 e 2013-2016.

<sup>9</sup> Le stime variano principalmente a causa di differenze nella specificazione della funzione di produzione sottostante le scomposizioni contabili della crescita. Tuttavia, sia le diverse stime disponibili per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti (provenienti soprattutto dalla banca dati Ameco e da The Conference Board) sia le stime per i singoli paesi formulate da altre organizzazioni internazionali, quali l'FMI e l'OCSE, suggeriscono tipicamente un marcato calo dei tassi post-crisi di crescita della PTF rispetto ai livelli pre-crisi.

## 4 Le cause del rallentamento della produttività: interpretazioni contrastanti

**La letteratura ha proposto una serie di interpretazioni alternative per spiegare il calo di lungo periodo registrato negli ultimi anni dalla crescita della produttività complessiva, in particolare della PTF.** La presente sezione valuta l'efficacia di ciascuno di questi fattori nel far luce sul recente rallentamento dell'espansione della produttività nell'area dell'euro, sullo sfondo della più ampia decelerazione mondiale.

### 4.1 L'impatto della crisi sulla crescita della produttività nell'area dell'euro

**La crisi finanziaria globale iniziata nel 2008 ha probabilmente contribuito al rallentamento del tasso medio di crescita della produttività nell'area dell'euro a partire dalla crisi.** Diversi meccanismi sono tipicamente associati con la più debole espansione della produttività che segue cicli finanziari di espansione e contrazione. In primo luogo, la riallocazione di risorse precedentemente connessa all'accumularsi di squilibri nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi dell'area dell'euro, prima dell'inizio della Grande recessione, potrebbe essere ostacolata dai vincoli ancora gravanti sull'offerta di credito in un quadro di lenta ripresa del sistema finanziario<sup>10</sup>. Tali vincoli frenano con molta probabilità l'espansione di imprese giovani e di piccole dimensioni ma altamente produttive. In secondo luogo, anche le misure di concessione (forbearance) regolamentari e regimi di insolvenza inadeguati possono immobilizzare capitale presso imprese con bassi livelli di produttività, impedendo che si producano gli effetti risananti tipicamente indotti da una recessione. Infine, i rischi di isteresi derivanti da prolungati interventi di risanamento dei bilanci nel settore privato possono indebolire la domanda e gli investimenti interni, frenando potenzialmente l'innovazione tecnologica<sup>11</sup>.

**Benché la crisi abbia contribuito in misura significativa all'ulteriore riduzione della crescita della produttività nell'area dell'euro dal 2008, essa non aiuta a chiarire una questione più fondamentale: i motivi per cui la produttività dell'area crescesse già in precedenza a ritmi relativamente deboli nel confronto internazionale.** Per individuare le cause di tale andamento, la sezione sottostante esamina in dettaglio le determinanti di fondo dell'espansione della produttività.

### 4.2 Errori di misurazione del prodotto e degli input

**Si sostiene spesso che un errore di misurazione può dar luogo soltanto a una sottostima del tasso reale di crescita della produttività attualmente registrato nelle economie avanzate.** La letteratura esamina una serie di nodi problematici legati agli errori di misurazione. Tra questi rientra l'errata misurazione dei beni e

<sup>10</sup> Cfr. Borio, C., Kharroubi, E., Upper, C. e Zampolli, F., "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016; Reinhart, C. e Rogoff, K., *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

<sup>11</sup> Studi recenti condotti da esperti dell'FMI evidenziano che la crisi ha avuto un "significativo impatto avverso" sulla crescita della PTF nell'area dell'euro successivamente alla crisi. Cfr. "Gone with the headwinds: global productivity", presentazione dell'FMI, 2 febbraio 2017. Nota di discussione (IMF Staff discussion note) la cui pubblicazione è prevista per marzo-aprile 2017. Secondo le stime dell'FMI è probabile che, nel periodo post-crisi, la sola incertezza riguardo alle politiche abbia ridotto di circa 0,1-0,2 punti percentuali l'anno la crescita della PTF nell'insieme delle economie avanzate, con un impatto particolarmente pronunciato in Europa.

servizi connessi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), dovuta alla difficoltà di misurare i miglioramenti della qualità di hardware e software TIC; negli Stati Uniti, in particolare, i prezzi misurati degli hardware hanno mostrato di recente una riduzione che alcuni ritengono inspiegabilmente modesta rispetto all'esperienza storica. La letteratura individua inoltre la mancanza di una rilevazione esaustiva degli investimenti immateriali nei conti nazionali<sup>12</sup> ed esamina l'idea più generale secondo la quale molte innovazioni recenti, non essendo commercializzate, non sono colte nelle statistiche di contabilità nazionale, con il risultato che la crescita del PIL, su cui le dinamiche della produttività si basano, viene significativamente sottostimata.

**Malgrado i benefici delle innovazioni connessi al crescente numero di beni digitali gratuiti e alla “economia della condivisione”, la crescita della PTF desunta dal mercato ha segnato un considerevole rallentamento per diversi decenni consecutivi.** Come osservato da Robert Gordon, esempi di innovazioni che hanno prodotto vasti effetti sul benessere dei consumatori si rintracciano ben prima della rivoluzione delle TIC; basti pensare all'invenzione dell'elettricità o del telefono<sup>13</sup>.

Meritano forse maggiore attenzione i timori riguardanti l'inadeguata misurazione degli investimenti immateriali nonché dei progressi nella qualità dei beni e servizi connessi alle TIC e della forza lavoro, che potrebbe distorcere le stime di prodotto e input e condurre a conclusioni fuorvianti sulla produttività del lavoro e sulla crescita della PTF. Si sta attualmente cercando di mitigare queste carenze, in particolare attraverso: a) l'impegno concertato per la creazione di misure più efficaci delle “attività immateriali” nelle fonti dei dati di contabilità nazionale, con l'inclusione nel Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010)<sup>14</sup> dei “prodotti di proprietà intellettuale”; b) tentativi volti a rivalutare gli andamenti dei prezzi basati sulle TIC (e, più in generale, il nesso fra TIC e crescita della produttività); c) maggiori sforzi per isolare più accuratamente l'impatto dei miglioramenti delle competenze. Nondimeno, alla luce della decelerazione sincronizzata della PTF osservata a livello internazionale dall'inizio della Grande recessione, che ha interessato paesi diversi tra loro per grado di sviluppo economico, strutture economiche e livello di istruzione della popolazione, sembra improbabile che gli errori di misurazione siano una delle principali cause del rallentamento della crescita della PTF misurato in diverse economie o del marcato calo dell'espansione della PTF avvenuto nell'area dell'euro dall'insorgere della crisi.

#### 4.3 La riduzione del tasso di progresso tecnologico

**Secondo un'interpretazione ampiamente condivisa, il calo della crescita della produttività aggregata registrato in diverse economie avanzate va probabilmente ricondotto a un rallentamento del tasso di progresso tecnologico in vari settori, dovuto al carattere meno “rivoluzionario” delle innovazioni tecnologiche introdotte negli ultimi anni<sup>15</sup>.** Di conseguenza, le

<sup>12</sup> Cfr. Corrado, C., Hulten, C. e Sichel, D., “Intangible Capital and Economic Growth”, *NBER Working Paper Series*, n. 11948, gennaio 2006.

<sup>13</sup> Cfr. Gordon, R., *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*, Princeton University Press, 2016.

<sup>14</sup> Sistema europeo dei conti nazionali e regionali che utilizza i livelli di aggregazione della classificazione NACE Rev. 2 (2010).

<sup>15</sup> Gordon, R., op. cit..

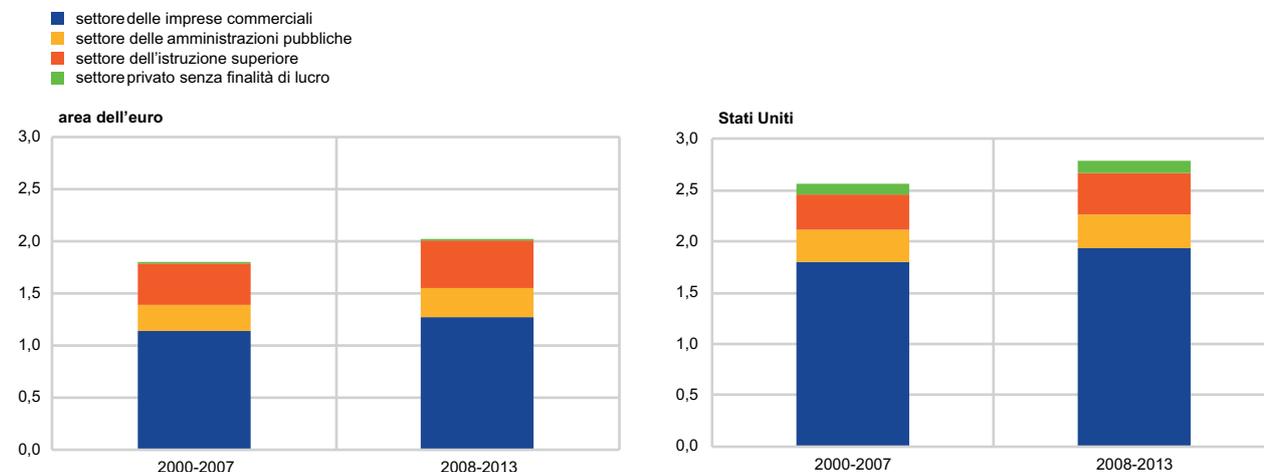
recenti innovazioni tecnologiche potrebbero essere semplicemente meno pervasive di invenzioni precedenti quali il trasporto ferroviario, l'elettricità o il telefono ed è quindi probabile che esercitino un impatto molto inferiore sulla crescita della PTF.

**Analogamente, altri intravedono nel rallentamento segnato dalla crescita della PTF negli Stati Uniti dai primi anni 2000 un segnale che le innovazioni legate alle TIC hanno ormai esaurito il proprio effetto di incremento della produttività**, come suggerisce il fatto che il rallentamento è più pronunciato nei settori ad alta intensità di produzione o di utilizzo di TIC<sup>16</sup>. Molti, tuttavia, ribattono che la rivoluzione delle TIC non ha ancora esplicitato appieno i propri benefici, citando i rendimenti potenziali derivanti, ad esempio, dai prodotti miniaturizzati con connettività integrata, dall'intelligenza artificiale, dalla robotica, dalle automobili con pilota automatico, dai droni, dalla stampa in 3D, dai servizi cloud e dai big data, e sostenendo che un cospicuo incremento della produttività aggregata si osserverà, probabilmente, solo con un notevole ritardo temporale<sup>17</sup>. Inoltre, l'argomentazione secondo cui la marcata decelerazione della PTF registrata nell'area dell'euro dalla crisi sarebbe dovuta a un rallentamento del tasso di progresso tecnologico non sembra del tutto convincente, anche perché i benefici della rivoluzione delle TIC per la crescita della PTF sono stati minori nell'area rispetto, ad esempio, agli Stati Uniti.

## Grafico 7

### Spesa in ricerca e sviluppo per settore nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(spesa in ricerca e sviluppo in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i periodi sono limitati dalla disponibilità dei dati.

<sup>16</sup> Cfr. Fernald, J., "Productivity and potential output before, during, and after the Great Recession", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, settembre 2012; Cetto, G., Fernald, J. e Mojon, B., "The pre-Great Recession slowdown in productivity" *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, aprile 2016.

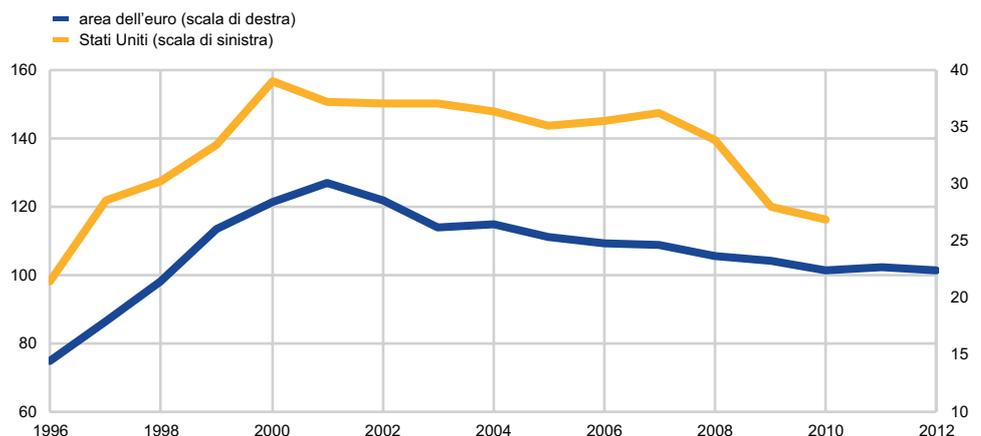
<sup>17</sup> Cfr. ad esempio Mokyr, J., "Is technological progress a thing of the past?", disponibile all'indirizzo <http://voxeu.org/article/technological-progress-thing-past>; Nordhaus, W., "Productivity growth and the new economy", *NBER Working Paper Series*, n. 8096, gennaio 2001; Brynjolfsson, E. e McAfee, A., *Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy*, Digital Frontier Press, Massachusetts, 2011; Brynjolfsson, E. e McAfee, A., *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a time of Brilliant Technologies*, W. W. Norton & Company, New York, 2014.

**Più in generale, le evidenze disponibili riguardo alla spesa in ricerca e sviluppo (R&S) e ai brevetti di alta tecnologia non indicano un brusco rallentamento del progresso tecnologico su scala mondiale negli ultimi anni.** Come mostra il grafico 7, il rapporto tra spesa in R&S e PIL è tipicamente aumentato sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti dopo l'inizio della Grande recessione, ossia nel periodo 2008-2013 (l'intervallo è limitato dalla disponibilità dei dati), suggerendo che non vi è stata una considerevole flessione delle risorse destinate all'innovazione. Analogamente, nonostante il lieve calo dai punti di massimo dei primi anni 2000, le domande di brevetti di alta tecnologia presentate e approvate restano su livelli elevati nel confronto storico (cfr. grafico 8). Nondimeno, per quanto concerne le cause del "divario di produttività" di più lungo periodo tra area dell'euro e Stati Uniti, resta notevole la maggiore quota di brevetti di alta tecnologia per abitante registrata sull'altra sponda dell'Atlantico (come pure il maggior numero assoluto di domande di brevetto depositate presso l'Ufficio europeo di brevetti da imprese statunitensi rispetto a quelle di società con sede nell'area dell'euro).

### Grafico 8

#### Domande di brevetti di alta tecnologia presentate/approvate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(brevetti richiesti/concessi per milione di abitanti)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati statunitensi si riferiscono ai brevetti concessi a imprese statunitensi dallo US Patent and Trademark Office (USPTO), mentre i dati per l'area dell'euro indicano le domande di brevetto presentate all'Ufficio europeo dei brevetti (UEB) da società dell'area dell'euro.

**Sotto un profilo più aneddotico, negli ultimi anni vi sono stati importanti avanzamenti tecnologici che potrebbero ancora determinare considerevoli incrementi della produttività aggregata, benché con uno scarto temporale.**

Tali progressi migliorerebbero probabilmente gli scambi e la cooperazione, oltre ad aumentare l'accessibilità di prodotti e servizi e a ridurre i tempi dell'offerta.

#### 4.4 Il calo del tasso di diffusione tecnologica e le maggiori distorsioni nell'allocazione degli input

**Più di un eventuale venir meno del contenuto di innovazione, un ruolo potenzialmente importante potrebbe spettare al più debole ritmo di diffusione tecnologica, per effetto del quale le ultime invenzioni non vengono incorporate nei processi produttivi delle imprese con la stessa rapidità degli scorsi anni.**

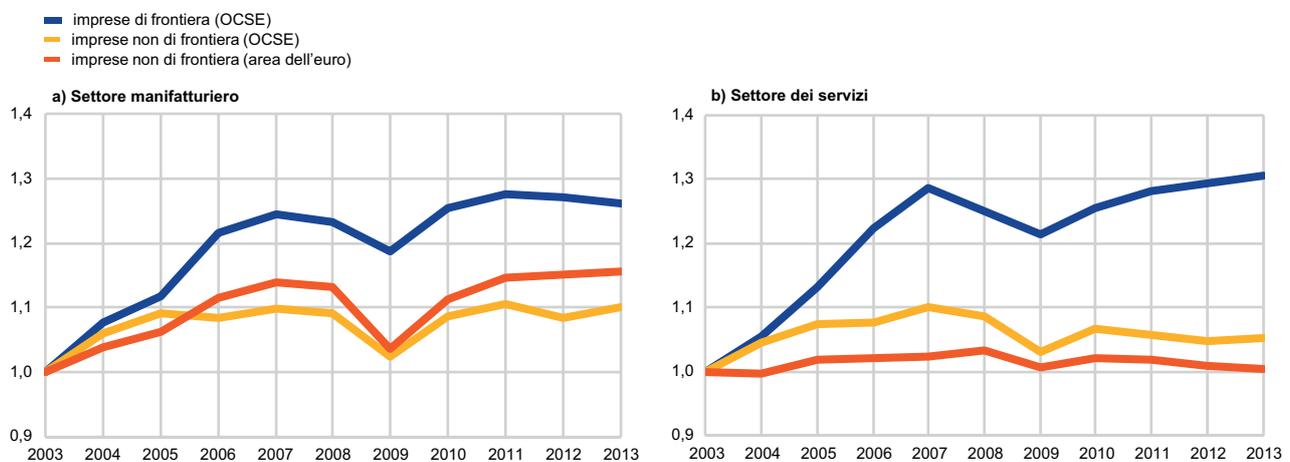
Affinché le innovazioni tecnologiche esercitino un impatto tangibile sulla crescita della PTF delle imprese, occorrono spesso mutamenti delle strutture organizzative e dei modelli imprenditoriali. Un possibile indicatore dell'entità della diffusione tecnologica, proposto dall'OCSE, è costituito dal divario in termini di incremento della produttività del lavoro tra le imprese di frontiera internazionali (quelle, cioè, che creano conoscenza) e gli altri soggetti che operano nello stesso settore<sup>18</sup>. Secondo questo indicatore, nelle economie avanzate dell'OCSE la diffusione tecnologica è diminuita nei primi anni 2000 (quando sono divenuti disponibili per l'Europa dati a livello di impresa comparabili tra paesi), come dimostrato dall'ampliarsi del divario in termini di andamenti della produttività del lavoro tra imprese di frontiera e altre realtà attive nello stesso settore (cfr. grafico 9, riquadri a) e b)).

**Il rallentamento della diffusione tecnologica ha interessato il settore dei servizi nell'area dell'euro più che in altre economie avanzate.** I riquadri a) e b) del grafico 9 utilizzano la serie di dati di CompNet<sup>19</sup> per analizzare l'evoluzione della produttività del lavoro delle imprese in cinque grandi paesi dell'area (Belgio, Spagna, Francia, Italia e Finlandia), approssimando la crescita della produttività del lavoro delle imprese non di frontiera attraverso l'evoluzione dell'impresa mediana<sup>20</sup> di ciascun settore; ne emerge che il divario in termini di produttività del lavoro tra

## Grafico 9

### Diffusione tecnologica nei settori manifatturiero e dei servizi in alcuni paesi dell'area dell'euro

(crescita della produttività del lavoro sui dodici mesi per le imprese di frontiera e non; 2003 = 1)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati dell'OCSE e sulla quinta serie di dati di CompNet.

Note: gli andamenti della produttività delle imprese di frontiera e non di frontiera nei paesi dell'OCSE sono tratti dal rapporto *The future of productivity*, OCSE, 2015. La crescita della produttività nell'area dell'euro è approssimata come media non ponderata, per Belgio, Spagna, Francia, Italia e Finlandia, dell'impresa mediana in ciascun settore classificato a una cifra (sulla base della classificazione NACE Rev. 2). I settori dei servizi classificati a una cifra secondo NACE Rev. 2 sono quindi aggregati con le quote del valore aggiunto.

<sup>18</sup> Cfr. *The future of productivity*, OCSE, 2015.

<sup>19</sup> I dati microaggregati di CompNet si basano su dati amministrativi provenienti dai registri delle imprese e contengono informazioni armonizzate tra paesi sui principali momenti della distribuzione (ad esempio media, mediana e deviazione standard) per un certo numero di variabili relative ai risultati e alla competitività delle imprese in ciascun settore. I dati si riferiscono a imprese con più di 20 occupati e sono ponderati per la popolazione. Per maggiori informazioni, cfr. Lopez-Garcia, P., di Mauro, F. e la Task Force CompNet, "Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database", *Working Paper Series*, n. 1764, BCE, 2015.

<sup>20</sup> L'impresa mediana è stata scelta perché evidenzia dinamiche della produttività del lavoro che seguono molto da vicino la media ponderata della crescita della produttività del lavoro per le imprese non di frontiera di un dato settore.

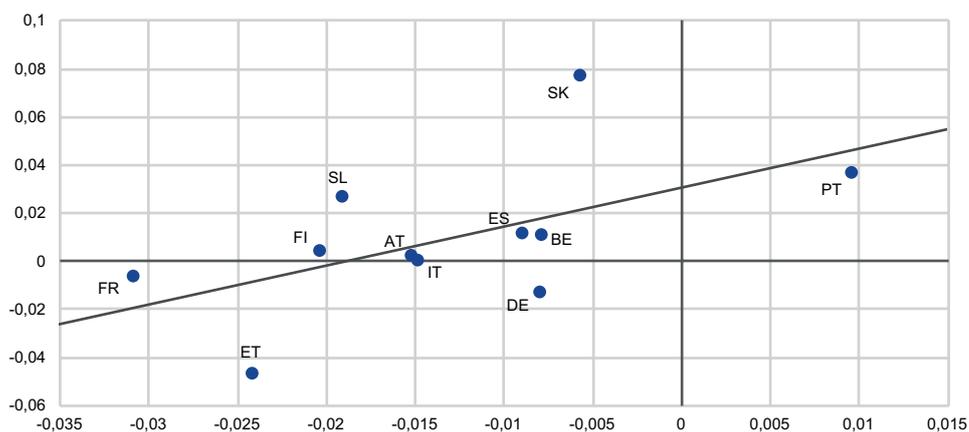
imprese di frontiera operanti in paesi dell'OCSE e imprese non di frontiera attive in paesi dell'area dell'euro si è ampliato prima della crisi finanziaria mondiale. Pur essendo evidente sia nel settore manifatturiero sia nei servizi, il rallentamento della diffusione tecnologia appare notevolmente più pronunciato nel settore dei servizi dell'area dell'euro che in quello di altre economie avanzate. Il divario di produttività è sceso in misura moderata durante la crisi, forse a causa dell'uscita dal mercato delle imprese non di frontiera meno produttive, ma sembra aver evidenziato un nuovo incremento, almeno nel caso dei servizi.

**Vi sono tre cause fondamentali alla base di questi andamenti: a) la crescente importanza della cosiddetta conoscenza “facita”, acquisita attraverso la pratica; b) una decelerazione degli investimenti immateriali delle imprese non di frontiera; c) il calo del dinamismo delle imprese.** Benché i fattori all'origine del rallentamento della diffusione tecnologica non siano ancora del tutto chiari, sono state proposte diverse interpretazioni, coerenti fra loro. La letteratura pone l'accento sul crescente ruolo degli investimenti in capitale umano, effettuati dalle imprese per aumentare la propria capacità di assorbimento<sup>21</sup>. Inoltre, nel caso delle imprese non di frontiera gli investimenti in attività immateriali (tra cui attività di R&S, competenze specifiche delle singole imprese e varie forme di proprietà intellettuale), che sono un'altra fondamentale determinante della capacità di assorbimento delle imprese, non hanno tenuto il passo con le innovazioni tecnologiche ed è quindi probabile che abbiano inciso negativamente sulla diffusione tecnologica<sup>22</sup>. Il grafico 10 mostra che il

### Grafico 10

#### Assorbimento della tecnologia e investimenti immateriali di imprese non di frontiera in 11 paesi dell'area dell'euro

(asse delle ascisse: divario in termini di beni immateriali tra imprese di frontiera e altre imprese a livello nazionale (media annua per il periodo 2010-2013); asse delle ordinate: divario in termini di crescita della produttività del lavoro (media annua per il periodo 2010-2013))



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati Amadeus.

Note: il divario in termini di crescita della produttività del lavoro e di investimenti tra imprese di frontiera e altre imprese è calcolato al livello dei settori classificati a due cifre secondo NACE Rev. 2. Le medie per paese sono ottenute utilizzando pesi basati sulla quota di ciascun settore sul valore aggiunto complessivo. Gli investimenti immateriali sono misurati come rapporto tra la somma di attività immobilizzate immateriali reali e ammortamento e le attività immobilizzate immateriali reali differite.

<sup>21</sup> Cfr. ad esempio Griffith, R., Redding, S. e Van Reenen, J., "Mapping the two faces of R&D: productivity growth in a panel of OECD industries", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n. 4, novembre 2004, pagg. 883-95.

<sup>22</sup> Cfr. ad esempio Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. e Iommi, M. "Intangible capital and growth in advanced economies: measurement methods and comparative results", reperibile all'indirizzo <http://www.intan-invest.net>.

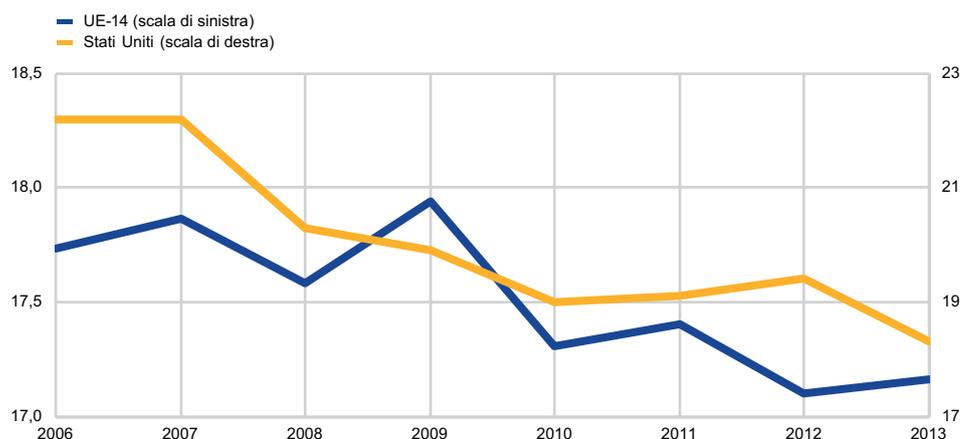
divario di crescita della produttività del lavoro tra imprese di frontiera e altre imprese è più ampio ove gli investimenti immateriali della seconda categoria sono inferiori rispetto agli investimenti delle realtà di frontiera (dopo aver controllato per il settore NACE).

**Un'ulteriore ragione del rallentamento della diffusione tecnologica può essere costituita dal minore dinamismo delle imprese, ovvero dall'entità del fenomeno della "distruzione creativa".** Poiché le imprese giovani e in forte crescita possono rappresentare un essenziale motore di innovazione (anche esercitando pressione sui soggetti già esistenti affinché introducano innovazioni e divengano più produttivi, nonché accelerando la riallocazione del lavoro), la letteratura individua un nesso significativo fra il tasso di ingresso delle imprese nel mercato e la creazione e diffusione di tecnologie<sup>23</sup>. Benché dati comparabili tra paesi sulle chiusure e aperture di imprese non siano disponibili per l'intera area dell'euro, le statistiche riguardanti gli UE-14 indicano una tendenza discendente del tasso di "ricambio" delle imprese (vale a dire il processo di sostituzione delle società che abbandonano il mercato con nuovi operatori); un'evoluzione analoga è stata registrata anche negli Stati Uniti (cfr. grafico 11).

### Grafico 11

#### Ricambio delle imprese negli Stati Uniti e in Europa

(somma dei tassi di apertura e di chiusura delle imprese)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati di US Census Bureau e di Eurostat.

Note: gli UE-14 comprendono i paesi che avevano aderito all'UE nel 1995 ad eccezione della Grecia (per mancanza di dati). Il 2006 è il primo esercizio per cui sono disponibili dati completi per tutti gli UE-14.

**Il dinamismo delle imprese influisce sull'allocazione del capitale e/o del lavoro tra esse e può quindi esercitare un impatto diretto sulla crescita della produttività del lavoro a livello infrasettoriale.** Una determinante significativa dell'espansione della produttività del lavoro è costituita dal grado di efficienza con cui tali input produttivi sono distribuiti tra le varie imprese, anche all'interno della stessa divisione settoriale ("efficienza allocativa")<sup>24</sup>. Vista l'eterogeneità tra i risultati

<sup>23</sup> Cfr. ad esempio Haltiwanger, J., Jarmin, R., Kulick, R. e Miranda, J., "High growth young firms: contribution to job, output and productivity growth", unpublished manuscript, 2016; Baumann, U., e Vasardani, M., "The slowdown in US productivity – what explains it and will it persist?", *Bank of Greece Working Paper Series*, n. 215, novembre 2016.

<sup>24</sup> Cfr. l'articolo *Eterogeneità tra imprese e competitività nell'Unione europea* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

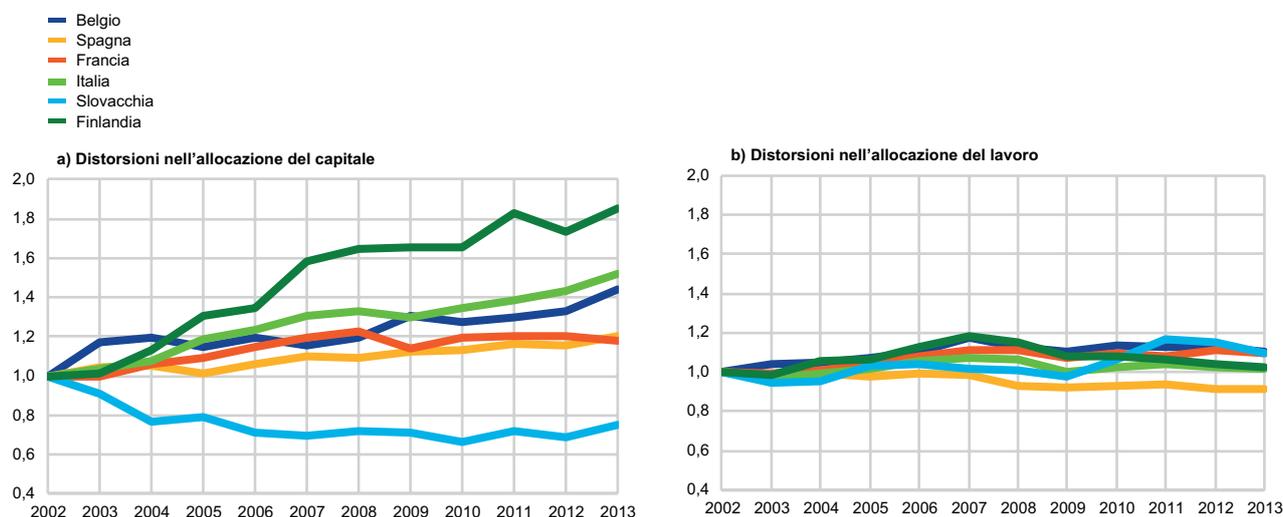
delle imprese, è possibile ottenere significativi incrementi della produttività del lavoro aggregata riallocando risorse (ad esempio forza lavoro e capitale) dalle realtà scarsamente produttive a quelle altamente produttive; secondo alcune ricerche, tale fenomeno può determinare anche metà della crescita della produttività del lavoro aggregata<sup>25</sup>. L'indicatore più utilizzato (benché imperfetto) delle distorsioni nell'allocazione del capitale e del lavoro è rappresentato dalla dispersione del prodotto marginale del capitale e del lavoro tra imprese di un medesimo settore<sup>26</sup>. Alla base di questa misura vi è l'idea che, per conseguire l'efficienza allocativa in un particolare settore nel quale si ipotizza che le imprese sostengano gli stessi costi marginali, le risorse dovrebbero passare da un operatore all'altro sino a portare in pareggio la produttività marginale degli input. Nondimeno, la presenza di attriti nei mercati del lavoro, dei beni e servizi e del credito può ostacolare la riallocazione e frenare così in misura significativa l'evoluzione della produttività del lavoro. Tanto più ampia è la dispersione del prodotto marginale del capitale e del lavoro, tanto più gravosi gli effetti sulla crescita della produttività del lavoro aggregata.

**In diversi paesi dell'area dell'euro vi sono evidenze di una crescente inefficienza dell'allocazione del capitale, rispetto alla dinamica più stagnante delle distorsioni nell'allocazione del lavoro.** Se si considerano nuovamente i dati tra paesi e settori di CompNet, la distorsione nell'allocazione del capitale sembra essere in rialzo dai primi anni 2000 nella maggior parte delle economie dell'area per

## Grafico 12

Andamenti delle distorsioni nell'allocazione del capitale e del lavoro in sei paesi dell'area dell'euro nel periodo 2002-2013

(medie ponderate della dispersione del prodotto marginale tra imprese di uno stesso settore; 2002 = 100)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulla quinta serie di dati di CompNet.

<sup>25</sup> Le stime dell'importanza relativa di queste componenti della crescita della PTF dipendono fortemente dal paese, dal settore, dal periodo e dalla metodologia di scomposizione utilizzata. Le percentuali indicative qui riportate si basano su una selezione di studi riguardanti il settore manifatturiero statunitense, tratta da Gamberoni, E., Giordano, C. e Lopez-Garcia, P., "Capital and labour (mis) allocation in the euro area: some stylized facts and determinants", *Working Paper Series*, n. 1981, BCE, novembre 2016.

<sup>26</sup> Cfr. Hsieh, C.-T. e Klenow, P.J., "Misallocation and manufacturing TFP in China and India", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, numero 4, novembre 2009, pagg. 1403-48.

cui i dati sono disponibili (ad eccezione della Slovacchia; cfr. grafico 12, riquadro a)). Questa tendenza ascendente, inoltre, è trainata principalmente dai settori dei servizi. Contemporaneamente, le distorsioni nell'allocazione del lavoro sono aumentate in misura molto meno marcata (cfr. grafico 12, riquadro b), registrando persino una lieve diminuzione nel caso della Spagna. Tendenze analoghe sono state osservate sia per il capitale sia per il lavoro in altre economie mature, tra cui gli Stati Uniti e il Giappone<sup>27</sup>.

## 5 Vincoli aggiuntivi nell'area dell'euro

**Oltre ai fattori globali già esaminati, è possibile individuare una serie di ulteriori determinanti specifiche dell'Europa, connesse a rigidità strutturali, che contribuiscono a spiegare il divario in termini di produttività del lavoro esistente da tempo fra area dell'euro e Stati Uniti.** Tali fattori possono riguardare la più forte regolamentazione dei mercati finanziari, dei beni e servizi e del lavoro, ostacoli giuridici e regolamentari alla riallocazione settoriale oppure impedimenti strutturali più generali quali la minore presenza di competenze nel campo delle TIC all'interno dell'area. Analogamente, l'area potrebbe mostrare una tendenza a un approccio meno uniforme alla ristrutturazione (al fine di sfruttare meglio l'intera gamma dei benefici derivanti dagli investimenti in TIC). Ricerche recenti hanno inoltre messo in evidenza il ruolo della qualità gestionale, vista la necessità di riorganizzare i processi produttivi in risposta alle nuove tecnologie<sup>28</sup>.

**L'elevata regolamentazione dei mercati dei beni e servizi e del lavoro, nonché un contesto sfavorevole all'imprenditoria ostacolano in misura significativa la crescita della PTF.** I paesi dell'area dell'euro sono spesso molto lontani dalle migliori prassi in numerosi ambiti strutturali. Ad esempio, secondo gli indicatori relativi alla "facilità di fare impresa" (senza dubbio un presupposto essenziale per la capacità di innovazione e la produttività dell'economia) la Finlandia è il solo paese dell'area a rientrare fra le dieci migliori economie al mondo; molti altri non figurano neppure nella classifica delle prime 30<sup>29</sup>. In modo analogo, una semplice analisi di correlazione mostra che nell'insieme dei paesi dell'area una crescita tendenziale più elevata della PTF è tipicamente associata a migliori meccanismi di esecuzione dei contratti e a minori impedimenti all'ottenimento di credito (cfr. grafici 13 e 14).

**Un recente studio dell'OCSE sottolinea inoltre le conseguenze avverse degli ostacoli amministrativi e burocratici,** rappresentate da un incremento dei costi complessivi di rinegoziazione del debito (ossia del processo di rimborso, ristrutturazione o ridefinizione del profilo del debito) nonché da impedimenti

<sup>27</sup> Per il Giappone cfr. Fujii, D. e Nozawa, Y., "Misallocation of capital during Japan's lost two decades", *DBJ Discussion Paper Series*, n. 1304, giugno 2013. Per gli Stati Uniti cfr. Hsieh, C.-T. e Klenow, P.J., op. cit. Quest'ultimo studio dimostra inoltre che in economie emergenti quali Cina e India le distorsioni nell'allocazione delle risorse sono molto più pronunciate che in quelle mature, pur trovandosi su un percorso discendente.

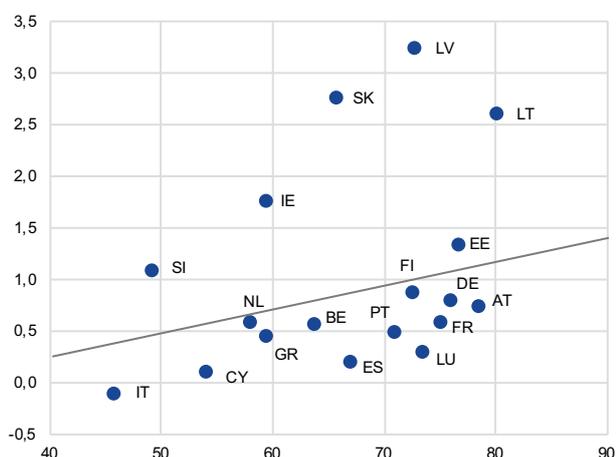
<sup>28</sup> Cfr. ad esempio, Garicano, L. e Heaton, P., "Information technology, organization, and productivity in the public sector: evidence from police departments", *Journal of Labor Economics*, vol. 28, n. 1, gennaio 2010, pagg. 167-201; Bloom, N., Sadun, R. e Van Reenen, J., "Americans do IT better: US multinationals and the productivity miracle", *American Economic Review*, vol. 102, n. 1, febbraio 2012, pagg. 167-201.

<sup>29</sup> Cfr. il rapporto *Doing Business 2017: Equal Opportunity for All*, Banca mondiale, 2017.

### Grafico 13

#### Relazione fra crescita tendenziale della PTF ed esecuzione di contratti

(asse delle ascisse: esecuzione dei contratti (media annua per il periodo 2003-2015); distanza dalla frontiera, dove frontiera = 100; asse delle ordinate: crescita della PTF (media annua per il periodo 2000-2015))

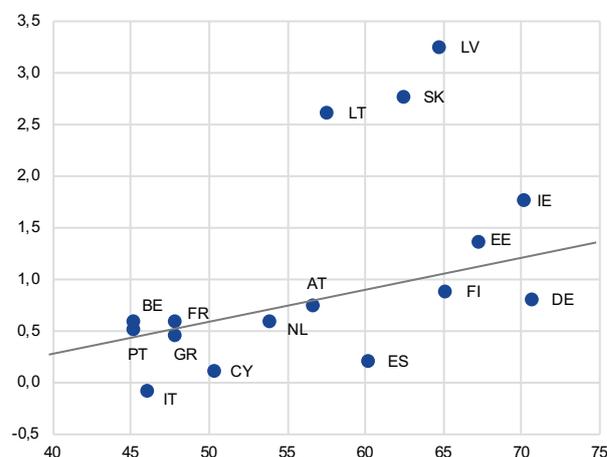


Fonti: dati della Commissione europea e della Banca mondiale sull'esecuzione dei contratti.

### Grafico 14

#### Relazione fra crescita tendenziale della PTF e ottenimento del credito

(asse delle ascisse: ottenimento del credito (media annua per il periodo 2003-2015); distanza dalla frontiera, dove frontiera = 100; asse delle ordinate: crescita della PTF (media annua per il periodo 2000-2015))



Fonti: dati della Commissione europea e della Banca mondiale sull'ottenimento del credito.

all'ingresso e all'uscita delle imprese dal mercato, che costituiscono a loro volta una fondamentale determinante delle differenze tra paesi in termini di produttività del lavoro (cfr. riquadro). Progressi in ambiti quali la qualità regolamentare, i regimi di insolvenza, il sistema di rilascio delle licenze, la tutela dell'occupazione, la normativa in materia di appalti pubblici e la qualità della pubblica amministrazione stimolerebbero con molta probabilità la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro, migliorando l'allocazione di risorse tra settori e imprese e promuovendo le innovazioni e la loro diffusione.

### Riquadro

#### Il contributo delle riforme strutturali alla crescita della PTF e il ruolo dei comitati nazionali per la produttività

Negli ultimi dieci anni una parte crescente della letteratura ha cercato di valutare l'impatto del contesto strutturale e istituzionale sull'espansione della PTF. Secondo il fondamentale studio di Aghion e Howitt<sup>30</sup>, i paesi non di frontiera potrebbero beneficiare di politiche strutturali che favoriscano l'adozione di tecnologie esistenti attraverso interventi efficienti sotto il profilo dei costi, mentre le economie che operano alla frontiera trarrebbero maggiore vantaggio da misure di stimolo dell'innovazione (ad esempio investimenti nell'istruzione superiore e in ricerca e sviluppo). Da allora sono state raccolte solide evidenze che dimostrano l'impatto negativo dell'eccessiva regolamentazione di alcuni settori sulla crescita della PTF e il suo contributo al divario di produttività tra i paesi alla frontiera e quelli meno avanzati.

<sup>30</sup> Aghion, P. e Howitt, P., "Joseph Schumpeter Lecture – Appropriate growth policy: A unifying framework", *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, nn. 2-3, maggio 2006, pagg. 269-314.

Un miglioramento dei fattori istituzionali e strutturali può indurre un'accelerazione della PTF. Cette et al.<sup>31</sup> sostengono che i paesi dell'area dell'euro potrebbero conseguire un'espansione significativamente più elevata della PTF se tutti si avvicinassero alle migliori prassi registrate nell'area in termini di riduzione delle barriere tariffarie e delle tutele dell'occupazione; i benefici più consistenti si osserverebbero nei paesi dove i mercati sono più regolamentati. Inoltre, secondo studi condotti dalla BCE<sup>32</sup>, la solidità delle istituzioni economiche (dimostrata ad esempio dall'applicazione dello stato di diritto, dal controllo della corruzione, dall'efficacia delle amministrazioni pubbliche e dalla qualità regolamentare), la complessità del contesto operativo per le imprese (in termini di costituzione di una nuova impresa, ottenimento del credito e scambi transfrontalieri) nonché il livello di tutela del lavoro sono tutti fattori che contribuiscono alle differenze tra gli andamenti della PTF nei vari paesi dell'area dell'euro.

Le riforme strutturali e istituzionali possono accrescere la PTF attraverso diversi canali. Esse migliorano l'allocatione delle risorse promuovendo l'efficienza dei mercati dei beni e servizi e del lavoro, nonché un quadro istituzionale più solido (anche nel settore dell'insolvenza). Un recente studio dell'OCSE<sup>33</sup> ha messo in luce che un regime di insolvenza più efficiente svolge un ruolo particolarmente importante per gli andamenti della crescita della PTF aggregata, poiché riduce gli ostacoli a un'ordinata uscita dal mercato delle imprese in fallimento. Inoltre, un contesto più competitivo e favorevole all'imprenditoria incrementa l'efficienza dinamica, poiché un maggiore livello di concorrenza aumenta gli incentivi all'innovazione e favorisce quindi il progresso tecnologico. Le riforme strutturali tendono a ridurre il divario di produttività del lavoro tra le imprese operanti alla frontiera e le altre, se si considera che la rimozione di tutele e ostacoli all'ingresso nel mercato agevola la diffusione di idee tra le imprese meno avanzate e incoraggia interventi di miglioramento della qualità gestionale. Tali riforme potrebbero inoltre esercitare importanti effetti indiretti, specie se si concentrassero nei settori dei servizi "a monte" e comportassero risparmi ed efficienze di costo per i produttori "a valle". I neo-costituiti comitati nazionali per la produttività (CNP) potrebbero contribuire a promuovere riforme a sostegno della produttività in tutti i paesi dell'area dell'euro.

## Il ruolo dei comitati nazionali per la produttività

Il 20 settembre 2016 il Consiglio europeo ha raccomandato l'istituzione di comitati nazionali per la produttività nell'intera UE. I nuovi organismi dovrebbero entrare in funzione entro marzo 2018. La raccomandazione si basa sulla Relazione dei cinque presidenti<sup>34</sup>, che sottolineava l'importanza della convergenza quale strumento per migliorare e uniformare la capacità di tenuta delle strutture economiche su scala europea. I CNP dovrebbero svolgere un ruolo fondamentale nella prima fase dell'approfondimento dell'Unione economica e monetaria, che mira a rafforzare l'attuale assetto istituzionale e a incoraggiare l'avvicinamento dei paesi dell'area alle migliori prassi, al fine di conseguire andamenti più favorevoli a livello aggregato.

---

<sup>31</sup> Cette G., Lopez, J. e Mairesse, J., "Market Regulations, Prices and Productivity", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 106, n. 5, maggio 2016, pagg. 104-108.

<sup>32</sup> Cfr. ad esempio l'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

<sup>33</sup> Andrews D., Criscuolo, C. e Gal P.N., "The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective", *Hutchins Center Working Paper Series*, n. 24, settembre 2016.

<sup>34</sup> Juncker, J.-C. et al., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione europea, 22 giugno 2015.

La raccomandazione del Consiglio specifica che tali “comitati dovrebbero analizzare gli sviluppi in materia di produttività e competitività, anche rispetto alla concorrenza internazionale, tenendo conto delle specificità nazionali e delle prassi consolidate”. Sottolinea inoltre che i concetti di produttività e di competitività andrebbero considerati nel loro senso più ampio, prestando attenzione a determinanti di lungo periodo quali l’innovazione, la capacità di attrarre investimenti, la qualità delle imprese e del capitale umano, i fattori di costo e di altra natura. La raccomandazione ammette diversi assetti istituzionali (ad esempio, i compiti dei CNP possono anche essere assolti da organismi già esistenti), purché siano rispettati determinati requisiti minimi, che riguardano in particolare l’indipendenza funzionale, il rigore analitico e la trasparenza.

Alcuni paesi dell’area dell’euro, tra cui Belgio, Germania, Irlanda, Francia e Paesi Bassi, dispongono già di organismi con un mandato analogo a quello dei comitati per la produttività. Nonostante alcune differenze, tutti gli organismi istituiti in questi paesi svolgono generalmente compiti ex ante (valutazione delle politiche proposte dal governo) ed ex post (monitoraggio dell’attuazione di tali politiche).

Secondo le attese, i CNP forniranno un contributo concreto alla definizione di riforme strutturali che migliorino la produttività e ne promuoveranno la titolarità a livello nazionale. È cruciale accrescere la consapevolezza dei benefici delle riforme strutturali nei singoli paesi dell’area e far sì che organismi tecnici indipendenti concorrano alla definizione di tali riforme e al monitoraggio della loro attuazione. Tali organismi dovrebbero inoltre accrescere il coordinamento dell’applicazione delle riforme strutturali a livello dell’area dell’euro. Per conseguire questo obiettivo, la raccomandazione del Consiglio propone un regolare scambio di vedute e migliori prassi tra i comitati per la produttività dei paesi dell’area. È inoltre prevista la possibilità che, a livello sovranazionale, la Commissione assista i comitati per la produttività nei loro compiti e nella formulazione di raccomandazioni, nell’ambito del Semestre europeo. Una forte condivisione delle informazioni, lo scambio delle migliori prassi nonché una comprensione più profonda degli ostacoli a una maggiore crescita della produttività del lavoro e alla competitività dovrebbero favorire l’allineamento di politiche che, oltre a beneficiare l’Unione europea nel suo complesso, affrontino specifiche esigenze dei singoli paesi.

---

## 6 Osservazioni conclusive

**Il rallentamento della crescita della produttività osservato nell’area dell’euro dalla crisi economica e finanziaria dipende probabilmente da una combinazione di fattori, sia ciclici sia di lungo periodo.** Sul primo fronte, è verosimile che le maggiori incertezze e i vincoli creditizi derivanti da una crisi prolungata abbiano frenato alcune attività innovative e l’espansione delle imprese altamente produttive, rallentato la riallocazione di risorse verso unità più produttive e ridotto la propensione al rischio di impresa. Nondimeno, il marcato rallentamento registrato dopo la crisi rappresenta il proseguimento di una tendenza discendente della crescita della produttività del lavoro che ha interessato le economie avanzate dalla metà degli anni ’90.

**In una prospettiva di più lungo termine, l’area dell’euro registra una debole espansione della produttività del lavoro nel confronto internazionale da due decenni.** Questo ritardo riflette probabilmente vecchie rigidità strutturali, tra cui la

maggiore regolamentazione dei mercati dei beni e servizi e del lavoro, che limitano la crescita delle imprese e l'innovazione nell'area più che in diverse altre economie avanzate. È ora disponibile un significativo e crescente insieme di evidenze riguardo agli oneri amministrativi e burocratici che ostacolano l'attività di impresa e ai loro effetti sull'incremento della produttività del lavoro. Tra questi rientrano, a titolo di esempio, carenze nella qualità istituzionale e regolamentare, impedimenti all'ingresso e all'uscita delle imprese dal mercato, limitazioni alla disponibilità del credito, costi più elevati di rinegoziazione del debito, malfunzionamenti del sistema di attuazione dei contratti e l'impostazione delle norme a tutela dell'occupazione.

**Riforme strutturali che stimolino la crescita della produttività del lavoro sono particolarmente urgenti nell'area dell'euro, alla luce dell'invecchiamento della popolazione e del fatto che interventi simili esplicano appieno i propri benefici solo nel medio termine.** Via via che la ripresa economica si consoliderà, occorrerà imprimere nuovo impulso al processo di riforma affinché il recupero congiunturale si traduca in una crescita tendenziale più solida della produttività. In molti paesi dell'area appaiono indispensabili misure che intervengano sulle principali debolezze istituzionali, ad esempio le strozzature e le inefficienze del sistema regolamentare, le inefficienze e gli sprechi della pubblica amministrazione, lo scarso controllo della corruzione e il malfunzionamento dei sistemi giudiziari. Migliori meccanismi di rinegoziazione del debito, che comprendano anche una maggiore efficienza dei procedimenti giudiziari e degli strumenti extragiudiziali, contribuirebbero ad alleviare l'onere del debito a carico di imprese economicamente sostenibili e produttive, ad agevolare l'uscita dal mercato delle imprese non sostenibili e ad aprire i mercati alle nuove start-up. In molti casi queste riforme comportano probabilmente costi modesti nel breve termine, ma sono indispensabili per rafforzare il clima di fiducia, migliorare il contesto in cui operano le imprese e stimolare la produttività del lavoro. Anche il completamento dell'unione dei mercati dei capitali offrirebbe a imprenditori e promotori di innovazioni fonti alternative di finanziamento per progetti innovativi. Infine, un più forte impegno per il miglioramento dell'acquisizione delle competenze e della mobilità favorirebbe la riallocazione settoriale e assicurerebbe che tutti i cittadini beneficino della maggiore crescita economica.

**Collocando la crescita della produttività del lavoro saldamente al centro delle politiche economiche nel periodo post-crisi, i neo-costituiti CNP potrebbero contribuire a imprimere impulso alle riforme strutturali ancora richieste per innalzare durevolmente la produttività del lavoro nell'area nei prossimi decenni.** Il successo dei CNP, tuttavia, dipenderà in ampia misura dalla determinazione dei vari attori coinvolti a intraprendere le riforme necessarie.

## 2 Le statistiche armonizzate sui servizi di pagamento nella SEPA

*Le statistiche annuali sui pagamenti elaborate dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC) sono state notevolmente migliorate di recente, per l'esigenza di riflettere sviluppi significativi nel mercato dei pagamenti in Europa, in particolare l'attuazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA). Questo articolo presenta le ragioni all'origine di tali miglioramenti statistici e descrive come siano state rafforzate l'attività di segnalazione e l'armonizzazione dei dati; fornisce inoltre una sintesi dei risultati dei primi esercizi di produzione statistica ai sensi del nuovo quadro di segnalazione, evidenziando il maggior livello di dettaglio, qualità, comparabilità e fruibilità delle statistiche; infine, sottolinea la necessità di un ulteriore aggiornamento degli obblighi di segnalazione volto a mantenere adeguate le statistiche.*

### Introduzione

**Le statistiche sui pagamenti assolvono due finalità principali: a) offrono al pubblico e alle parti interessate una panoramica sul mondo dei pagamenti in Europa in termini di volumi, valori, servizi, prestatori e sistemi e b) sostengono le decisioni del SEBC sulle politiche relative a questo ambito fornendo informazioni statistiche di supporto.** Entrambe le finalità comportano l'aggiornamento del quadro segnaletico per tenere conto dell'evoluzione del mercato dei pagamenti. Alla fine del 2013 è stato adottato un nuovo [atto giuridico](#)<sup>1</sup> che ha portato al miglioramento delle statistiche sui pagamenti in Europa affinché riflettessero, tra l'altro, i cambiamenti connessi con la realizzazione della SEPA attuata attraverso la legislazione europea in materia, in particolare, la [direttiva sui servizi di pagamento](#)<sup>2</sup> (Payment Services Directive, PSD). La nuova legislazione è stata finalizzata a meglio disciplinare gli aspetti relativi all'innovazione, specie quelli riguardanti i canali per la disposizione di un'istruzione di pagamento. Un'analisi più approfondita di questi aspetti si rende tuttora necessaria alla luce degli sviluppi tecnologici e normativi in atto.

**Al fine di rafforzare il quadro giuridico per le statistiche sui pagamenti in Europa, è stata effettuata un'analisi strutturata dei costi e dei benefici, che ha coinvolto i comitati e i gruppi di lavoro del SEBC interessati e si è conclusa, nel 2013, con la decisione definitiva del Consiglio direttivo della BCE.** Tale analisi è stata predisposta per valutare i costi e i benefici connessi con la produzione di nuove e più dettagliate statistiche del SEBC, allo scopo di ridurre al minimo l'onere di segnalazione. L'analisi è stata avviata nel 2011, propedeuticamente alla revisione delle statistiche sui pagamenti già esistenti tesa a riflettere le nuove condizioni, soprattutto quelle connesse con l'attuazione della SEPA. La procedura si è articolata in un esercizio di raccolta dei dati, una valutazione dei costi e dei benefici, e in un successivo raffronto

<sup>1</sup> Regolamento (UE) n. 1409/2013 della Banca centrale europea, del 28 novembre 2013, relativo alle statistiche sui pagamenti (BCE/2013/43) (GU L 352 del 24.12.2013, pag. 18).

<sup>2</sup> Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE (GU L 319 del 5.12.2007, pag. 1). Cfr. altresì il Regolamento (UE) n. 260/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012, che stabilisce i requisiti tecnici e commerciali per i bonifici e gli addebiti diretti in euro e che modifica il regolamento (CE) n. 924/2009 (GU L 94 del 30.3.2012, pag. 22), noto come "Regolamento SEPA".

con i costi e i benefici derivanti dai rafforzamenti proposti. La raccolta delle evidenze ha permesso di ottenere informazioni dalla prospettiva dei soggetti segnalanti, dei compilatori e degli utenti dei dati, a livello sia nazionale che europeo; l'intento era quello di favorire la creazione di una popolazione adeguatamente definita e armonizzata di operatori soggetti agli obblighi di segnalazione e di prepararsi alla valutazione dei costi tramite l'elaborazione di varie opzioni per le segnalazioni future. Per la valutazione dei costi è stata operata la distinzione fra costi di attuazione e costi di gestione, specificati per ogni soggetto coinvolto nel processo di segnalazione e per ogni nuovo elemento da segnalare. Per valutare invece i benefici si è tenuto conto di osservazioni quantitative e qualitative sull'utilità e la rilevanza dei dati ai fini delle funzioni del SEBC. I miglioramenti proposti (specie quelli più onerosi) sono stati poi rivisti, considerandone i benefici, al fine di determinare i cambiamenti effettivi da porre in atto secondo un approccio sensibile ai costi. In seguito all'analisi costi-benefici, la popolazione degli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione è stata ampliata e il quadro di segnalazione rafforzato e armonizzato per garantire una maggiore comparabilità, soprattutto attraverso modifiche di natura metodologica e nuove disaggregazioni. I miglioramenti consentono di monitorare i pagamenti effettuati in formato SEPA e introducono nuove informazioni sui prestatori di servizi di pagamento e sui servizi di pagamento. Questi miglioramenti sono illustrati in maggiore dettaglio nelle sezioni seguenti del presente articolo.

**Questo articolo prende in esame il processo che ha condotto all'attuale miglioramento delle statistiche sui pagamenti, nonché la loro applicazione e le prospettive di un ulteriore rafforzamento.** La seconda sezione riguarda il quadro giuridico recentemente aggiornato; la terza sezione è incentrata sui risultati dei primi esercizi di produzione statistica basati sulla nuova metodologia; la quarta sezione conclude, prospettando la prossima revisione del quadro giuridico per le statistiche sui pagamenti in Europa.

## Quadro giuridico e recenti miglioramenti

**Il quadro giuridico per la compilazione delle statistiche sui pagamenti è stato recentemente migliorato dopo la conclusione dell'analisi dei costi e benefici condotta dalla BCE.** Fino all'anno di riferimento 2013 queste statistiche erano raccolte in base a un quadro segnaletico previsto da un [indirizzo della BCE<sup>3</sup>](#) rivolto alle banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema. In mancanza di dati effettivi, l'indirizzo consentiva alle BCN di compilare le statistiche sulla base delle migliori stime disponibili, ricorrendo a fonti di dati esterne<sup>4</sup>. Le BCN potevano altresì fornire stime o dati provvisori, qualora informazioni effettive non fossero disponibili.

<sup>3</sup> Indirizzo della Banca centrale europea, del 1° agosto 2007, relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari (rifusione) (BCE/2007/9) (GU L 341 del 27.12.2007, pag. 1).

<sup>4</sup> I regolamenti della BCE relativi alla raccolta di informazioni statistiche sono atti giuridici rivolti direttamente ai pertinenti operatori segnalanti. Gli indirizzi della BCE sulle statistiche sono rivolti alle BCN, stabiliscono gli obblighi di segnalazione statistica delle BCN alla BCE e sono privi di efficacia giuridica diretta sugli operatori segnalanti e sui rispettivi oneri di segnalazione. Pertanto, in assenza di dati effettivi già disponibili presso le BCN, è possibile ricorrere a fonti di dati esterne. Ne consegue che la copertura delle statistiche raccolte sulla base di un indirizzo BCE potrebbe variare fra i diversi paesi per via delle differenze a livello di campione degli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione.

**Al fine di aumentare il livello di qualità e comparabilità dei dati fra paesi e, pertanto, la fruibilità delle statistiche, si è ritenuto necessario armonizzare gli obblighi di segnalazione e ampliare la popolazione degli operatori soggetti a tali obblighi includendo tutti gli enti rilevanti.** Di conseguenza, a decorrere dall'anno di riferimento 2014, le statistiche sui pagamenti sono state raccolte a cadenza annuale in linea con il Regolamento BCE/2013/43, rivolto a tutti i prestatori di servizi di pagamento e a tutti i gestori di un sistema di pagamento residenti nell'area dell'euro<sup>5</sup>. In base alla PSD, i prestatori di servizi di pagamento (payment service providers, PSP) sono intermediari che prestano servizi di pagamento nell'Unione europea: comprendono principalmente enti creditizi, istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento. I gestori di un sistema di pagamento (payment system operators, PSO) sono entità giuridiche legalmente responsabili della gestione di un sistema di pagamento. Ai sensi delle disposizioni del suddetto Regolamento, la BCE mantiene e pubblica un elenco di intermediari che operano nell'Unione europea rilevanti ai fini delle statistiche sui pagamenti; l'elenco include tutti i PSP e i PSO residenti nei paesi dell'UE.

**Le statistiche sui pagamenti sono costruite sulla base di dati armonizzati raccolti a livello nazionale da ciascuna BCN dell'UE.** I PSP e i PSO trasmettono le statistiche alla BCN dello Stato membro di residenza, la quale a sua volta provvede all'aggregazione dei dati e inoltra le statistiche nazionali alla BCE. Quest'ultima si occupa della fase finale di aggregazione per giungere a dati rispettivamente per l'area dell'euro e per l'UE e, infine, pubblica tutte le serie di dati.

**La stretta cooperazione tra la BCE e i dipartimenti di statistica delle BCN è essenziale per garantire un'elevata qualità dei dati.** Durante gli esercizi annuali di produzione delle statistiche sui pagamenti, la BCE e le BCN collaborano strettamente mediante interazioni bilaterali e multilaterali e la BCE assicura il grado necessario di armonizzazione fra paesi. In particolare, in conformità all'[ECB Statistics Quality Framework e alle procedure interne di assicurazione della qualità](#), la BCE svolge un'ampia serie di controlli sulla qualità dei dati trasmessi da ciascuna BCN. Tali controlli sono stati elaborati e concordati congiuntamente a livello di SEBC e riguardano la completezza dei dati forniti nonché la coerenza delle informazioni statistiche. Sono sottoposte a verifica anche le revisioni ai dati precedentemente trasmessi e sono effettuati inoltre controlli di plausibilità per individuare valori anomali nei dati segnalati (ad esempio, osservazioni con un valore palesemente superiore o inferiore rispetto alle altre osservazioni della serie storica). Nella fase di produzione, alle BCN è assicurato il tempo necessario per risolvere le problematiche riscontrate e correggere eventuali inesattezze nei dati. Un esame più approfondito delle statistiche ha luogo al di fuori degli ordinari esercizi di produzione statistica, quando vi è più tempo per affinare aspetti di natura tecnica relativi sia alla segnalazione sia alla metodologia sottostante.

---

<sup>5</sup> Ulteriori obblighi sono previsti nell'Indirizzo BCE/2014/15 (e successive modifiche), rivolto alle BCN dell'area dell'euro. Cfr. 2014/810/UE: Indirizzo della Banca centrale europea, del 4 aprile 2014, relativo alle statistiche monetarie e finanziarie (rifusione) (BCE/2014/15) (GU L 340 del 26.11.2014, pag. 1). Inoltre, la Raccomandazione BCE/2013/44 esorta le BCN degli Stati membri la cui moneta non è l'euro ad applicare il quadro di segnalazione disposto dal Regolamento. Cfr. la Raccomandazione della Banca centrale europea, del 28 novembre 2013, relativa alle statistiche sui pagamenti (BCE/2013/44) (GU C 5 del 9.1.2014, pag. 1).

## Risultati dei primi esercizi annuali di produzione statistica basati sulla nuova metodologia

**Rispetto al precedente quadro segnaletico, al fine di migliorare le statistiche sono state introdotte numerose e rilevanti modifiche alla metodologia ed è stata ampliata la popolazione degli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione.** Nel complesso, la metodologia applicata ai requisiti, nuovi ed esistenti, è stata resa coerente con le definizioni fornite nella pertinente legislazione UE, come la direttiva sui servizi di pagamento, la [direttiva sulla moneta elettronica](#)<sup>6</sup>, il [regolamento sulle statistiche relative al bilancio delle istituzioni finanziarie monetarie](#)<sup>7</sup> e il [regolamento sul Sistema europeo dei conti \(SEC 2010\)](#)<sup>8</sup>. In primo luogo, è stato adottato un nuovo concetto di residenza per monitorare i cambiamenti indotti dalla SEPA: le nuove statistiche segnano una svolta passando, quale riferimento ai fini segnaletici, dall'ubicazione dell'ordinante o del terminale<sup>9</sup> alla residenza del PSP. Tale approccio è in linea con il principio secondo cui, all'interno della SEPA, consumatori, imprese e amministrazioni pubbliche possono vantaggiosamente effettuare pagamenti in euro sia nazionali che transfrontalieri<sup>10</sup> attraverso un unico intermediario e alle stesse condizioni, a prescindere dall'ubicazione fisica dell'ordinante, del beneficiario o dei PSP interessati.

**I nuovi obblighi segnaletici permettono ora di distinguere i pagamenti che coinvolgono solo PSP nazionali da quelli che coinvolgono anche PSP residenti al di fuori del paese segnalante.** Inoltre, per tutte le principali categorie di pagamenti inviati, è richiesta la disaggregazione per paese della controparte quando la controparte appartiene all'Unione europea; sono altresì previste informazioni sui pagamenti transfrontalieri ricevuti. Tale informazione consente di individuare abitudini di pagamento transfrontalieri all'interno della SEPA.

**Le statistiche mostrano che nell'Unione europea gran parte dei pagamenti avviene ancora fra PSP residenti nel medesimo paese.** In particolare, come illustra il grafico 1 di seguito, nell'area dell'euro circa il 2,5 per cento dei bonifici e l'1,7 per cento degli addebiti diretti disposti nel 2015 sono stati inviati a conti detenuti presso PSP residenti in un altro paese: ciò significa che l'ampia maggioranza, oltre il 97 per cento, di queste operazioni avviene ancora su base nazionale. Per l'Unione europea nel suo insieme, le quote sono state pari rispettivamente al 2,9 e all'1,7 per cento; tuttavia non sono disponibili dati per tutti i paesi non appartenenti all'area dell'euro. Rispetto a quanto emerge per i bonifici e gli addebiti diretti transfrontalieri, la quota

<sup>6</sup> Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE (GU L 267 del 10.10.2009, pag. 7).

<sup>7</sup> Regolamento (UE) n. 1071/2013 della Banca centrale europea, del 24 settembre 2013, relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (rifusione) (BCE/2013/33) (GU L 297 del 7.11.2013, pag. 1).

<sup>8</sup> Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea (GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1).

<sup>9</sup> L'ubicazione del terminale aveva lo scopo di fornire indicazioni in merito alla localizzazione dell'esercente.

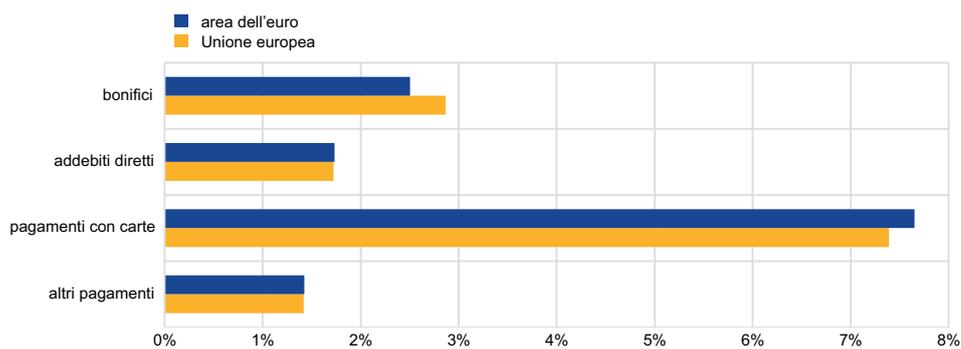
<sup>10</sup> I pagamenti transfrontalieri sono definiti come pagamenti in cui il PSP dell'ordinante e quello del beneficiario sono residenti in paesi diversi.

dei pagamenti transfrontalieri con carte risulta superiore sia per l'area dell'euro sia per l'Unione europea: nell'area, ha riguardato operazioni transfrontaliere il 7,6 per cento dei pagamenti con carte inviati da conti detenuti presso PSP interni all'area; per l'insieme dell'Unione, tale quota è stata invece pari al 7,4 per cento. All'incirca il 92,5 per cento dei pagamenti con carte nell'UE è stato effettuato su base nazionale.

### Grafico 1

#### Quota dei pagamenti transfrontalieri nell'area dell'euro e nell'Unione europea nel 2015

(in valori percentuali)



Fonte: BCE.

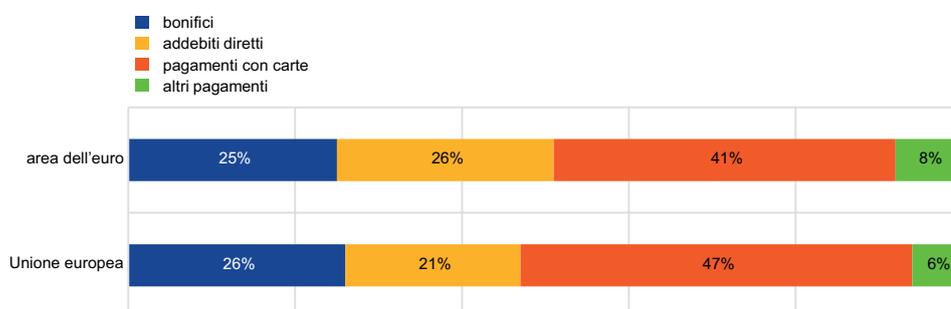
Nota: la categoria "altri pagamenti" comprende operazioni di pagamento con moneta elettronica, assegni e altri servizi di pagamento, come definito nella direttiva sui servizi di pagamento.

**Nel complesso, le nuove statistiche evidenziano negli ultimi anni un incremento dei pagamenti con carte di entità tale da rendere le carte il metodo di pagamento adottato per quasi la metà di tutte le operazioni non in contante effettuate nell'Unione europea.** In particolare, nel quinquennio che ha preceduto la fine del 2015, la quota di pagamenti con carte è salita dal 39 al 47 per cento nell'Unione e dal 34 al 41 per cento nell'area dell'euro<sup>11</sup>. Di conseguenza, le quote relative dei bonifici e degli addebiti diretti sono diminuite: nel 2015 ammontavano rispettivamente al 26 e 21 per cento nell'Unione europea e al 25 e 26 per cento nell'area dell'euro (cfr. grafico 2), un calo di pochi punti percentuali rispetto a cinque anni prima.

### Grafico 2

#### Quote relative dei servizi di pagamento nell'area dell'euro e nell'Unione europea nel 2015

(in valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: la categoria "altri pagamenti" comprende operazioni di pagamento con moneta elettronica, assegni e altri servizi di pagamento, come definito nella direttiva sui servizi di pagamento.

<sup>11</sup> Le statistiche sui pagamenti per il quinquennio sino alla fine del 2015 sono disponibili nello [Statistical Data Warehouse](#).

**Inoltre, con riferimento ai bonifici e agli addebiti diretti, le nuove statistiche distinguono fra pagamenti SEPA e pagamenti non SEPA.** La segnalazione del numero complessivo di operazioni e del loro valore totale è stata arricchita dalla sottocategoria dei pagamenti “non SEPA” sia per i bonifici che per gli addebiti diretti. Lo scopo è quello di raccogliere informazioni sui pagamenti effettuati con prodotti di nicchia, sui pagamenti con TARGET2 e sui pagamenti in valute diverse dall’euro, tutte operazioni che si basano su standard non SEPA. Sono stati poi introdotti numerosi indicatori statistici aggiuntivi, come illustra la tavola seguente.

## Tavola

Sintesi dei nuovi indicatori introdotti dal Regolamento BCE/2013/43 e dall’Indirizzo BCE/2014/15\*

Gruppo indicatori	Nuovi indicatori
<b>Istituzioni che offrono servizi di pagamento a istituzioni diverse dalle IFM**</b>	<p>Informazioni sul numero di conti di pagamento e di conti di moneta elettronica detenuti presso enti creditizi, istituti di moneta elettronica e altri PSP</p> <p>Informazioni sulle consistenze di moneta elettronica emessa da enti creditizi e altri PSP</p> <p>Informazioni sul numero di istituti di pagamento che operano nel paese su base transfrontaliera</p>
<b>Funzioni e dispositivi di accettazione delle carte di pagamento</b>	<p>Informazioni sul numero delle carte su cui si può memorizzare direttamente moneta elettronica e delle carte che danno accesso a moneta elettronica memorizzata su conti di moneta elettronica</p> <p>Informazioni sul numero di terminali POS, con una sottocategoria per terminali per carte con funzione di moneta elettronica</p>
<b>Operazioni di pagamento che coinvolgono istituzioni diverse dalle IFM</b>	<p>Disaggregazione geografica per bonifici, addebiti diretti, pagamenti con carte, pagamenti con moneta elettronica, assegni, altri servizi di pagamento e totale delle operazioni inviate</p> <p>Informazioni su bonifici, addebiti diretti, pagamenti con moneta elettronica, assegni e altri pagamenti ricevuti di carattere transfrontaliero</p> <p>Informazioni su bonifici e addebiti diretti non SEPA</p> <p>Informazioni su bonifici e addebiti diretti disposti in serie/blocco e singolarmente; informazioni su bonifici basati su banking on line</p> <p>Informazioni sui pagamenti con carte mediante trasferimento elettronico di fondi attraverso un dispositivo del punto vendita (EFTPOS) e disposti a distanza</p> <p>Informazioni sui pagamenti con moneta elettronica tramite carte e conti con funzione di moneta elettronica</p> <p>Informazioni su operazioni e rimesse di denaro tramite dispositivi di telecomunicazione, digitali o informatici</p>
<b>Operazioni di pagamento per tipo di terminale che coinvolgono istituzioni diverse dalle IFM</b>	<p>Disaggregazione geografica per prelievi e depositi in contante presso ATM, operazioni tramite POS e caricamento e utilizzo di carte con funzione di moneta elettronica</p> <p>Informazioni su pagamenti con moneta elettronica con carte con funzione di moneta elettronica</p>
<b>Pagamenti elaborati da sistemi di pagamento selezionati</b>	Disaggregazione per pagamenti nazionali e transfrontalieri per tutti i servizi di pagamento
<b>Attività dei PSP per tipo di servizio di pagamento</b>	Informazioni su pagamenti elaborati da diversi tipi di PSP per tipo di servizio di pagamento

\*2014/810/UE: Indirizzo della Banca centrale europea, del 4 aprile 2014, relativo alle statistiche monetarie e finanziarie (rifusione) (BCE/2014/15) (GU L 340 del 26.11.2014, pag. 1).

\*\*Per istituzioni diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) si intende qualsiasi persona fisica o giuridica che non appartiene al settore delle IFM. Ai fini delle statistiche sui pagamenti, tutti i PSP sono esclusi dal settore delle istituzioni diverse dalle IFM.

**L’armonizzazione della popolazione di operatori soggetti agli obblighi di segnalazione e della sottostante metodologia tra i paesi dell’area, resa possibile con il recepimento degli obblighi nel Regolamento della BCE, ha prodotto un netto miglioramento in termini di comparabilità e fruibilità delle statistiche.** In particolare, diversamente dal precedente quadro segnaletico, il Regolamento fornisce un’ampia serie di definizioni sui dati per l’applicazione coerente da parte di tutti i soggetti segnalanti. Ove necessario, sono stati effettuati ulteriori chiarimenti in seno ai comitati e ai gruppi di lavoro del SEBC coinvolti. L’intento è assicurare che la qualità delle statistiche permanga elevata e che i dati nazionali possano essere utilizzati a fini di comparazione fra paesi nonostante le peculiarità di alcuni fenomeni in singoli paesi. A titolo esemplificativo, in Germania

gli addebiti diretti una tantum disposti tramite una carta di pagamento (addebiti diretti elettronici noti come operazioni “ELV”, da Elektronische Lastschriftverfahren) erano precedentemente segnalati fra i pagamenti con carte. Con l’adozione del Regolamento BCE/2013/43, a partire dall’anno di riferimento 2014, tali operazioni sono segnalate come addebiti diretti, in conformità al sottostante servizio di pagamento utilizzato. Questa modifica ha migliorato la comparabilità dei dati fra i diversi paesi.

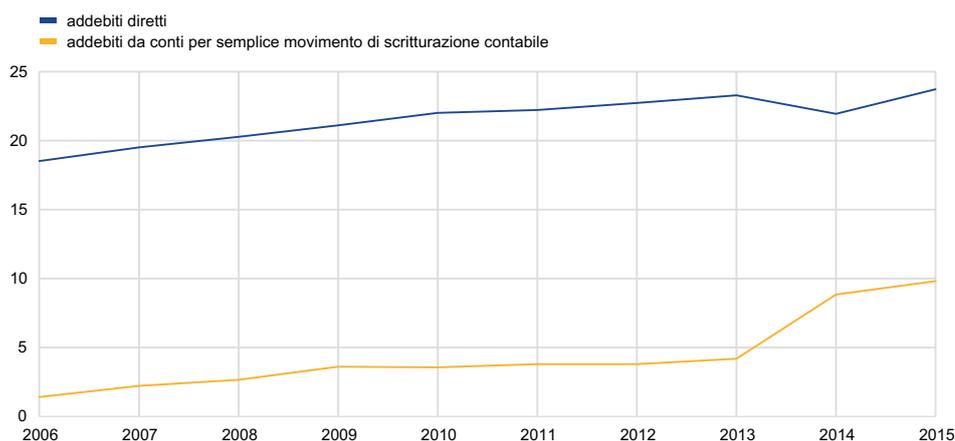
**I nuovi obblighi hanno rafforzato notevolmente la qualità e la comparabilità generale delle statistiche; ci si attende, pertanto, che le eventuali incoerenze residue tra paesi o all’interno di uno stesso paese si esauriscano in breve tempo.** Tali incoerenze vanno ricondotte soprattutto alla riclassificazione di

alcuni dati; ne sono un chiaro esempio le statistiche su bonifici, addebiti diretti e movimenti per semplice scritturazione contabile in determinati paesi. Il grafico 3 mostra l’impatto della riclassificazione dei movimenti per semplice scritturazione contabile dagli addebiti diretti alla categoria “addebiti da conti per semplice movimento di scritturazione contabile” a decorrere dall’anno di riferimento 2014, impatto per lo più riconducibile alle variazioni nei criteri segnaletici adottati dai PSP tedeschi e austriaci. I pagamenti per scritturazione contabile sono operazioni istruite da un PSP senza uno specifico ordine di operazione in modo da accreditare o addebitare il conto di un cliente senza l’utilizzo di uno strumento di pagamento. Secondo la direttiva sui servizi di pagamento, tali operazioni non sono da considerarsi servizi di pagamento e non sono quindi annoverate fra i bonifici o gli addebiti diretti.

### Grafico 3

Numero di addebiti diretti e addebiti da conti per semplice scritturazione contabile nell’Unione europea

(in miliardi)



Fonte: BCE.

**Infine, ci si attende che l’omogeneità e l’affidabilità dei dati aumentino nel corso del tempo.** Infatti, diverse prassi attuate dalle BCN sono state ulteriormente armonizzate attraverso un dialogo continuo con la comunità di banche centrali e con i soggetti segnalanti.

## Prossima revisione del quadro giuridico della BCE in materia di statistiche sui pagamenti in Europa

**In ragione dell'effetto che gli sviluppi tecnologici, normativi e di altra natura stanno esercitando sul settore dei pagamenti al dettaglio, la raccolta di dati può essere sottoposta a revisione a intervalli periodici e modificata in funzione degli sviluppi del mercato, al fine di preservare l'adeguatezza delle statistiche.**

Il miglioramento continuo dell'attività di segnalazione statistica nel settore dei pagamenti è una necessità che si avverte su scala mondiale. La BCE e alcune BCN dell'Eurosistema, in veste di membri del Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (CPMI) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), stanno fornendo un contributo attivo allo sforzo attualmente profuso su scala internazionale. Sono in corso analisi da parte dei membri del CPMI in merito a problematiche definitorie e metodologiche; è in fase di svolgimento anche una più ampia revisione del formato delle statistiche sui sistemi di pagamento, compensazione e regolamento pubblicate dalla BRI. Queste attività di analisi e revisione comportano l'eliminazione di informazioni obsolete e l'aggiunta di nuovi indicatori pertinenti per l'analisi dell'evoluzione del contesto odierno. Le operazioni di pagamento rientrano nell'ambito di questa valutazione, alla luce soprattutto della grande rilevanza che i progressi tecnologici e le modifiche normative assumono dal lato della domanda e dell'offerta nel settore dei pagamenti.

### Riquadro

#### Sviluppi nel settore dei servizi di pagamento in Europa

---

Esempi di possibili informazioni rilevanti nella prospettiva dell'innovazione tecnologica da raccogliere grazie a ulteriori affinamenti delle statistiche sui pagamenti includono dati per determinare, ad esempio: a) se un pagamento con carta è stato eseguito con la funzionalità contact o contactless, b) se è stato utilizzato un dispositivo mobile per effettuare un pagamento person-to-person (P2P) o consumer-to-business (C2B) e c) se il pagamento è avvenuto ricorrendo a soluzioni di e-commerce. Statistiche più esaustive sui pagamenti possono contribuire a monitorare altri importanti sviluppi come quelli relativi ai pagamenti istantanei, ossia trasferimenti immediati o quasi immediati di fondi riutilizzabili fra utenti finali, con disponibilità 24 ore su 24 per 365 giorni l'anno. Sul piano normativo, la [revisione della direttiva sui servizi di pagamento \(2015/2366/UE\)](#)<sup>12</sup> (o "PSD2") ha introdotto due nuovi servizi di pagamento: i servizi di disposizione di ordine di pagamento e i servizi di informazione sui conti, che possono rendere necessaria la raccolta di dati supplementari dai prestatori di servizi di pagamento.

Gli strumenti, innovativi o già esistenti, per l'esecuzione di pagamenti devono innanzitutto risultare sicuri. Statistiche più approfondite sui pagamenti potrebbero aiutare la BCE e le banche centrali a monitorare l'andamento delle frodi nell'ambito della rispettiva attività di sorveglianza sugli

---

<sup>12</sup> Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 35).

strumenti di pagamento. La PSD2 ha rafforzato la necessità di tali controlli imponendo ai PSP di raccogliere e trasmettere i dati sulle frodi in relazione a diversi strumenti di pagamento<sup>13</sup>.

In ogni caso, ulteriori affinamenti delle statistiche sui pagamenti volti a tener conto degli sviluppi appena descritti dovrebbero tenere conto dei tempi di applicazione della PSD2 e delle relative norme tecniche di regolamentazione, nonché della tempistica con cui i pagamenti istantanei armonizzati saranno resi disponibili agli utenti finali.

---

**Come nel caso dell'ultimo aggiornamento del quadro di segnalazione, laddove la BCE operi integrazioni o sostanziali miglioramenti alla normativa segnaletica, tale intervento sarà puntualmente preceduto da un esame sistematico dei costi e dei benefici connessi alla raccolta di nuovi dati<sup>14</sup>.** Rientra nell'esame anche la revisione dell'adeguatezza degli attuali obblighi di segnalazione (ossia, una valutazione post-attuazione). Lo scopo è valutare se le statistiche siano ancora rilevanti e, in particolare, se soddisfino in modo adeguato le esigenze specifiche degli utenti e se siano allineate ai nuovi obblighi. Nella fase iniziale della procedura è possibile altresì aggiornare la metodologia esistente<sup>15</sup>. L'eventuale introduzione di obblighi supplementari aumenterebbe l'onere di segnalazione sulle imprese e, pertanto, dovrebbe essere corroborata da un'attenta e approfondita valutazione dei costi e dei benefici connessi a tale introduzione.

## Conclusioni

**Sviluppi significativi nel mercato europeo dei pagamenti hanno reso necessario un aggiornamento delle statistiche sui pagamenti elaborate dal SEBC.** In seguito a un'analisi dei costi e dei benefici svolta nel 2011 e nel 2012, è stato emanato alla fine del 2013 un nuovo Regolamento della BCE relativo alle statistiche sui pagamenti. Di conseguenza, a partire dall'anno di riferimento 2014, tutti i prestatori di servizi di pagamento e tutti i gestori di un sistema di pagamento residenti nell'area dell'euro sono stati obbligati a trasmettere le informazioni previste dal Regolamento alla BCN dello Stato membro di residenza.

**Oltre all'ampliamento della popolazione degli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione, è stata adottata una serie di nuovi requisiti e miglioramenti per preservare l'adeguatezza delle statistiche.** Si è provveduto a chiarire concetti e definizioni esistenti, rendendoli coerenti con la pertinente legislazione europea. La BCE e le BCN hanno operato in stretta collaborazione per apportare tali modifiche.

---

<sup>13</sup> A tale riguardo, occorrerebbe evitare sovrapposizioni e doppie segnalazioni ad autorità diverse.

<sup>14</sup> Ogni revisione futura del quadro segnaletico sarà preceduta da un'analisi costi-benefici prima che sia presa una decisione in merito all'effettiva applicazione delle modifiche proposte.

<sup>15</sup> Ad esempio, la definizione di pagamenti con carte transfrontaliere utilizzata nelle statistiche sui pagamenti potrebbe dover essere corretta per tenere conto della definizione introdotta nel regolamento sulle commissioni interbancarie per le operazioni di pagamento basate su carta. Cfr. Regolamento (UE) 2015/751 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta (GU L 123 del 19.5.2015, pag. 1).

**Le nuove statistiche mostrano che la qualità e la comparabilità dei dati sono migliorate grazie a un'armonizzazione dell'attività di segnalazione fra paesi e fra istituti.** Permangono tuttavia alcune incoerenze tra i diversi paesi, attualmente sottoposte ad analisi per poter fornire ulteriori chiarimenti. Nel complesso, ci si attende che l'omogeneità e l'affidabilità dei dati aumentino nel corso del tempo.

**Per stare al passo con gli sviluppi tecnologici, normativi e di altra natura che stanno interessando il settore dei pagamenti in Europa, potrebbe rendersi necessaria una revisione periodica degli obblighi di segnalazione statistica.**

**In aggiunta alle statistiche sui pagamenti in Europa, la BCE e alcune BCN dell'Eurosistema stanno inoltre contribuendo all'opera di aggiornamento che riguarda le statistiche sui sistemi di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi CPMI pubblicate dalla BRI.**



# 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 <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,2	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 1° trim.	0,8	0,2	0,2	0,5	1,3	0,6	1,0	1,9	1,1	0,4	0,0	2,1	0,0
2° trim.	0,8	0,4	0,6	0,5	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
3° trim.	0,8	0,9	0,5	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
4° trim.	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 ott.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
dic.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
feb.	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	2,3	.	0,9	1,5

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni <sup>1)</sup>		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,3
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,0	1,2	0,8
2016 2° trim.	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,9	-0,1	0,3	-0,3
3° trim.	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	0,8	0,9	0,7
4° trim.	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,3	-1,1	2,9
2017 1° trim.	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	.	.	.
2016 nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,5	-1,0	1,5
dic.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,3	-1,1	2,9
2017 gen.	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	3,2	0,5	5,1
feb.	52,8	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,8	0,9	5,8
mar.	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,7	.	.	.
apr.	.	.	.	.	.	56,7	.	.	.	.	.	.

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

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 set.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
ott.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
dic.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 gen.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
mar.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00

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 <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 set.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
ott.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
dic.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 gen.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
mar.	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52

Fonte: BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 set.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
ott.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5
dic.	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0
2017 gen.	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7
mar.	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8	19.340,2

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento		
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 e		oltre 5 e 10	oltre 10 anni
2016 mar.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11	
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	6,00	6,35	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09	
mag.	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02	
giu.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97	
lug.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92	
ago.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90	
set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86	
ott.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81	
nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79	
dic.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,75	2,24	1,78	
2017 gen.	0,07	0,48	0,42	0,76	6,35	16,62	5,05	5,87	6,23	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81	
feb. <sup>(p)</sup>	0,07	0,48	0,40	0,76	6,42	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,78	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85	

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) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2016 mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,58	1,81	2,00
mag.	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
lug.	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
ago.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
set.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
ott.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
dic.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 gen.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,39	1,63	1,79
feb. <sup>(p)</sup>	0,06	0,10	0,54	2,65	2,58	2,78	2,35	1,76	1,76	1,71	1,19	1,41	1,52	1,76

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
<b>A breve termine</b>														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1.247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 set.	1.310	539	145	.	69	492	66	354	159	44	.	30	86	36
ott.	1.296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
nov.	1.310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
dic.	1.247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017 gen.	1.277	536	136	.	74	469	63	393	187	39	.	39	88	41
feb.	1.310	554	143	.	80	466	66	324	157	37	.	31	72	29
<b>A lungo termine</b>														
2014	15.136	4.051	3.167	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.244	3.784	3.286	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.261	3.647	3.197	.	1.134	6.643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 set.	15.187	3.678	3.142	.	1.098	6.631	638	217	52	46	.	29	84	7
ott.	15.217	3.674	3.170	.	1.104	6.628	641	239	56	61	.	22	92	8
nov.	15.279	3.667	3.177	.	1.130	6.664	641	216	43	64	.	26	76	7
dic.	15.261	3.647	3.197	.	1.134	6.643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017 gen.	15.317	3.651	3.206	.	1.136	6.687	638	302	100	72	.	15	107	9
feb.	15.331	3.668	3.202	.	1.138	6.684	640	221	72	39	.	10	88	11

Fonte: BCE.

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

### 2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
<b>Consistenze</b>											
2014	16.456,3	4.593,5	3.298,0	.	1.048,9	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.517,5	4.301,1	3.437,6	.	1.116,7	6.960,1	702,1	6.744,7	586,1	905,6	5.253,0
2016	16.507,7	4.166,0	3.335,3	.	1.194,8	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.017,9	5.472,5
2016 set.	16.496,8	4.216,8	3.286,8	.	1.167,0	7.122,4	703,9	6.593,0	427,5	872,2	5.293,3
ott.	16.513,4	4.203,6	3.315,1	.	1.175,5	7.111,9	707,3	6.665,7	479,2	907,7	5.278,8
nov.	16.589,3	4.203,5	3.329,4	.	1.199,8	7.150,4	706,1	6.651,0	482,3	952,8	5.215,9
dic.	16.507,7	4.166,0	3.335,3	.	1.194,8	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.017,9	5.472,5
2017 gen.	16.594,8	4.187,0	3.341,9	.	1.209,7	7.155,7	700,5	7.015,2	542,3	1.016,0	5.456,9
feb.	16.640,5	4.222,0	3.344,6	.	1.218,0	7.149,7	706,1	7.199,0	539,0	1.024,3	5.635,7
<b>Tasso di crescita</b>											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 set.	0,0	-3,8	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
ott.	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,3	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7
nov.	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5
dic.	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 gen.	0,7	-2,0	-1,2	.	8,9	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
feb.	1,1	-1,6	0,7	.	9,8	1,6	0,7	0,7	4,1	1,1	0,3

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

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

Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-18.

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona Ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 2° trim.	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
3° trim.	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
4° trim.	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 1° trim.	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 ott.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
dic.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 gen.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
mar.	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2017 mar.	0,8	-0,3	0,0	0,0	0,4	0,4	-0,5	1,5	0,8	0,5	0,4	0,4
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2017 mar.	2,0	-1,8	-0,1	-0,3	-0,5	-3,8	-0,1	10,9	1,8	2,6	-2,0	-3,7

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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2016 1° trim.	22.214,0	23.223,8	-1.009,7	9.717,4	8.038,3	7.112,1	9.946,3	-29,2	4.738,4	5.239,2	675,3	13.420,1
2° trim.	22.791,7	23.620,8	-829,1	9.872,6	8.256,7	7.429,5	9.945,9	-62,1	4.829,9	5.418,2	721,8	13.576,8
3° trim.	23.035,1	23.792,8	-757,6	9.842,9	8.116,4	7.691,7	10.130,7	-62,5	4.836,0	5.545,7	727,0	13.576,9
4° trim.	23.577,7	24.207,2	-629,5	10.237,5	8.397,5	7.885,1	10.285,6	-55,1	4.802,6	5.524,1	707,7	13.558,8
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 4° trim.	219,5	225,4	-5,9	95,3	78,2	73,4	95,8	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
<i>Transazioni</i>												
2016 1° trim.	409,5	359,8	49,6	124,8	74,5	132,4	28,3	29,0	122,3	257,0	1,0	-
2° trim.	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
3° trim.	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
4° trim.	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2016 set.	-70,3	-126,8	56,5	-5,5	-56,0	11,7	5,5	3,7	-86,9	-76,3	6,8	-
ott.	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
nov.	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
dic.	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017 gen.	379,1	367,4	11,8	108,2	91,3	43,6	31,2	2,3	230,2	244,9	-5,1	-
feb.	189,8	193,0	-3,2	95,1	95,3	53,8	-19,3	5,0	34,0	117,0	2,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2017 feb.	1.137,1	786,2	350,9	438,4	285,0	409,7	-58,5	0,9	275,6	559,7	12,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2017 feb.	10,6	7,3	3,3	4,1	2,7	3,8	-0,5	0,0	2,6	5,2	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2014	10.135,9	9.776,3	5.632,2	2.125,5	1.988,4	1.000,4	600,0	383,1	30,2	359,5	4.532,9	4.173,3
2015	10.460,7	9.986,7	5.743,3	2.164,7	2.066,0	1.019,2	633,3	408,4	12,8	474,0	4.831,7	4.357,7
2016	10.740,9	10.259,0	5.877,0	2.221,7	2.161,2	1.055,4	660,9	439,7	-0,9	481,9	4.905,4	4.423,5
2016 1° trim.	2.660,8	2.534,0	1.454,6	551,3	526,6	259,7	162,4	103,2	1,5	126,8	1.200,1	1.073,3
2° trim.	2.672,0	2.548,8	1.462,9	553,7	534,4	260,3	163,6	109,2	-2,3	123,1	1.215,4	1.092,3
3° trim.	2.688,5	2.563,8	1.469,8	556,4	535,5	264,6	165,4	104,1	2,1	124,7	1.224,3	1.099,5
4° trim.	2.712,5	2.608,7	1.484,7	560,2	557,8	267,4	166,9	122,2	6,0	103,9	1.258,9	1.155,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2016	100,0	95,5	54,7	20,7	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 1° trim.	0,6	0,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,1	1,5	-	-	0,3	-0,1
2° trim.	0,3	0,4	0,4	0,3	1,1	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,3	1,5
3° trim.	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,2	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,1
4° trim.	0,5	1,4	0,5	0,5	3,3	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,8	3,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,8	2,2	2,0	1,9	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	2,9	4,0
2016 1° trim.	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,0	4,1	1,4	-	-	2,4	3,4
2° trim.	1,6	2,3	1,9	2,1	3,8	1,9	5,2	6,2	-	-	2,5	4,1
3° trim.	1,8	1,8	1,8	1,7	2,4	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,7	2,9
4° trim.	1,8	2,5	1,9	1,6	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 1° trim.	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
4° trim.	0,5	1,3	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,3	-0,8	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 1° trim.	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
3° trim.	1,8	1,8	1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-	-
4° trim.	1,8	2,4	1,0	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,0	-0,6	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2014	9.101,6	150,0	1.777,3	461,1	1.711,3	415,8	461,5	1.044,9	979,3	1.778,8	321,4	1.034,3
2015	9.388,9	150,6	1.886,9	466,7	1.766,5	429,1	459,8	1.062,8	1.022,0	1.817,7	326,8	1.071,8
2016	9.632,6	145,7	1.925,4	486,5	1.820,5	444,6	452,5	1.090,6	1.064,6	1.865,7	336,5	1.108,3
2016 1° trim.	2.387,2	36,1	478,8	120,2	450,1	109,8	113,8	269,8	262,7	462,3	83,5	273,6
2° trim.	2.396,2	35,9	476,9	120,8	452,8	110,8	113,0	271,8	265,4	465,0	83,9	275,7
3° trim.	2.410,8	36,2	480,9	121,7	455,2	111,4	113,0	273,3	267,1	467,7	84,2	277,7
4° trim.	2.431,5	37,3	486,0	123,3	460,5	112,3	112,6	275,5	268,9	470,4	84,7	281,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 1° trim.	0,6	-1,2	0,4	1,1	1,0	0,9	1,0	0,3	0,8	0,4	0,5	0,1
2° trim.	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,4	1,2	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,2	0,5
3° trim.	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,6
4° trim.	0,5	0,1	0,7	0,8	0,7	0,5	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,9	-0,4	0,8	2,9	1,0	0,0	3,2
2016	1,7	-2,0	1,5	1,9	2,4	3,3	0,3	1,0	3,0	1,1	1,3	2,5
2016 1° trim.	1,5	-1,8	1,7	1,4	2,3	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
2° trim.	1,6	-1,8	1,2	1,5	2,3	3,0	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
3° trim.	1,7	-2,2	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
4° trim.	1,8	-2,6	2,0	2,3	2,5	4,0	0,4	1,1	2,6	1,1	1,4	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(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
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
2° trim.	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
3° trim.	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
4° trim.	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 1° trim.	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
2° trim.	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
3° trim.	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
4° trim.	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 1° trim.	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
2° trim.	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
3° trim.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

## 3 Attività economica

### 3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,635	11,6	6,1	15,215	10,4	3,420	23,7	9,929	11,5	8,706	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,189	11,0	1,5
2016	161,974	4,3	16,226	10,0	5,0	13,275	9,0	2,951	20,9	8,471	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 1° trim.	161,014	4,5	16,629	10,3	5,2	13,616	9,2	3,012	21,5	8,713	10,0	7,916	10,6	1,7
2° trim.	161,849	4,5	16,424	10,1	5,1	13,432	9,1	2,992	21,1	8,530	9,8	7,894	10,5	1,7
3° trim.	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,164	8,9	2,919	20,6	8,381	9,6	7,702	10,3	1,6
4° trim.	162,570	4,2	15,767	9,7	4,9	12,887	8,7	2,880	20,4	8,261	9,4	7,506	10,0	1,7
2016 set.	-	-	15,995	9,9	-	13,104	8,8	2,891	20,4	8,352	9,6	7,643	10,2	-
ott.	-	-	15,839	9,8	-	12,967	8,7	2,871	20,3	8,301	9,5	7,538	10,1	-
nov.	-	-	15,807	9,7	-	12,895	8,7	2,912	20,6	8,299	9,5	7,508	10,0	-
dic.	-	-	15,656	9,6	-	12,799	8,6	2,856	20,2	8,182	9,4	7,473	10,0	-
2017 gen.	-	-	15,579	9,6	-	12,791	8,6	2,788	19,8	8,130	9,3	7,449	9,9	-
feb.	-	-	15,439	9,5	-	12,717	8,6	2,722	19,4	8,053	9,2	7,386	9,8	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

## 3 Attività economica

### 3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	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 2° trim.	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
3° trim.	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
4° trim.	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 1° trim.	107,9	1,1	.	-5,4	-11,0	2,0	13,1	.	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 nov.	106,5	-1,1	.	-6,2	-12,9	1,5	12,2	.	53,7	54,1	53,8	53,9
dic.	107,8	0,0	.	-5,1	-12,1	3,5	12,9	.	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 gen.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
feb.	108,0	1,3	.	-6,2	-10,1	1,8	13,9	.	55,4	57,3	55,5	56,0
mar.	107,9	1,2	.	-5,0	-9,9	1,8	12,7	.	56,2	57,5	56,0	56,4
apr.	.	.	.	-3,6	.	.	.	.	56,8	58,0	56,2	56,7

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

### 3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	130,0	2,2	-0,4	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	1,0	2,7	1,0	33,0	4,9	131,2	2,5	6,8	1,4
2015	12,3	94,1	1,8	2,1	2,5	3,2	2,3	34,5	6,6	133,6	3,9	2,8	2,1
2016 1° trim.	12,3	93,5	2,4	2,0	3,9	2,0	3,1	34,1	6,8	132,7	3,6	4,3	1,9
2° trim.	12,5	93,6	2,4	2,4	6,6	3,2	3,6	33,9	7,0	133,9	3,7	3,8	2,0
3° trim.	12,5	93,5	1,6	2,3	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,6	3,6	3,8	1,9
4° trim.	.	.	1,1	2,1	5,6	4,2	4,4	33,9	7,4	133,1	3,3	8,0	1,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 1° trim.	887,3	793,3	94,0	516,1	424,1	196,8	177,2	148,6	135,1	25,8	57,0	9,4	11,0
2° trim.	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
3° trim.	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
4° trim.	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2016 set.	303,5	271,9	31,6	176,4	143,6	66,4	59,8	51,5	45,7	9,1	22,8	2,4	1,9
ott.	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
nov.	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
dic.	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 gen.	313,0	286,8	26,1	182,8	157,3	67,2	63,5	53,9	42,9	9,1	23,1	2,0	2,2
feb.	314,2	276,3	37,9	186,7	157,2	68,5	59,0	50,2	45,9	8,8	14,2	2,8	1,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2017 feb.	3.654,4	3.294,2	360,2	2.129,5	1.760,8	790,4	740,9	627,0	547,5	107,5	244,9	31,4	30,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2017 feb.	34,0	30,7	3,4	19,8	16,4	7,4	6,9	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	0,3

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

#### 3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>: in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 1° trim.	-0,9	-2,5	503,3	233,7	104,9	151,2	422,8	438,1	240,2	72,3	117,1	327,4	37,2
2° trim.	0,0	-3,6	505,1	231,6	106,2	153,6	425,5	432,9	237,2	72,1	115,8	321,9	41,8
3° trim.	-0,1	-1,9	508,9	237,1	103,3	154,4	426,6	442,5	243,6	72,0	117,0	327,2	43,8
4° trim.	2,2	2,2	524,6	244,1	108,3	157,3	439,1	459,7	255,7	74,1	118,8	334,1	50,2
2016 set.	2,3	-1,4	170,2	79,9	34,5	51,5	142,7	147,2	81,3	23,7	38,9	108,5	14,2
ott.	-4,5	-2,9	170,2	79,0	34,7	51,4	141,6	150,4	82,8	24,9	39,4	110,4	16,1
nov.	5,5	5,2	175,6	82,3	35,1	53,2	146,9	153,5	86,0	24,2	39,7	111,8	16,4
dic.	6,0	4,6	178,8	82,9	38,6	52,7	150,6	155,8	86,9	25,0	39,7	111,9	17,7
2017 gen.	12,8	17,0	177,2	84,8	34,8	53,1	146,2	161,5	92,8	25,9	39,4	113,8	20,8
feb.	4,4	5,3	177,9	.	.	.	148,9	158,7	.	.	.	112,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 1° trim.	-0,7	2,9	117,8	115,9	116,2	121,6	116,8	110,0	110,5	106,7	110,5	111,5	110,9
2° trim.	2,4	5,0	118,1	114,3	117,8	124,0	117,9	108,1	107,0	106,2	111,4	111,1	99,7
3° trim.	0,7	1,6	118,1	116,0	113,5	124,1	117,3	109,0	107,9	106,0	111,5	112,0	100,6
4° trim.	1,3	0,6	120,2	117,9	117,9	124,8	119,7	109,5	108,5	106,1	111,3	112,0	105,2
2016 ago.	9,5	7,7	119,5	116,8	115,3	126,1	118,9	109,5	108,3	109,0	111,7	113,2	99,0
set.	2,8	1,0	118,6	117,3	113,7	124,4	117,9	108,5	107,7	103,9	111,1	111,3	97,4
ott.	-4,9	-2,3	117,9	115,1	113,8	124,1	116,7	109,2	107,7	108,2	111,9	112,4	103,7
nov.	4,7	4,6	120,8	119,6	115,2	125,9	120,1	110,8	110,8	105,2	111,7	113,0	108,2
dic.	4,6	-0,3	121,9	118,9	124,8	124,3	122,3	108,6	107,1	104,8	110,4	110,7	103,7
2017 gen.	8,9	6,2	119,6	119,8	113,3	123,8	117,8	109,8	110,9	108,2	107,1	111,2	112,8

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) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2	
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	
2016 2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0	
3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3	
4° trim.	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,2	0,8	0,3	
2017 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
2016 ott.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2	
nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,6	0,3	
dic.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,2	1,3	0,3	
2017 gen.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4	
feb.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5	
mar.	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7	

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>2)</sup>
	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	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,2	2,8	5,4
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,4	3,4	8,8
4° trim.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3
2016 set.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
ott.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
dic.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,7	0,0	3,8	-	-	-
2017 gen.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,2	0,7	1,5	2,1	0,2	10,5	-	-	-
feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,3	0,8	1,7	2,5	0,2	11,4	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).

1) Solo vendite interne.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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 <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,4	0,8	0,8	-1,3	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 2° trim.	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,4	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
3° trim.	106,7	0,9	0,6	0,3	0,8	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
4° trim.	107,2	0,8	0,9	0,7	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 2° trim.	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
3° trim.	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
4° trim.	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 1° trim.	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,0	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
dic.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 gen.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
feb.	9,0	6,3	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1
mar.	9,8	5,2	6,1	-2,9	14,9	68,1	56,8	55,6	52,2
apr.	.	.	.	.	.	67,4	57,2	55,6	52,0

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 <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 1° trim.	98,9	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7	1,4
2° trim.	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
3° trim.	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
4° trim.	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html/html)).

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,6	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,3	1,0	-2,3	1,0	0,6	0,7	0,6	3,5	1,8	1,1	1,9
2016	105,7	0,8	2,3	0,1	-0,4	0,6	0,1	1,1	4,0	1,2	1,6	1,7
2016 1° trim.	105,5	1,0	1,1	0,3	-0,1	0,7	0,9	1,2	4,4	2,1	1,6	2,7
2° trim.	105,6	0,9	2,0	0,2	-0,5	1,0	0,3	1,4	3,7	0,9	1,6	1,5
3° trim.	105,9	0,8	2,4	0,5	-0,8	0,6	-0,5	1,1	3,7	0,7	1,6	1,4
4° trim.	106,2	0,9	4,0	-0,3	-0,2	0,5	-0,2	0,7	4,2	1,5	1,6	1,4
<b>Redditi per occupato</b>												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 1° trim.	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
2° trim.	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
3° trim.	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
4° trim.	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	0,4	4,1	-0,2	0,9	1,7	0,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,9
2016	103,4	0,5	-1,5	1,0	1,8	0,7	1,1	0,3	-0,6	0,1	-0,1	0,4
2016 1° trim.	103,3	0,3	-0,4	1,0	1,4	0,6	0,3	0,5	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6
2° trim.	103,2	0,2	-1,0	0,6	1,8	0,3	0,9	-0,4	-0,2	0,4	-0,3	0,2
3° trim.	103,5	0,5	-2,1	0,7	2,3	0,6	1,6	0,5	-0,8	0,4	0,0	0,9
4° trim.	103,7	0,6	-2,8	1,6	1,8	0,9	1,5	0,6	-0,7	0,1	0,1	1,1
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 1° trim.	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
2° trim.	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
3° trim.	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
4° trim.	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,8	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,9	-0,6	3,7	-0,9	1,1	0,6	-0,1	-1,4	-0,3	-0,1	-0,9
2016	105,7	0,6	-1,8	0,9	2,0	0,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	0,2	0,7
2016 1° trim.	105,3	0,3	-1,8	0,7	1,0	0,5	0,0	0,3	-0,7	-1,0	0,0	-0,3
2° trim.	105,1	0,2	-2,0	0,3	1,6	0,2	0,7	-1,1	-0,9	-0,1	0,2	0,4
3° trim.	105,6	0,8	-1,9	0,8	2,6	0,6	2,0	0,5	-0,3	0,8	0,5	1,5
4° trim.	106,0	0,9	-2,3	1,4	2,8	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,5	0,2	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	11			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	6					7	8	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Consistenze</b>												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.149,8	3.731,5	9.671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10.322,1
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.831,1
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,9	2.175,8	3.496,7	10.686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11.375,2
2016 1° trim.	1.049,6	5.711,9	6.761,6	1.421,0	2.164,8	3.585,8	10.347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10.993,1
2° trim.	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11.119,4
3° trim.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
4° trim.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,9	2.175,8	3.496,7	10.686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11.375,2
2016 set.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
ott.	1.072,4	5.981,7	7.054,1	1.361,1	2.175,0	3.536,2	10.590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11.259,8
nov.	1.075,2	6.069,9	7.145,1	1.350,4	2.171,9	3.522,4	10.667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11.344,7
dic.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,9	2.175,8	3.496,7	10.686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11.375,2
2017 gen.	1.081,8	6.154,9	7.236,7	1.329,9	2.178,1	3.508,0	10.744,7	75,1	515,5	98,2	688,9	11.433,6
feb. <sup>(p)</sup>	1.086,2	6.208,6	7.294,8	1.326,1	2.178,0	3.504,1	10.798,9	66,8	507,1	98,7	672,6	11.471,5
<b>Transazioni</b>												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	42,3	17,6	55,7	545,1
2016 1° trim.	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
2° trim.	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
3° trim.	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
4° trim.	6,5	156,2	162,6	-65,5	3,4	-62,1	100,5	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,8
2016 set.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,1	8,1	39,1
ott.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
dic.	-2,1	46,5	44,4	-27,7	3,9	-23,8	20,6	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,8
2017 gen.	8,7	41,5	50,3	11,6	2,2	13,8	64,1	4,8	-6,0	1,1	-0,1	64,0
feb. <sup>(p)</sup>	4,3	50,3	54,6	-4,4	-0,1	-4,6	50,0	-8,4	-8,4	0,3	-16,6	33,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2016 1° trim.	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
2° trim.	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,6	5,9	5,1
4° trim.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2016 set.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,6	5,9	5,1
ott.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
dic.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2017 gen.	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,9	12,0	7,3	4,8
feb. <sup>(p)</sup>	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,3	8,1	6,8	3,5	4,7

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	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
<b>Consistenze</b>													
2014	1.845,1	1.349,1	365,1	111,6	19,4	5.557,7	2.749,5	812,1	1.993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2.056,1	1.636,6	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.001,3	196,5	380,6
2016 1° trim.	1.984,8	1.536,6	322,7	116,0	9,4	5.829,7	3.137,1	693,6	1.996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
2° trim.	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
3° trim.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
4° trim.	2.056,1	1.636,6	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.001,3	196,5	380,6
2016 set.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
ott.	2.037,3	1.604,6	307,6	118,1	7,0	6.001,8	3.334,4	660,0	2.004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
nov.	2.064,6	1.634,0	305,1	117,1	8,5	6.029,6	3.372,2	652,0	2.002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
dic.	2.056,1	1.636,6	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.001,3	196,5	380,6
2017 gen.	2.099,5	1.677,2	299,3	116,0	7,0	6.087,9	3.438,6	636,1	2.010,5	2,7	963,1	194,6	392,9
feb. <sup>(p)</sup>	2.120,5	1.695,9	301,8	116,0	6,8	6.112,3	3.469,4	628,0	2.012,0	2,8	959,5	195,4	391,9
<b>Transazioni</b>													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	30,4	-29,3	17,1
2016 1° trim.	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
2° trim.	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-0,6	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
3° trim.	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
4° trim.	5,6	29,2	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,7	-10,0	-4,9
2016 set.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
ott.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
dic.	-8,9	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,4
2017 gen.	46,0	42,4	6,2	-1,0	-1,6	38,9	39,5	-7,3	5,6	1,0	-35,3	-1,8	12,3
feb. <sup>(p)</sup>	19,5	17,2	2,5	0,0	-0,2	23,3	30,3	-8,7	1,5	0,1	-5,7	0,7	-0,5
<b>Variazioni percentuali</b>													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 1° trim.	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
2° trim.	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
3° trim.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
4° trim.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 set.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
ott.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
dic.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 gen.	7,1	10,5	-5,4	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,8	0,9	-19,6	-1,0	-13,5	5,6
feb. <sup>(p)</sup>	7,6	10,9	-4,6	-0,5	-26,6	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,4	-2,0	-15,4	5,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti				Titoli di debito			
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>		A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.299,6	5.200,7	825,1	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.844,9	10.673,5	10.981,2	4.300,9	5.409,3	850,8	112,5	1.385,2	786,2
2016 1° trim.	4.053,6	1.115,9	2.924,6	12.629,6	10.561,2	10.824,5	4.288,8	5.338,9	824,8	108,8	1.312,2	756,2
2° trim.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.297,1	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4
3° trim.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
4° trim.	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.844,9	10.673,5	10.981,2	4.300,9	5.409,3	850,8	112,5	1.385,2	786,2
2016 set.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
ott.	4.291,1	1.099,6	3.178,1	12.810,3	10.656,5	10.956,9	4.302,9	5.388,3	850,8	114,5	1.373,1	780,7
nov.	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.851,3	10.699,4	10.981,8	4.321,0	5.407,2	855,3	115,9	1.379,0	772,9
dic.	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.844,9	10.673,5	10.981,2	4.300,9	5.409,3	850,8	112,5	1.385,2	786,2
2017 gen.	4.388,7	1.087,3	3.287,7	12.886,4	10.696,3	10.995,5	4.316,3	5.422,6	842,8	114,6	1.404,0	786,1
feb. <sup>(a)</sup>	4.405,0	1.073,2	3.318,0	12.916,1	10.719,6	11.011,8	4.323,0	5.443,4	841,6	111,6	1.403,6	792,9
<b>Transazioni</b>												
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2016	458,8	-34,9	493,6	318,4	232,5	251,0	81,6	119,3	42,7	-11,1	80,6	5,2
2016 1° trim.	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
2° trim.	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6
3° trim.	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1
4° trim.	153,2	-20,3	173,6	81,0	60,9	62,0	19,7	34,8	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 set.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3
ott.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	29,9	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6
nov.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8
dic.	69,0	-7,8	77,0	0,6	-10,4	11,4	-12,4	8,7	-3,2	-3,5	4,3	6,7
2017 gen.	16,2	5,3	10,5	54,2	31,0	24,8	18,4	14,5	-4,0	2,1	19,5	3,7
feb. <sup>(a)</sup>	8,0	-13,0	20,9	23,4	19,9	12,5	5,1	19,9	-2,2	-3,0	-1,2	4,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 1° trim.	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
2° trim.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9
3° trim.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
4° trim.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 set.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
ott.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5
nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7
dic.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 gen.	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,8	2,4	4,5	-8,6	7,1	2,6
feb. <sup>(a)</sup>	9,8	-3,9	15,1	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	3,8	-11,4	6,7	3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2014	4.299,6	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.300,9	4.301,7	997,3	796,3	2.507,3	5.409,3	5.725,9	616,5	4.042,5	750,3
2016 1° trim.	4.288,8	4.261,6	1.048,5	768,6	2.471,6	5.338,9	5.659,1	602,6	3.974,9	761,4
2° trim.	4.297,1	4.278,6	1.040,4	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
3° trim.	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
4° trim.	4.300,9	4.301,7	997,3	796,3	2.507,3	5.409,3	5.725,9	616,5	4.042,5	750,3
2016 set.	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
ott.	4.302,9	4.288,6	1.022,9	787,3	2.492,7	5.388,3	5.712,5	612,8	4.019,3	756,2
nov.	4.321,0	4.298,0	1.030,8	794,8	2.495,3	5.407,2	5.723,1	614,9	4.035,8	756,5
dic.	4.300,9	4.301,7	997,3	796,3	2.507,3	5.409,3	5.725,9	616,5	4.042,5	750,3
2017 gen.	4.316,3	4.310,3	1.012,2	798,1	2.506,0	5.422,6	5.743,3	620,7	4.052,2	749,8
feb. <sup>(a)</sup>	4.323,0	4.314,7	1.010,6	796,8	2.515,6	5.443,4	5.756,7	623,5	4.072,3	747,7
<b>Transazioni</b>										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,6	96,9	-17,5	45,2	54,0	119,3	111,2	23,7	105,9	-10,4
2016 1° trim.	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
2° trim.	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
3° trim.	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
4° trim.	19,7	29,5	-9,4	8,5	20,6	34,8	29,6	9,0	31,4	-5,6
2016 set.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
ott.	16,0	11,3	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
dic.	-12,4	9,9	-29,4	0,7	16,3	8,7	9,1	2,4	10,8	-4,5
2017 gen.	18,4	13,2	15,9	2,0	0,6	14,5	19,1	4,6	9,9	0,0
feb. <sup>(a)</sup>	5,1	2,7	-1,8	-1,1	8,1	19,9	12,3	1,7	18,6	-0,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2016 1° trim.	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2° trim.	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
3° trim.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
4° trim.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2016 set.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
ott.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
dic.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2017 gen.	1,8	2,3	-1,8	5,5	2,1	2,4	2,2	4,6	2,8	-1,2
feb. <sup>(a)</sup>	1,5	2,0	-2,1	4,0	2,3	2,4	2,3	4,1	2,9	-1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2014	269,4	7.127,8	2.186,6	92,2	2.388,1	2.460,8	1.381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,4	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,0	1.343,8	264,9	205,9	135,6
2016	318,0	6.919,1	2.054,4	70,6	2.140,8	2.653,3	1.131,5	238,4	205,9	121,6
2016 1° trim.	314,7	6.962,3	2.113,6	76,9	2.179,5	2.592,3	1.293,8	293,1	247,1	152,1
2° trim.	319,3	7.006,3	2.094,1	74,6	2.175,8	2.661,8	1.292,4	296,8	238,0	144,0
3° trim.	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.196,1	284,6	209,2	129,1
4° trim.	318,0	6.919,1	2.054,4	70,6	2.140,8	2.653,3	1.131,5	238,4	205,9	121,6
2016 set.	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.196,1	284,6	209,2	129,1
ott.	324,1	6.950,9	2.071,2	72,4	2.123,5	2.683,9	1.138,4	295,1	193,0	133,7
nov.	296,6	6.934,5	2.061,6	71,9	2.136,6	2.664,4	1.108,9	294,7	194,7	121,3
dic.	318,0	6.919,1	2.054,4	70,6	2.140,8	2.653,3	1.131,5	238,4	205,9	121,6
2017 gen.	302,8	6.875,2	2.037,8	69,8	2.127,8	2.639,8	1.110,9	225,5	176,5	106,3
feb. <sup>(a)</sup>	295,1	6.921,5	2.026,3	69,6	2.129,3	2.696,3	1.101,4	265,5	171,4	104,4
<b>Transazioni</b>										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-86,5	-15,1	21,4	-4,0
2016	30,2	-148,1	-72,5	-9,1	-120,6	54,1	-282,6	-67,4	12,8	-12,0
2016 1° trim.	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
2° trim.	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-66,6	3,2	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-98,2	-12,2	-19,2	-13,7
4° trim.	5,8	-24,8	-20,8	-2,6	-17,3	16,0	-43,0	-92,4	-0,2	-7,5
2016 set.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-10,2	-17,2	3,4	-4,3
ott.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-53,2	-8,1	-13,1	4,7
nov.	-27,6	-10,3	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-12,5	-28,6	1,7	-12,4
dic.	20,3	-15,4	-7,8	-1,3	-3,3	-2,9	22,7	-55,6	11,2	0,3
2017 gen.	-15,6	-27,5	-10,3	-0,8	-5,5	-10,8	2,6	-52,1	-28,3	-14,7
feb. <sup>(a)</sup>	-8,2	11,7	-12,7	-0,2	-6,7	31,4	-44,0	49,6	-5,1	-2,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2016 1° trim.	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
2° trim.	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
3° trim.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
4° trim.	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2016 set.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
ott.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
dic.	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2017 gen.	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,6	-	-	-12,2	-23,8
feb. <sup>(a)</sup>	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-4,0	2,7	-	-	-25,7	-25,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,7
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4
2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
3° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
4° trim.	-1,5	.	.	.	.	0,7

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 1° trim.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9
2° trim.	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
3° trim.	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
4° trim.	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,7	30,3	41,4	9,0	80,2	17,6	29,5	42,1	87,1	2,1
2016 1° trim.	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro			
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito			Azioni e quote di fondi di investimento		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,1	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5
2016 1° trim.	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3
2° trim.	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
3° trim.	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
4° trim.	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	1,5

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi			
	1												
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 4° trim.	14,8	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 1° trim.	15,1	13,2	4,7	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2° trim.	15,0	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
3° trim.	14,5	12,7	4,0	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 ott.	14,5	12,7	3,8	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
nov.	14,6	12,8	4,3	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
dic.	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 gen.	14,5	12,7	4,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
feb.	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,1	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
mar.	14,4	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank**

Indirizzo                    60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono                    +49 69 1344 0  
Sito internet                [www.ecb.europa.eu](http://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 26 aprile 2017.

ISSN                         2363-3433 (online)

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

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



