



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2018





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 3 / 2018

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	15
4 Prezzi e costi	19
5 Moneta e credito	22

Riquadri

1 Ripercussioni dell'aumento delle tensioni commerciali sull'economia mondiale	26
2 I fattori alla base del recente miglioramento nella posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	31
3 Misure delle risorse inutilizzate nell'area dell'euro	36

Articoli

1 Convergenza reale in Europa centrale, orientale e sudorientale	41
2 L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro	69
3 Condivisione dei rischi nell'area dell'euro	88

Statistiche	S1
--------------------	-----------

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Dopo diversi trimestri caratterizzati da una crescita più vigorosa del previsto, le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo di inizio marzo segnalano una lieve moderazione, tuttavia in linea con un'espansione dell'economia dell'area dell'euro solida e generalizzata¹.

I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati, sebbene i rischi connessi a fattori di carattere globale, fra cui la minaccia di un maggiore protezionismo, abbiano assunto maggiore rilievo. Nel complesso, il vigore di fondo dell'economia continua ad alimentare la fiducia del Consiglio direttivo nel fatto che l'inflazione convergerà verso l'obiettivo di un tasso inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine. Nel contempo, le misure dell'inflazione di fondo rimangono contenute e devono ancora mostrare segnali convincenti di una protratta tendenza al rialzo. In questo contesto, il Consiglio direttivo continuerà a seguire gli andamenti del tasso di cambio e di altre condizioni finanziarie in relazione alle possibili implicazioni per le prospettive di inflazione. Nel complesso permane la necessità di un ampio grado di stimolo monetario affinché le spinte inflazionistiche di fondo continuino ad accumularsi e sostengano la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo.

Gli indicatori delle indagini a livello mondiale rimangono in generale coerenti con un'espansione economica stabile. Tuttavia, gli annunci delle ultime settimane sull'imposizione di dazi costituiscono un rischio per la crescita a livello mondiale. Gli indicatori del commercio internazionale hanno fornito segnali contrastanti, ma nel complesso mostrano un rallentamento all'inizio dell'anno. I rischi di natura geopolitica, inoltre, hanno determinato una ripresa nelle quotazioni petrolifere.

I rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro hanno subito un calo e i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato si sono ridotti. Quest'ultimo elemento indica un miglioramento nei fondamentali macroeconomici specifici per paese, sullo sfondo dell'espansione economica in atto. Analogamente, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono salite nonostante alcuni episodi di elevata volatilità. Sui mercati dei cambi l'euro è rimasto sostanzialmente stabile in termini effettivi nominali.

L'analisi dei dati economici più recenti e dei risultati delle ultime indagini congiunturali segnala una lieve flessione del ritmo della crescita dall'inizio dell'anno. Tale flessione potrebbe in parte riflettere una decelerazione rispetto agli elevati ritmi osservati alla fine dello scorso anno, ma, al contempo, anche l'effetto di fattori temporanei. Nel complesso, tuttavia, ci si attende che la crescita

¹ Sulla base delle informazioni disponibili al momento della riunione del Consiglio direttivo del 26 aprile 2018.

rimanga solida e generalizzata. I consumi privati sono sostenuti dal perdurante aumento dell'occupazione – a sua volta in parte riconducibile alle passate riforme del mercato del lavoro – e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti delle imprese seguitano a rafforzarsi per effetto di condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e del vigore della domanda. Gli investimenti in edilizia abitativa continuano a migliorare. In aggiunta, l'espansione generalizzata a livello mondiale fornisce slancio alle esportazioni dell'area dell'euro.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha raggiunto l'1,3 per cento a marzo 2018, dall'1,1 per cento di febbraio, principalmente per effetto di un incremento della componente relativa ai beni alimentari. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che nella parte restante dell'anno l'inflazione complessiva si collochi intorno all'1,5 per cento. Le misure dell'inflazione di fondo restano nell'insieme contenute. In prospettiva, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associate a tale espansione.

L'analisi monetaria evidenzia che l'aggregato monetario ampio (M3) continua a crescere a un ritmo sostenuto, tenendosi solo lievemente al di sotto dell'intervallo ristretto osservabile dalla metà del 2015. L'aggregato M3 è cresciuto in febbraio a un tasso del 4,2 per cento. Questa evoluzione riflette l'impatto delle misure di politica monetaria della BCE e il basso costo opportunità di detenere i depositi più liquidi. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha quindi continuato a fornire il contributo principale all'espansione dell'aggregato monetario ampio, confermando il ritmo elevato del tasso di crescita sui dodici mesi. Procede anche la ripresa dell'espansione dei prestiti al settore privato, iniziata agli inizi del 2014. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2018 indica che la crescita dei prestiti continua a essere sostenuta dall'incremento della domanda in tutte le categorie di prestiti e da un ulteriore allentamento delle condizioni complessive per la concessione del credito bancario.

Sulla base dei risultati dell'analisi economica e dei segnali provenienti dall'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di un grado elevato di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il perdurare del sostegno monetario proviene dagli acquisti netti di attività, dalle notevoli consistenze di attività acquistate e dai reinvestimenti attuali e futuri, nonché dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse.

Di conseguenza, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano sui livelli attuali per un prolungato periodo di tempo, e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre acquisti netti di attività all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di

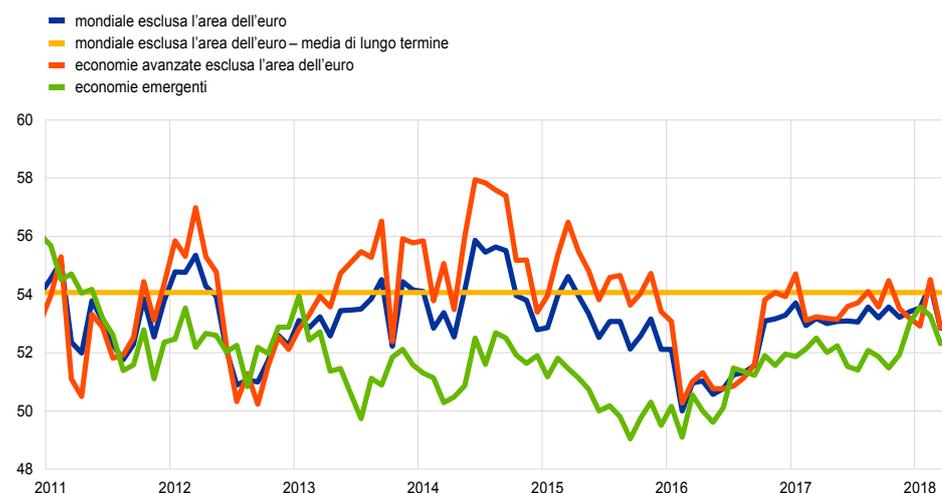
settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Infine, il Consiglio direttivo ha ribadito che l'Eurosistema continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo, dopo la conclusione degli acquisti netti di attività, e in ogni caso finché sarà necessario.

Gli indicatori delle indagini campionarie a livello mondiale rimangono coerenti con una stabile espansione dell'attività nel primo trimestre del 2018. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è sceso a marzo (cfr. grafico 1), in seguito ai cali registrati nei settori manifatturiero e dei servizi. In termini trimestrali, nei primi tre mesi del 2018 il PMI si è mantenuto leggermente al di sopra del livello registrato nella seconda metà del 2017, segnalando un contesto esterno ancora favorevole per l'area dell'euro. Nel primo trimestre, il PMI è rimasto sostanzialmente invariato negli Stati Uniti, mentre è sceso nel Regno Unito e, in misura minore, in Giappone, in seguito alle più deboli dinamiche di marzo. Tra le economie emergenti, il PMI trimestrale è salito in Brasile e in Cina, mentre ha subito una flessione in India e in Russia.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2018. La dicitura "media di lungo termine" fa riferimento al periodo compreso tra gennaio 1999 e marzo 2018.

I recenti annunci di aumento dei dazi da parte degli Stati Uniti rappresentano un rischio per la fase espansiva che si sta manifestando a livello mondiale. Alla fine di marzo, il presidente Trump ha firmato un decreto che impone dazi all'importazione di acciaio e alluminio, al fine di proteggere l'industria statunitense dalla concorrenza estera. Inoltre, il governo degli Stati Uniti ha annunciato aumenti dei dazi su 50 miliardi di dollari di importazioni di beni cinesi. La Cina ha reagito impegnandosi ad aumentare i dazi sulle importazioni di pari valore dagli Stati Uniti. Considerate singolarmente, le misure sinora annunciate dovrebbero avere un impatto molto esiguo a livello macroeconomico. Tuttavia, è evidente che i rischi associati a un aumento del protezionismo si sono ampliati. Le aspettative di inasprimento di tale controversia inciderebbero sulle decisioni di investimento, con effetti potenzialmente più significativi sull'attività mondiale. Il riquadro 1 fornisce un'analisi dettagliata delle implicazioni dell'aumento delle tensioni commerciali per l'economia mondiale.

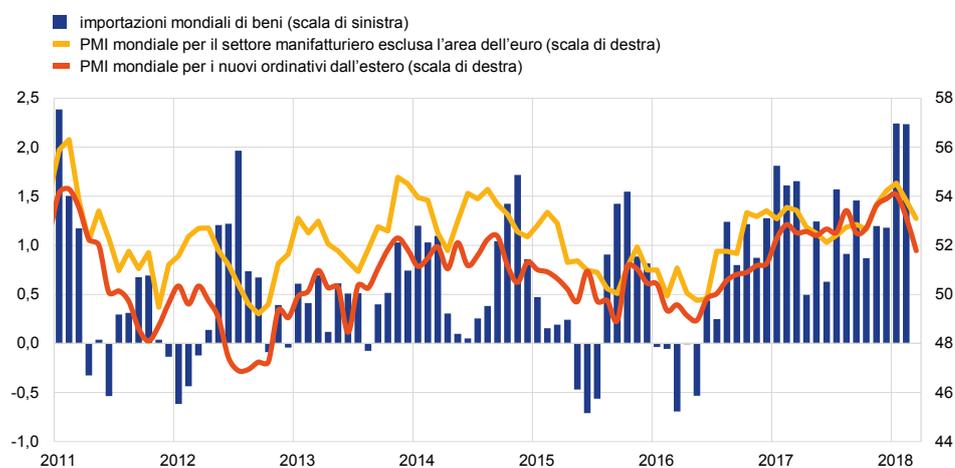
Le condizioni finanziarie a livello internazionale continuano a fornire sostegno alle prospettive mondiali, con l'ausilio di politiche monetarie ancora accomodanti. Nonostante la recente volatilità, si conferma il vigore dei mercati azionari mondiali. A seguito dell'innalzamento dei tassi in occasione della riunione di marzo del Federal Open Market Committee, la curva dei tassi Federal Fund si è spostata verso l'alto. I mercati continuano a presagire un graduale inasprimento, e inglobano nei prezzi tre ulteriori aumenti dei tassi nel corso del 2018. Le aspettative del mercato preannunciano inoltre rialzi dei tassi nel Regno Unito nei prossimi mesi, sulla base dei toni "da falco" prevalenti nell'Inflation Report della Bank of England del mese di febbraio. La banca centrale giapponese, per contro, mantiene un orientamento decisamente accomodante, con i rendimenti a dieci anni prossimi allo zero così come previsto dal suo programma di controllo della curva dei rendimenti. Anche le condizioni finanziarie delle economie emergenti rimangono accomodanti, agevolate dal durevole miglioramento degli afflussi di capitale osservato nell'ultimo anno. I differenziali sulle obbligazioni sono cresciuti in seguito all'annuncio sui dazi da parte del governo degli Stati Uniti, pur rimanendo storicamente su livelli bassi. Allo stesso tempo, le condizioni dei maggiori paesi esportatori di materie prime continuano a migliorare, segnate dall'ulteriore calo dei tassi di interesse di riferimento in Brasile e in Russia registrato in marzo, in quanto le spinte inflazionistiche rimangono moderate. In Cina, tuttavia, le condizioni finanziarie interne continuano a inasprirsi per far fronte ai rischi nel sistema finanziario, con un nuovo incremento dei tassi di interesse sul mercato aperto a marzo.

Gli indicatori del commercio internazionale hanno fornito segnali contrastanti, pur segnando, nel complesso, un rallentamento all'inizio dell'anno. Sebbene il volume delle importazioni di beni sia cresciuto del 2,2 per cento a febbraio 2018 su base trimestrale (non facendo registrare variazioni rispetto al mese precedente) grazie ai forti aumenti che hanno interessato i paesi asiatici, gli indicatori relativi al commercio come il PMI concernente i nuovi ordinativi dall'estero hanno continuato a scendere per tutto il primo trimestre (cfr. grafico 2). Anche una misura più ampia, basata su una componente principale degli indicatori anticipatori del commercio internazionale, evidenzia una certa moderazione nel primo trimestre del 2018 rispetto al trimestre precedente.

Grafico 2

Commercio internazionale e indagini campionarie

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2018 per le importazioni mondiali di beni e a marzo 2018 per il PMI.

L'inflazione a livello mondiale è rimasta stabile a febbraio. Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo si è attestata al 2,2 per cento a febbraio, sostanzialmente in linea con la media registrata nella seconda metà del 2017. Al netto dei beni energetici e alimentari, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è salita lievemente all'1,9 per cento. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe aumentare nel breve termine per effetto del recente rincaro dei corsi petroliferi. Per i periodi successivi, ci si attende inoltre che la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale sostenga l'inflazione di fondo.

I prezzi del greggio sono aumentati a metà marzo in seguito all'intensificarsi dei rischi geopolitici. A metà aprile, i prezzi del greggio di qualità Brent avevano superato la soglia dei 73 dollari, raggiungendo un livello non più osservato dalla fine di novembre 2014. L'aumento dei corsi petroliferi è in parte ascrivibile alle rinnovate tensioni geopolitiche in merito ai rapporti tra Stati Uniti e Iran, nonché alle aspettative di estensione dei tagli alle forniture da parte dei paesi OPEC e non OPEC, sebbene il calo di produzione registrato a marzo in seguito a tali tagli sia stato parzialmente compensato da un'impennata della produzione negli Stati Uniti. Il processo di riequilibrio del mercato ricercato da tali tagli è pressoché completo, dato che le scorte sono quasi tornate alla loro media quinquennale, livello che costituisce il punto di riferimento sottostante l'accordo tra i paesi OPEC e non OPEC sui tagli alla produzione. La domanda di petrolio rimane vigorosa, in linea con il ciclo economico mondiale. Dall'inizio di marzo, i prezzi delle materie prime non petrolifere sono diminuiti all'incirca dello 0,8 per cento (in dollari USA). Tale diminuzione è per lo più riconducibile al calo dei prezzi dei minerali ferrosi, dovuto a una moderazione delle importazioni di metalli da parte della Cina, e, in misura minore, alla riduzione dei prezzi dei beni alimentari conseguente all'ampia offerta. D'altra parte, l'alluminio ha toccato il valore più alto degli ultimi sette anni a causa delle preoccupazioni derivanti dalle misure protezionistiche attuate negli Stati Uniti e di un fermo produttivo in Brasile dovuto a una calamità ambientale.

Le prospettive per l'attività economica negli Stati Uniti permangono robuste.

Nell'ultimo trimestre del 2017, il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 2,9 per cento. Nonostante il lieve rallentamento dell'attività rispetto al trimestre precedente, sia la spesa per consumi che gli investimenti delle imprese hanno registrato un marcato incremento; quest'ultima tendenza è stata tuttavia parzialmente contrastata dai contributi negativi delle scorte e delle esportazioni nette. In futuro, le prospettive attuali dovrebbero continuare a essere sostenute dalle politiche di bilancio ampiamente espansive, dalle solide condizioni del mercato del lavoro e dalla vigorosa domanda estera. In particolare, nel primo trimestre dell'anno le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a essere rigide, con un tasso di disoccupazione invariato al 4,1 per cento a marzo, un tasso di partecipazione alla forza lavoro che è salito al 63 per cento e un incremento su base annua delle retribuzioni orarie medie pari al 2,7 per cento. A marzo, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,4 per cento mentre, al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione è salita al 2,1 per cento. Gli effetti base generati dalla considerevole contrazione dei prezzi dei servizi di telefonia mobile dello scorso anno hanno provocato un significativo incremento dei dati annuali.

La crescita economica ha rallentato in Giappone, in un contesto di pressioni salariali e sui prezzi modeste.

Nell'ultimo trimestre del 2017, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, sorretto in prevalenza dalla domanda interna. Tuttavia, la contrazione della produzione industriale e il rallentamento delle esportazioni nette, associati a fattori temporanei come le condizioni meteorologiche sfavorevoli, suggeriscono una minore crescita dell'attività economica nel primo trimestre del 2018. Nonostante il recente allentamento di alcuni indicatori, il mercato del lavoro permane rigido. Tuttavia, i salari nominali complessivi hanno continuato a salire moderatamente. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC, a febbraio, è scesa all'1,1 per cento su base annua. Al tempo stesso il dato calcolato escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici (misura preferenziale dell'inflazione di fondo utilizzata dalla Banca del Giappone) è rimasto stabile allo 0,5 per cento.

Nel Regno Unito, la crescita del PIL ha subito un lieve rallentamento nel corso del 2017, principalmente a causa dei consumi privati deboli, mentre l'inflazione ha segnato un brusco aumento.

Nell'ultimo trimestre del 2017, il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,4 per cento sul periodo precedente, evidenziando un rallentamento rispetto al terzo trimestre. I consumi sono stati particolarmente colpiti, in un contesto di contenimento della spesa da parte delle famiglie a causa dell'aumento dei prezzi e della crescita contenuta dei salari. Come segnalano gli indicatori recenti, è probabile che nei prossimi trimestri il PIL si mantenga su ritmi di crescita più moderati rispetto a quanto osservato prima del referendum sull'appartenenza alla UE. Ciò è in linea con il delinearsi di un'accresciuta incertezza, in particolare riguardo all'esito dei negoziati con l'Unione europea in merito all'uscita del paese a marzo 2019. Al tempo stesso, nel 2017 l'inflazione ha subito un'impennata, con un picco del 3,0 per cento nell'ultimo trimestre, principalmente per effetto della trasmissione ai prezzi del marcato deprezzamento della sterlina britannica in seguito al referendum. Secondo le ultime indicazioni, l'inflazione ha ora

raggiunto il suo livello massimo, con la variazione dell'indice dei prezzi sui dodici mesi misurata sull'IPC che è scesa al 2,7 per cento nel primo trimestre del 2018, in seguito a un forte calo a marzo.

La crescita dell'economia cinese rimane robusta. Nel primo trimestre del 2018, il PIL in termini reali è cresciuto a un ritmo del 6,8 per cento su base annua, rimanendo invariato rispetto al trimestre precedente. La crescita è stata trainata sia dai consumi che dagli investimenti, mentre il contributo dell'interscambio netto è divenuto negativo. Nondimeno, lo slancio complessivo osservato nel primo trimestre del 2018 è stato più debole rispetto all'ultimo trimestre del 2017, in linea con un profilo di risultati modesti nel primo trimestre dell'anno delineatosi in Cina negli ultimi anni. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 2,1 per cento a marzo, dal 2,9 di febbraio, dato che i prezzi dei beni alimentari e non alimentari sono diminuiti dopo la festività del Capodanno cinese. Anche l'inflazione calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è scesa al 2,0 per cento a marzo, dal 2,5 del mese precedente. Allo stesso tempo, l'inflazione alla produzione sui dodici mesi è scesa al 3,1 per cento a marzo, in seguito all'ulteriore calo degli aumenti dei prezzi di materie prime ed energia.

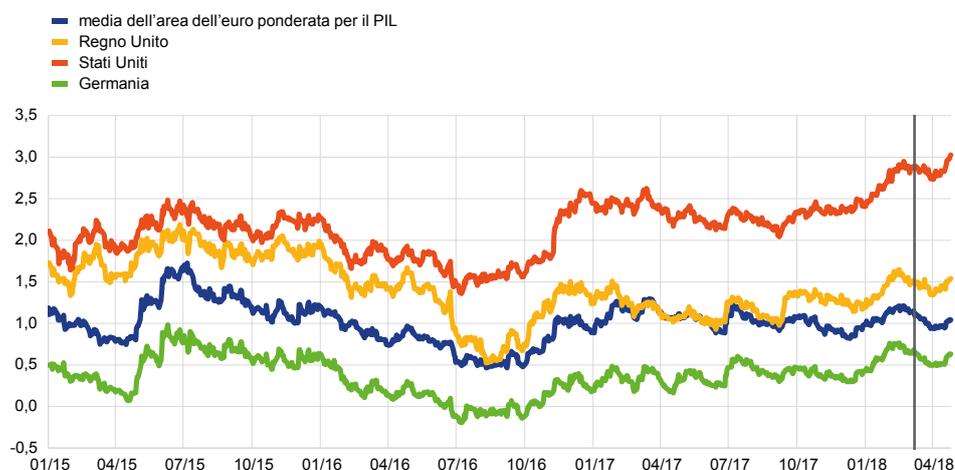
2 Andamenti finanziari

I rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti dall'inizio di marzo (cfr. grafico 3). Nel periodo esaminato (dall'8 marzo al 25 aprile), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 6 punti base, collocandosi all'1,03 per cento. Nonostante un temporaneo calo, il rendimento dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni resta attualmente invariato allo 0,63 per cento. Le iniziali riduzioni dei tassi sui titoli di Stato dell'area dell'euro hanno rispecchiato un indebolimento dei dati macroeconomici dell'area, a fronte di aspettative relativamente elevate, e anche alcuni effetti di propagazione registrati a livello mondiale in ragione dell'intensificarsi di controversie commerciali e tensioni geopolitiche. Per contro, rispetto al tasso sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni, i differenziali di rendimento delle obbligazioni portoghesi, italiane e spagnole hanno continuato la loro traiettoria discendente in un contesto caratterizzato da un miglioramento dei fondamentali macroeconomici dei singoli paesi e legato all'espansione economica in corso. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti, raggiungendo rispettivamente l'1,54 e il 3,03 per cento.

Grafico 3

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 marzo 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 25 aprile 2018.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) sono lievemente aumentati durante il periodo in esame.

Dall'inizio di marzo, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di qualità più elevata (investment grade) rispetto al tasso privo di rischio è lievemente aumentato di 10 punti base attestandosi a 44 punti base. I differenziali sul debito del settore finanziario con alto merito di credito sono aumentati di circa 10 punti base. È improbabile che l'incremento dei differenziali rifletta significativi incrementi del rischio di credito, i cui bassi livelli restano coerenti con un rafforzamento dell'espansione economica. Inoltre, i differenziali delle obbligazioni societarie restano significativamente (60-80 punti base) inferiori ai livelli osservati a marzo

2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

Nel periodo esaminato, gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro hanno registrato un lieve aumento, malgrado una più accentuata volatilità.

Le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro sono cresciute dell'1 per cento circa. Nel complesso, considerato il miglioramento generalizzato del contesto macroeconomico dell'area, le aspettative di una crescita robusta dei profitti delle imprese continuano a sostenere le quotazioni azionarie dell'area dell'euro. Nel periodo in esame, le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie statunitensi sono diminuite, del 3,5 e del 3,7 per cento rispettivamente. Le quotazioni azionarie sia dell'area dell'euro e sia degli Stati Uniti hanno subito delle fluttuazioni in risposta a quanto annunciato in merito al futuro andamento della politica commerciale mondiale; tali fluttuazioni hanno determinato temporanei episodi di accresciuta volatilità. Tuttavia, le aspettative del mercato sulla volatilità azionaria futura sono rimaste sostanzialmente invariate nei due paesi dove vengono ancora stimate su base annualizzata a livelli che risultano relativamente bassi in termini storici (14,7 e 17,8 per cento rispettivamente).

L'Eonia (euro overnight index average) si è mantenuto in media a circa -36,5 punti base nel periodo in rassegna. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 22 miliardi di euro, a circa 1.864 miliardi, poiché l'impatto di assorbimento della liquidità esercitato dall'aumento dei fattori autonomi netti ha più che compensato la liquidità fornita attraverso il proseguimento degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema.

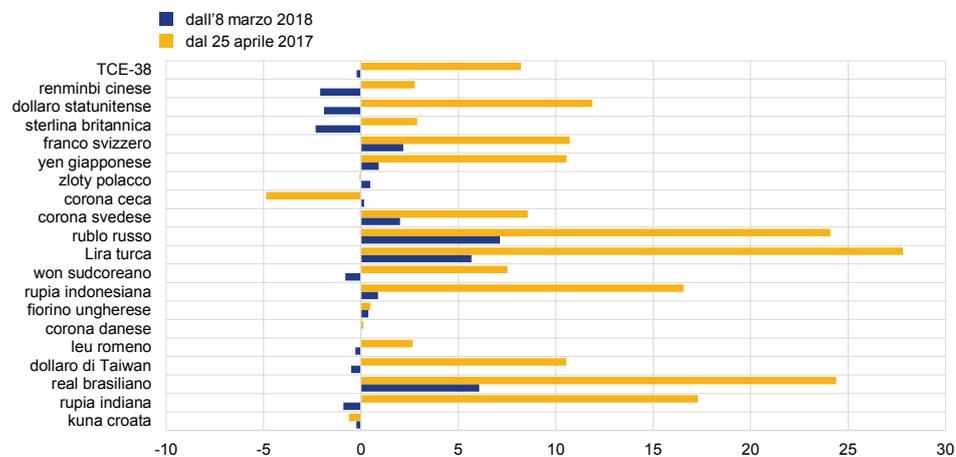
La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso nel periodo esaminato, soprattutto sugli orizzonti di medio termine. Il clima di fiducia dei mercati circa l'orientamento della politica monetaria nei restanti mesi del 2018 è rimasto invariato. Gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso i tassi di interesse attesi oltre questo orizzonte. La curva rimane inferiore a zero per orizzonti precedenti a dicembre 2019.

Riguardo ai mercati valutari, il cambio dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Nel periodo esaminato il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro si è deprezzato del -0,2 per cento. In termini bilaterali, l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (dell'1,9 per cento), del renminbi cinese (del 2,1 per cento) e della sterlina britannica (del 2,3 per cento). Tale andamento è stato in parte controbilanciato da un rafforzamento dell'euro nei confronti di altre importanti valute, tra cui lo yen giapponese (dello 0,9 per cento) e il franco svizzero (del 2,2 per cento), e di valute di alcuni mercati emergenti, in particolare del rublo russo (del 7,2 per cento), del real brasiliano (del 6,1 per cento) e della lira turca (del 5,2 per cento).

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 20 aprile 2018.

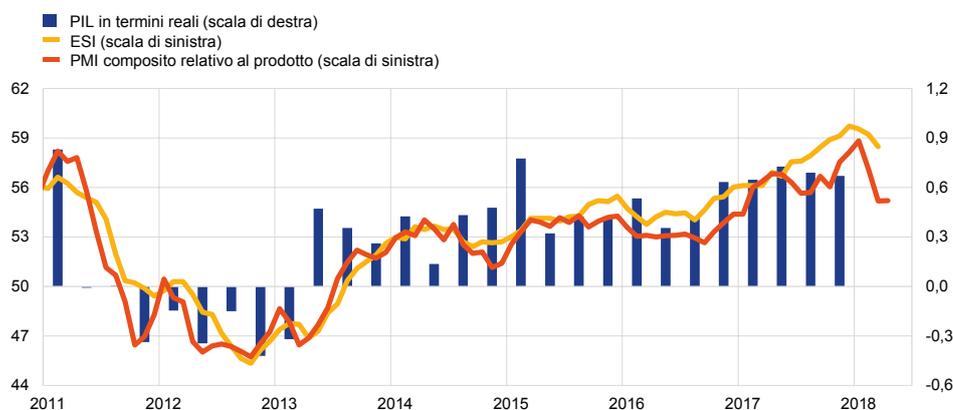
3 Attività economica

Nell'area dell'euro la crescita prosegue solida e generalizzata, sebbene i nuovi dati siano stati nel complesso inferiori rispetto alle attese nel primo trimestre dell'anno. Nell'ultimo trimestre del 2017 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,7 per cento in termini congiunturali, dopo aver registrato una crescita analoga nei due trimestri precedenti (cfr. grafico 5). Nel quarto trimestre la domanda interna e l'interscambio netto hanno contribuito in misura positiva alla dinamica del prodotto, mentre la variazione delle scorte ne ha lievemente frenato la crescita. Pur mantenendosi ancora su livelli molto elevati, gli indicatori economici, in particolare i risultati delle indagini, si sono recentemente indeboliti. Ciò segnala che nel primo trimestre dell'anno la dinamica espansiva si sarebbe attenuata. Nel 2017 il PIL è salito del 2,4 per cento su base annua, evidenziando il più alto tasso di crescita dal 2007. Nel riquadro 3 si analizzano in maggiore dettaglio le conseguenze della recente forte crescita sulle risorse inutilizzate nell'area dell'euro.

Grafico 5

PIL in termini reali dell'area dell'euro, indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator) e indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index) relativo al prodotto

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: crescita percentuale sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2017 per il PIL in termini reali, a marzo 2018 per l'ESI e ad aprile 2018 per il PMI.

È proseguito l'aumento della spesa per consumi, seppure a ritmi lievemente inferiori rispetto a quelli registrati nei trimestri precedenti. Nell'ultimo trimestre del 2017 i consumi privati sono saliti dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato un tasso di crescita leggermente superiore nel terzo trimestre. Tale rallentamento sembra riflettere la minore espansione dei consumi di servizi, mentre quelli di beni sarebbero aumentati a un tasso maggiore rispetto al terzo trimestre. Nel quarto trimestre del 2017 i consumi hanno registrato un incremento dell'1,5 per cento su base annua, in netto calo rispetto al periodo precedente, quando erano cresciuti dell'1,9. Tale andamento è coerente con il lieve calo della crescita sui dodici mesi del reddito disponibile reale delle famiglie, passata dall'1,5 all'1,4 per cento tra i due trimestri. Tra il terzo e il quarto

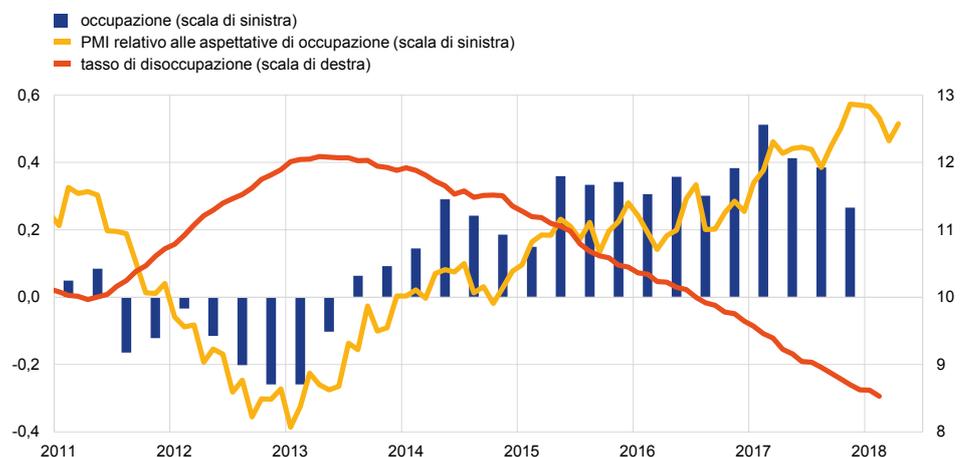
trimestre, di conseguenza, il tasso di variazione dei risparmi sui dodici mesi ha evidenziato un marcato incremento, contribuendo quindi alla minore espansione della spesa per consumi. Tuttavia, nell'ultimo trimestre dello scorso anno il tasso di risparmio (espresso come media mobile di quattro trimestri) è rimasto invariato al minimo storico dell'11,9 per cento.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a migliorare, sostenendo pertanto il reddito delle famiglie e la spesa per consumi. Nel quarto trimestre del 2017 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,3 per cento sul periodo precedente, determinando un incremento annuo pari all'1,6 per cento. La stessa si colloca attualmente a un livello dell'1,5 per cento superiore al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. A febbraio 2018 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro era pari all'8,5 per cento, in calo dall'8,6 per cento di gennaio e di 3,6 punti percentuali al di sotto del picco post-crisi dell'aprile 2013 (cfr. grafico 6). Tale calo è stato generalizzato tra le diverse fasce di età e tra i generi. Anche la disoccupazione di lunga durata (ossia la quota di popolazione disoccupata da almeno dodici mesi espressa in percentuale delle forze di lavoro) continua a diminuire, pur rimanendo al di sopra del livello pre-crisi. Le informazioni ricavate dalle indagini segnalano il proseguire della crescita dell'occupazione nei prossimi mesi e in alcuni paesi e settori si manifestano crescenti segnali di carenze di manodopera.

Grafico 6

Occupazione, indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index) relativo alle aspettative di occupazione e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; scala di destra: percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il Purchasing Managers' Index (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2017 per l'occupazione, ad aprile 2018 per il PMI e a febbraio 2018 per il tasso di disoccupazione.

In assenza di volatilità a breve termine, i consumi privati dovrebbero continuare ad aumentare a tassi elevati. I dati recenti sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano il proseguire, sebbene a un ritmo relativamente lento, della crescita della spesa per consumi nel primo trimestre dell'anno. Altri indicatori, tuttavia, confermano il protrarsi di una vigorosa dinamica dei consumi. Gli ultimi risultati delle indagini segnalano miglioramenti in atto nei mercati del lavoro, i quali, attraverso gli incrementi dell'occupazione, dovrebbero continuare

a sostenere il reddito aggregato e, quindi, la spesa per consumi. Nel quarto trimestre del 2017 è inoltre proseguito l'aumento a tassi elevati della ricchezza netta delle famiglie che ha fornito ulteriore supporto ai consumi privati. Tali fattori potrebbero in parte spiegare perché la fiducia dei consumatori resta su livelli elevati, prossimi ai massimi storici raggiunti a maggio 2000.

Nel quarto trimestre del 2017 gli investimenti delle imprese hanno registrato un'accelerazione dopo un terzo trimestre debole. La recente volatilità della crescita degli investimenti è di natura prevalentemente tecnica. La volatilità è principalmente riconducibile all'introduzione dei dati relativi all'Irlanda nelle contabilità nazionali dell'area dell'euro, nonché al conseguente impatto degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale e degli acquisti di aeromobili collegati a contratti di leasing. Nel quarto trimestre l'incremento degli investimenti, pari all'1,2 per cento, è stato determinato dall'aumento sia di quelli realizzati in beni diversi dalle costruzioni, sia, in misura minore, di quelli in edilizia. La crescita dell'1,5 per cento registrata dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni è a sua volta prevalentemente ascrivibile a quella in macchinari e mezzi di trasporto. In relazione al primo trimestre del 2018, gli indicatori congiunturali segnalano un indebolimento della crescita. Ad esempio, a gennaio e a febbraio i dati mensili relativi alla produzione di beni di investimento sono risultati inferiori dell'1,5 per cento rispetto alla media del quarto trimestre, quando erano saliti del 2,4 per cento su base trimestrale. Tuttavia il persistere di condizioni favorevoli nel settore dei beni di investimento, come il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva e l'incremento degli ordini, nonché l'aumento della fiducia e della domanda, segnalano nel complesso il proseguire dello slancio degli investimenti. Quanto agli investimenti in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile fino a febbraio indicano, nel primo trimestre del 2018, un lieve rallentamento della loro crescita rispetto al periodo precedente. Al contempo, gli indicatori delle indagini sulla fiducia nel settore delle costruzioni, così come il numero di concessioni edilizie, sono in linea con la dinamica espansiva osservata all'inizio dell'anno. In alcuni paesi, tuttavia, nel settore edilizio emergono segnali crescenti della presenza di vincoli di capacità produttiva dovuti a carenze di manodopera.

Gli investimenti dovrebbero continuare a crescere a un ritmo sostenuto.

Dovrebbe proseguire il sostegno agli investimenti grazie all'aumento dei vincoli di offerta, alle favorevoli aspettative di utili, al vigore della domanda, sia interna sia estera, e alle condizioni di finanziamento favorevoli. I conti settoriali dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2017 indicano che i margini operativi (misurati come rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto) rimangono prossimi al più alto valore mai osservato dall'inizio del 2009. Nell'area dell'euro, inoltre, le aspettative sugli utili delle società quotate continuano a registrare livelli elevati. Al contempo, le incertezze relative all'attuazione di incrementi tariffari potrebbero già esercitare effetti negativi sulle decisioni di investimento. Gli indicatori più recenti relativi agli investimenti in edilizia segnalano una dinamica in rallentamento, ma ancora positiva, di quelli in costruzioni ed edilizia residenziale. L'incremento del reddito disponibile delle famiglie e le condizioni molto favorevoli di accesso ai prestiti continuano a sostenere la domanda nel settore delle costruzioni.

Nell'ultimo trimestre del 2017 è proseguita la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro.

Il totale delle esportazioni reali dell'area ha confermato la dinamica positiva osservata nella seconda metà del 2017, aumentando dell'1,9 per cento sul periodo precedente. Le esportazioni di beni, in particolare di quelli diretti a paesi esterni all'Unione europea, hanno apportato un contributo importante a tale incremento. Per il primo trimestre del 2018, tuttavia, i dati mensili suggeriscono un lieve indebolimento della crescita delle esportazioni osservata in precedenza, dal momento che a gennaio e a febbraio le esportazioni totali nominali di beni sono diminuite, rispettivamente, dello 0,7 e del 2 per cento sul mese precedente, pur continuando a crescere notevolmente su base annuale. Anche le indagini sui nuovi ordinativi mondiali e dell'area dell'euro nel settore manifatturiero confermano un andamento più moderato delle esportazioni per il prossimo trimestre.

Gli indicatori economici più recenti suggeriscono che il ritmo di crescita abbia subito una lieve moderazione dall'inizio dell'anno.

A gennaio e a febbraio la produzione industriale (escluse le costruzioni) ha registrato una flessione. Di conseguenza in tali mesi la produzione è stata in media inferiore dello 0,5 per cento rispetto al valore evidenziato nell'ultimo trimestre del 2017, quando era salita dell'1,4 su base trimestrale. I dati più recenti desunti dalle indagini segnalano un lieve rallentamento della dinamica della crescita nel breve periodo. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 57,0 nel primo trimestre del 2018, rispetto a 57,2 nel periodo precedente, mentre è rimasto invariato a 55,2 tra marzo e aprile 2018. Nel contempo l'indicatore di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è sceso a 113,9 nel primo trimestre da 114,3 nel periodo precedente (cfr. grafico 5). Entrambi gli indicatori continuano a collocarsi ben al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

Tale moderazione potrebbe in parte riflettere una decelerazione rispetto agli elevati ritmi di crescita osservati alla fine dello scorso anno, nonché fattori di natura temporanea.

Nel complesso, tuttavia, ci si attende che la crescita rimanga solida e generalizzata. Le misure di politica monetaria della BCE, che hanno agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria, dovrebbero continuare a sostenere la domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dagli incrementi occupazionali in atto (che a loro volta riflettono, in parte, gli effetti delle passate riforme del mercato del lavoro) e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti delle imprese seguitano a rafforzarsi per effetto delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e della solidità della domanda. Continuano a migliorare gli investimenti in edilizia residenziale. Inoltre, l'espansione generalizzata a livello mondiale sostiene le esportazioni dell'area dell'euro. 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 2018 e il 2019 rispetto alla precedente edizione dei primi di gennaio. Al contempo è stato rivisto lievemente al ribasso il dato relativo al 2020.

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

sostanzialmente bilanciati. Tuttavia, quelli connessi a fattori di carattere globale, tra i quali la minaccia di un crescente protezionismo, hanno acquistato maggiore rilevanza.

Nel marzo 2018 l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata all'1,3 per cento, in rialzo rispetto all'1,1 registrato a febbraio (cfr. grafico 7).

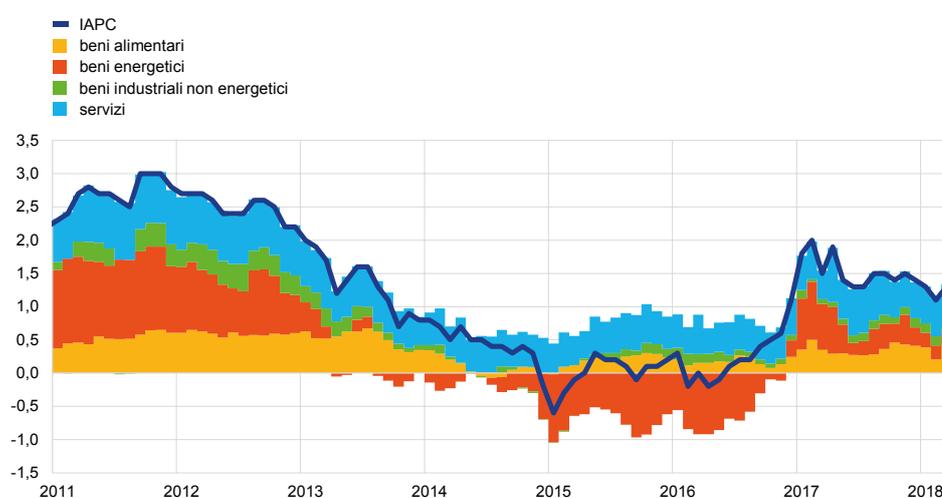
L'incremento riflette soprattutto una più elevata inflazione dei beni alimentari.

A marzo l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari si è confermata all'1,0 per cento, invariata rispetto a febbraio.

Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2018.

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute, in parte a causa di fattori straordinari. Fino a marzo, l'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari è rimasta all'1,0 per cento per il terzo mese consecutivo. Tale andamento segue una precedente lieve moderazione, che in parte rispecchia gli effetti del notevole calo dell'inflazione relativa a diverse voci legate ai servizi. Negli ultimi mesi si sono compensati fra loro gli andamenti dell'inflazione nelle componenti volatili di: a) abbigliamento e calzature e b) voci legate ai viaggi, in modo tale da lasciare pressoché stabile il tasso di inflazione IAPC al netto dei beni energetici e alimentari calcolato escludendo queste componenti. Nel complesso, le misure dell'inflazione di fondo devono ancora mostrare segnali convincenti di una protratta tendenza al rialzo.

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica si sono ulteriormente indebolite a monte della catena della formazione dei prezzi e in generale si mantengono contenute. L'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro emerge chiaramente dalla diminuzione dei tassi di inflazione per i beni industriali non energetici finali importati (che rappresentano all'incirca il 12 per cento dei consumi di beni non energetici finali) e dall'indebolimento dei tassi di inflazione per i beni intermedi. Nondimeno, più a valle nella catena di formazione dei prezzi, per i beni di consumo non alimentari

l'inflazione alla produzione sui dodici mesi ha raggiunto a febbraio 2018 il livello più elevato da febbraio 2013, portandosi allo 0,5 per cento rispetto dallo 0,4 del mese precedente. Anche per i prezzi al consumo, l'inflazione dei beni industriali non energetici misurata sullo IAPC è salita in modo graduale dallo 0,4 per cento di novembre allo 0,6 di gennaio e febbraio, per poi scendere a marzo allo 0,2 per cento. Questo andamento ha riflesso la forte volatilità nei tassi di inflazione sui dodici mesi per la componente dell'abbigliamento e delle calzature, in parte dovuta alle variazioni nella cadenza negli ultimi anni dei saldi di fine stagione.

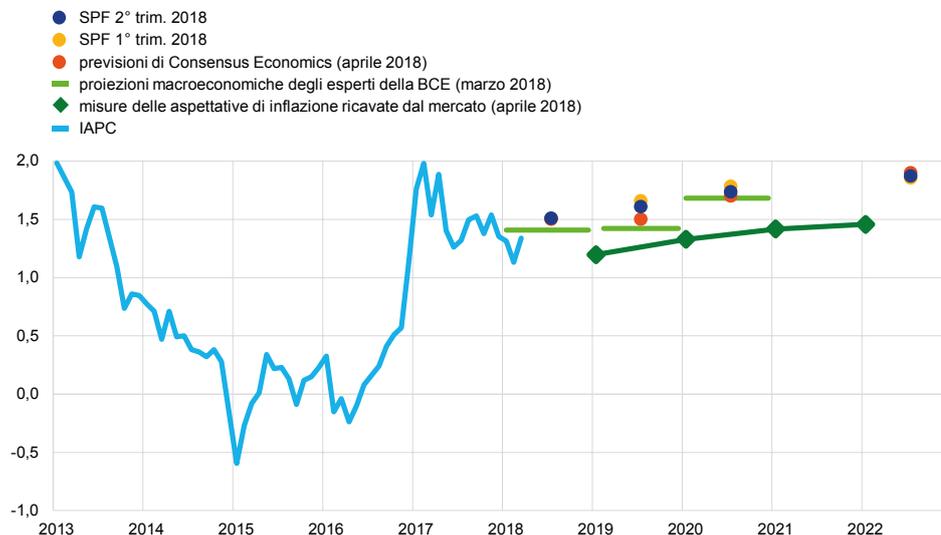
I dati recenti sulla crescita delle retribuzioni segnalano il protrarsi della tendenza al rialzo rispetto al punto minimo toccato nel secondo trimestre del 2016. Nel quarto trimestre del 2017, la crescita dei redditi per occupato sul periodo corrispondente si è attestata all'1,8 per cento, in rialzo rispetto all'1,6 del trimestre precedente, anche se ancora al di sotto della sua media di lungo periodo del 2,1 per cento. Più di recente, è ulteriormente aumentata anche la crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali, raggiungendo a gennaio 2018 l'1,7 per cento, dall'1,6 di dicembre. Se da un lato gli andamenti recenti della dinamica salariale sono in linea con il miglioramento della situazione sul mercato del lavoro, essi possono tuttavia essere ancora frenati da fattori quali i contenuti tassi di inflazione precedenti, la debole crescita della produttività e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi.

Nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente stabili sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini (cfr. grafico 8). Il 25 aprile 2018 il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,71 per cento. Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un ritorno graduale dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Tali misure ricavate dal mercato continuano a indicare che il rischio di deflazione rimane assai contenuto. In base all'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il secondo trimestre del 2018 le aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro sono rimaste stabili all'1,9 per cento.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Survey of Professional Forecasters della BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a marzo 2018. Le misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato sono tratte dagli swap indicizzati all'inflazione a cedola zero nell'HICPX (lo IAPC per l'area dell'euro al netto dei tabacchi). Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 aprile 2018.

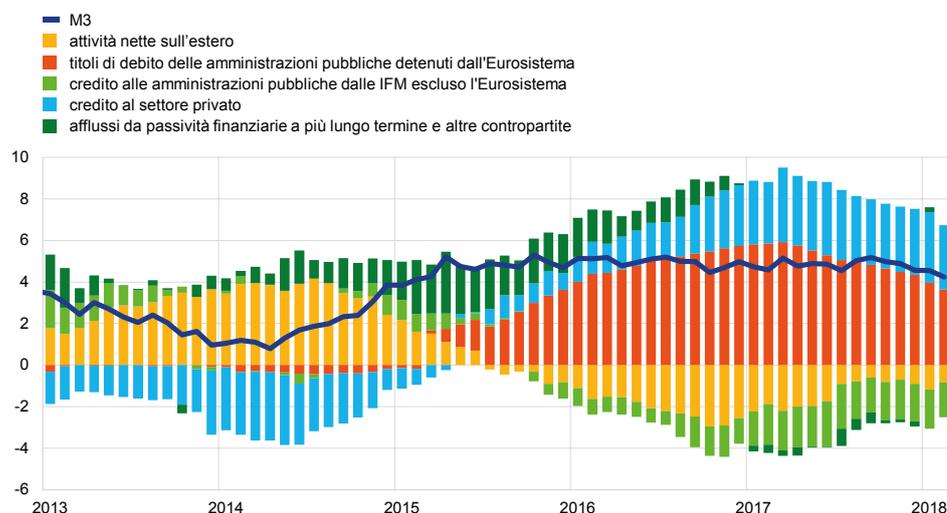
I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato ad accelerare nel quarto trimestre del 2017. Secondo l'indicatore della BCE dei prezzi degli immobili residenziali, nel quarto trimestre dello scorso anno i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annua del 4,6 per cento, in rialzo dal 4,2 per cento del trimestre precedente, confermando un ulteriore rafforzamento e un ampliamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita, pur mantenendosi sostenuta. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 4,2 per cento a febbraio 2018, lievemente al di sotto dello stretto intervallo di variazione osservato a partire dalla metà del 2015 (cfr. grafico 9). Le componenti più liquide hanno continuato a fornire il contributo più rilevante alla crescita dell'aggregato monetario ampio: il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è mantenuto elevato, nonostante sia sceso all'8,4 per cento a febbraio (rispetto all'8,8 per cento di gennaio). A tale riguardo, il basso costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e l'effetto delle misure di politica monetaria della BCE hanno ancora una volta fornito sostegno alla crescita di M3.

Grafico 9
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Comprende pertanto le disponibilità dell'Eurosistema di titoli di debito nel contesto del programma di acquisto delle attività del settore societario (CSPP). L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2018.

Le contropartite interne di M3 si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 9). Dal punto di vista delle contropartite, la diminuzione della crescita sui dodici mesi di M3 registrata a febbraio 2018 può essere spiegata da una lieve riduzione del contributo del credito al settore privato, principalmente dovuto a un calo dei flussi di prestiti delle IFM alle SNF. Inoltre, il contributo degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) è diminuito per effetto della riduzione da 60 a 30 miliardi di euro al mese negli acquisti netti da parte dell'Eurosistema, a partire da gennaio 2018. Gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 9), effettuati per lo più nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), hanno continuato ad esercitare un effetto positivo sull'espansione di M3. Anche la ripresa attualmente

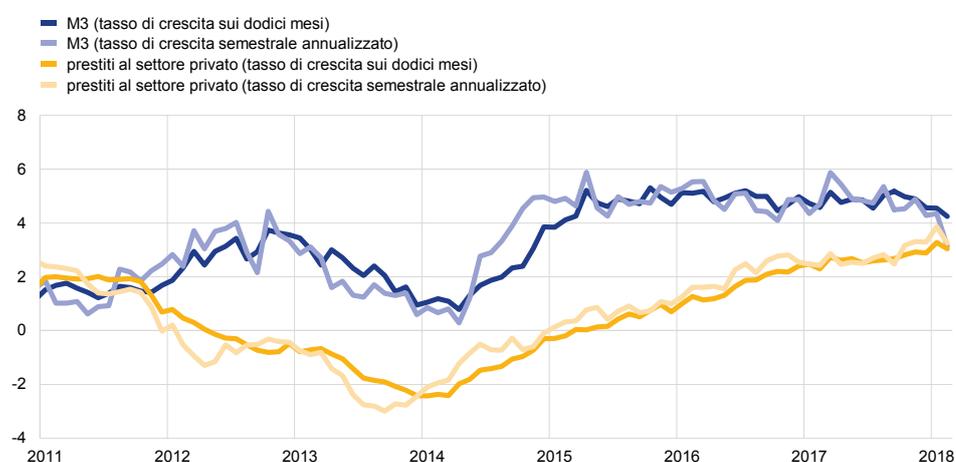
in corso del credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 9) ha continuato a sostenere la crescita di M3. La ripresa ha interessato sia i prestiti delle IFM al settore privato sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Come tale, essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del CSPP. La crescita di M3 ha nuovamente beneficiato della persistente contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve (incluse assieme ad altre contropartite nell'area verde scuro degli istogrammi del grafico 9). Le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (escluso l'Eurosistema) hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti, frenando così l'espansione di M3 (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi del grafico 9). Infine, le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a influire sulla crescita annuale di M3 (cfr. l'area gialla degli istogrammi del grafico 9).

Prosegue la graduale ripresa della crescita dei prestiti, nonostante una lieve moderazione nel tasso di crescita dei prestiti alle SNF a febbraio 2018.

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 sceso al 3 per cento a febbraio (cfr. grafico 10). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 3,1 per cento a febbraio (dal 3,4 per cento di gennaio 2018 e dal 3,1 per cento di dicembre 2017). Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 2,9 per cento. Queste dinamiche sono state favorite dalla significativa flessione dei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro osservata a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), nonché dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del rafforzamento dei propri bilanci, anche se i

Grafico 10
M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2018.

crediti deteriorati in alcuni paesi permangono su livelli elevati e potrebbero limitare l'intermediazione finanziaria¹.

Le evidenze dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2018 indicano che l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta da una crescente domanda di credito per tutte le categorie di prestiti e dall'ulteriore allentamento dei criteri per la concessione del credito alle imprese e alle famiglie. Nel primo trimestre del 2018, i criteri di concessione del credito per i prestiti alle imprese hanno registrato un notevole allentamento e quelli per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ne hanno registrato uno ancora maggiore. Alla base di questi andamenti vi sono principalmente la pressione concorrenziale e le ridotte percezioni del rischio legate alle solide prospettive economiche attuali. Le banche hanno inoltre segnalato un incremento netto della domanda in tutte le categorie di prestiti. La crescita degli investimenti fissi, l'attività di fusioni e acquisizioni, il livello generalmente basso dei tassi di interesse, il clima di fiducia dei consumatori e, in misura minore, le prospettive favorevoli del mercato immobiliare sono state determinanti significative per la domanda di credito. Il PAA ampliato della BCE 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 sulle condizioni che non sui criteri di concessione del credito. Le banche dell'area dell'euro hanno riferito che il PAA ha contribuito a un miglioramento delle loro condizioni di liquidità e delle loro condizioni di finanziamento sul mercato, mentre ha avuto effetti negativi per la loro redditività, a causa di una compressione dei margini netti di interesse. Esse hanno impiegato 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, mentre pesa sul margine di interesse netto delle banche.

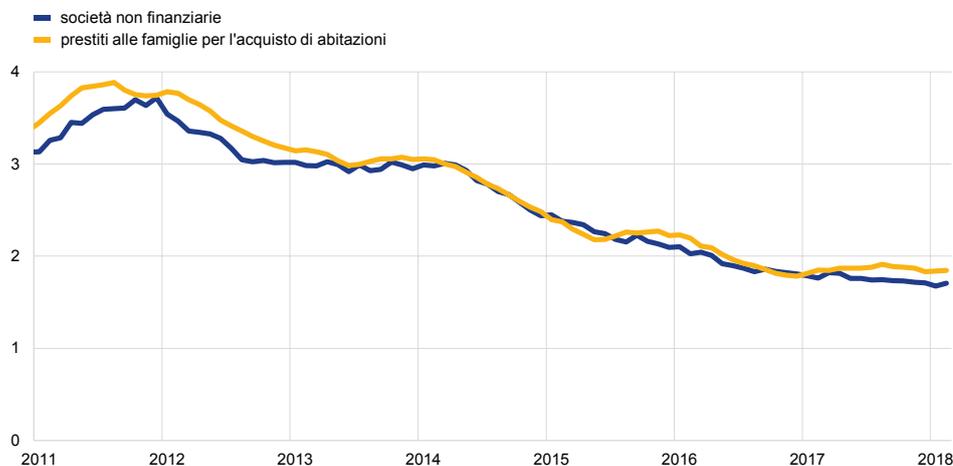
I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su livelli prossimi ai minimi storici. Nel febbraio 2018, il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è aumentato leggermente rispetto al minimo storico toccato a gennaio 2018, raggiungendo l'1,71 per cento. Il tasso composito sui prestiti bancari per i mutui residenziali si è mantenuto stabile all'1,84 per cento a febbraio, rispetto al minimo storico dell'1,78 per cento toccato nel dicembre 2016 (cfr. grafico 11). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato. Tra maggio 2014 e febbraio 2018 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 123 e 107 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi dell'area dell'euro maggiormente esposti alla crisi finanziaria, a segnalare una più omogenea trasmissione della politica monetaria verso i tassi in questione nei diversi paesi. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 250 mila euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) si è considerevolmente ridotto nell'area dell'euro. Ciò indica che in generale le piccole e medie imprese hanno beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

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

Grafico 11

Indicatore composito del costo dei prestiti bancari per le SNF e per le famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2018.

Si stima che l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro sia aumentata nel primo trimestre del 2018. Gli ultimi dati della BCE indicano che, su base netta, il flusso complessivo dei titoli di debito emessi dalle SNF a gennaio e febbraio 2018 è aumentato in modo notevole rispetto all'ultimo trimestre del 2017. Inoltre, secondo i dati del mercato, l'attività di emissione di titoli di debito ha accelerato ulteriormente a marzo e ad aprile di quest'anno. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF si mantiene positiva ed è persino aumentata, all'inizio del 2018, rispetto all'ultimo trimestre del 2017.

Nonostante un lieve incremento nel primo trimestre del 2018, il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro si è mantenuto favorevole.

Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, sia aumentato lievemente, attestandosi intorno al 4,6 per cento nel primo trimestre del 2018, 20 punti base al di sopra del livello registrato a dicembre 2017. Si stima che, ad aprile, il costo nominale complessivo del finanziamento sia lievemente diminuito. Il costo del finanziamento si colloca oggi 46 punti base al di sopra del minimo storico registrato a luglio 2016, rimanendo tuttavia considerevolmente più basso rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014 e su livelli coerenti con l'orientamento di politica monetaria della BCE. Gli andamenti recenti del costo nominale complessivo del finanziamento riflettono gli aumenti sia nel costo del capitale di rischio sia nel costo del debito, espresso come media ponderata del costo del credito bancario e di quello del debito sul mercato. L'aumento del costo del capitale riflette un premio per il rischio azionario più elevato, mentre l'aumento del costo del debito è interamente ascrivibile al costo del debito sul mercato. Il leggero calo stimato ad aprile 2018 riflette una certa moderazione nel premio per il rischio azionario rispetto al livello registrato nel primo trimestre del 2018.

Riquadri

1 Ripercussioni dell'aumento delle tensioni commerciali sull'economia mondiale

a cura di Lucia Quaglietti

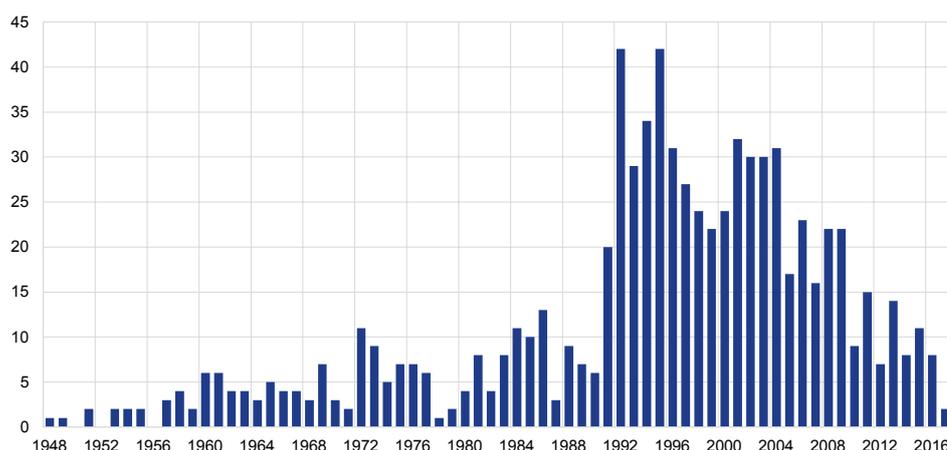
Nell'ultimo decennio è diminuito il sostegno pubblico alla globalizzazione e le riforme commerciali hanno registrato un rallentamento. Inoltre, nelle ultime settimane è cresciuto il rischio di un inasprimento delle tensioni commerciali in seguito all'annuncio da parte del governo degli Stati Uniti dell'introduzione di una nuova serie di dazi. Il presente riquadro analizza le possibili conseguenze dell'aumento delle tensioni commerciali sull'economia mondiale.

Il periodo antecedente la crisi finanziaria è stato caratterizzato da un netto aumento della liberalizzazione degli scambi. Nel periodo fra il 1990 e il 2010, sono stati firmati complessivamente più di 500 nuovi accordi preferenziali (cfr. grafico A): una quantità tre volte superiore rispetto ai due decenni precedenti. Tale proliferazione, in parte favorita dallo stallo nei negoziati di liberalizzazione commerciale del Doha round, che ha portato i paesi a ricorrere a forme alternative di liberalizzazione degli scambi¹, ha condotto a un netto e diffuso calo nei dazi applicati fra economie sia avanzate sia emergenti (cfr. grafico B).

Grafico A

Accordi commerciali preferenziali in base all'anno di sottoscrizione

(numero)



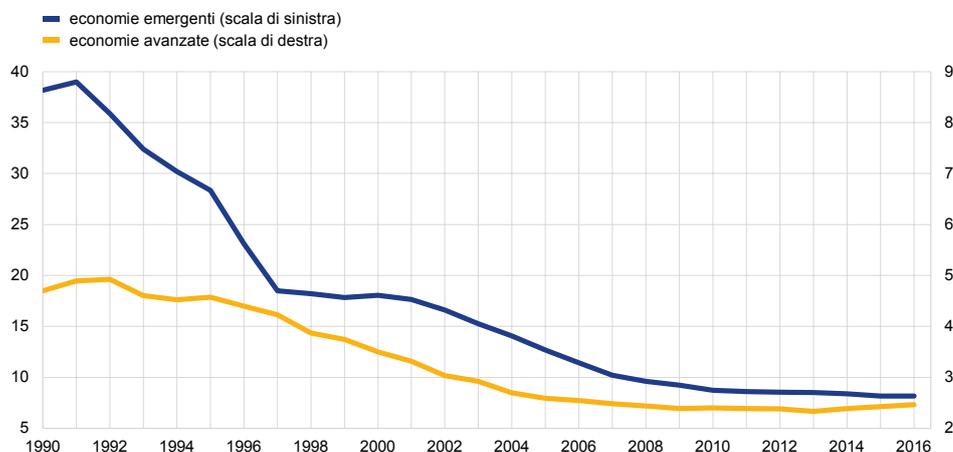
Fonte: banca dati del Design of Trade Agreements.

¹ Cfr., ad esempio, Bhagwati, J. e Krueger, A., *The Dangerous Drift to Preferential Trade Agreements*, American Enterprise Institute, Washington, 1995.

Grafico B

Media dei dazi nelle economie avanzate e nelle economie emergenti

(valori percentuali)



Fonte: Banca mondiale

Note: viene riportata la media semplice delle aliquote tariffarie ponderate. Per ciascun paese, si calcola la media non ponderata delle aliquote tariffarie effettivamente applicate a tutti i beni oggetto di scambio soggetti a dazi. Gli aggregati si basano sui 14 paesi più grandi del mondo (sulla base dei pesi per il PIL a parità di potere d'acquisto nel 2010).

L'aumento dell'apertura commerciale ha contribuito alla crescita del tenore

di vita mondiale. Le evidenze trasversali a più paesi² indicano che l'aumento di un punto percentuale nell'apertura commerciale tende a far crescere il reddito reale pro capite dal 3 al 5 per cento nel lungo periodo, sebbene un effetto minore sia stato registrato negli anni successivi alla crisi. Inoltre, l'integrazione di molte economie emergenti nel commercio mondiale, anche attraverso la partecipazione alle catene globali del valore, è risultata essere un importante fattore per la riduzione della povertà³.

Nel complesso, il ritmo della liberalizzazione degli scambi è diminuito negli ultimi anni, mentre sono aumentate le misure restrittive.

Il numero di nuovi accordi di libero scambio sottoscritti è drasticamente diminuito nell'ultimo decennio (cfr. grafico A), anche se gli accordi più recenti hanno una più ampia copertura per numero di paesi e settori coinvolti⁴. Al tempo stesso, il calo delle aliquote tariffarie osservato negli anni antecedenti la crisi ha subito una battuta di arresto (cfr. grafico B). Inoltre, secondo i dati provenienti dalla banca dati del Global Trade Alert che comprendono misure commerciali tradizionali e non tradizionali, a partire dal 2012 si è verificato un aumento costante del numero di nuove misure discriminatorie annunciate dalle economie del G20 (cfr. grafico C)⁵. Fra queste, le misure anti-dumping e i dazi all'importazione sono stati i due strumenti maggiormente usati, rappresentando insieme circa il 30 per cento di tutte le misure imposte nel 2017. Al tempo stesso, sono aumentate le misure non tariffarie quali i prestiti erogati dallo Stato alle società

² Cerdeiro, D. e Komaromi, A., "Trade and Income in the Long Run: Are There Really Gains, and Are They Widely Shared?", *IMF Working Paper* 17/231, Fondo monetario internazionale, 2017. Questa analisi si basa su stime in forma ridotta e copre il periodo dal 1990 al 2015.

³ *The role of trade in ending poverty*, Banca mondiale e Organizzazione mondiale del commercio, 2015.

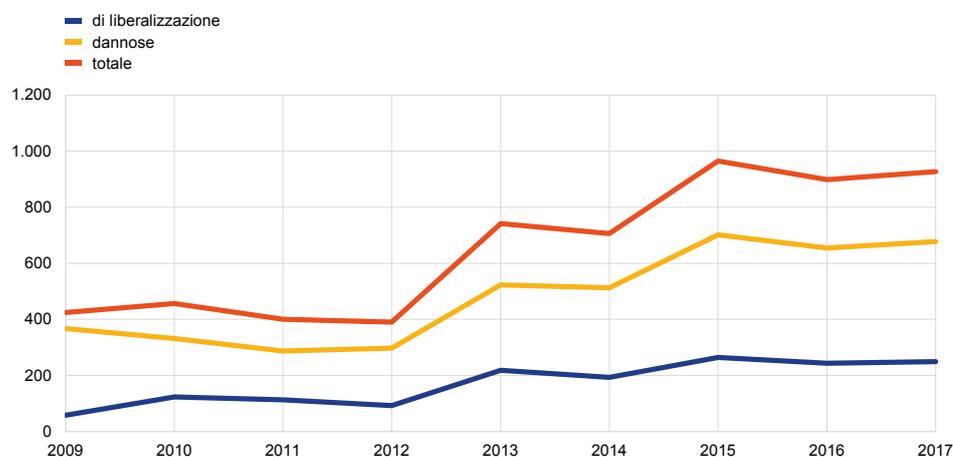
⁴ *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, ottobre 2016.

⁵ L'autrice ringrazia Simon Evenett e Piotr Lukaszuk per aver condiviso i dati riportati nel grafico C.

Grafico C

Nuove misure commerciali annunciate dai paesi del G20

(numero delle nuove misure annunciate)



Fonte: banca dati del Global Trade Alert.

Note: i dati sono corretti tenendo conto dei ritardi nelle segnalazioni. Il termine ultimo per ciascun anno è il 31 dicembre.

esportatrici. Inoltre, l'evidenza suggerisce che, nel periodo fra il 2012 e il 2015, la crescita delle importazioni nei settori soggetti ad ampie misure commerciali discriminatorie ha registrato un calo più pronunciato rispetto ai settori in cui le misure discriminatorie erano poche o assenti⁶.

Una precedente analisi della BCE suggerisce che il rallentamento delle riforme commerciali potrebbe aver influito negativamente sulla crescita degli scambi negli ultimi anni⁷. Fra il 2012 e il 2016 le importazioni mondiali sono cresciute a un ritmo medio del 3 per cento annuo, meno della metà della media del ventennio precedente. La stessa debolezza non si è riflessa sull'attività economica, che seppur contenuta, non ha evidenziato un pari rallentamento. L'elasticità del commercio rispetto al reddito prima della crisi finanziaria era cresciuta ad un ritmo doppio rispetto a quello del PIL mondiale, mentre a partire dal 2012 è diminuita fino a ridursi a circa uno.

Nel corso dell'ultimo anno e mezzo, tuttavia, il commercio mondiale ha mostrato una ripresa ciclica. Le importazioni mondiali sono cresciute di più del 5 per cento nel 2017, superando di 1,5 punti percentuali la media registrata nel periodo tra il 2011 e il 2016. Nel 2017 il ritmo di crescita delle importazioni ha superato quello dell'attività economica per la prima volta in tre anni. La ripresa congiunturale dell'attività, in particolare degli investimenti, sembra aver contribuito al recente recupero del commercio mondiale. All'inizio del 2016, gli investimenti a livello mondiale hanno raggiunto un punto di svolta a partire da livelli molto bassi e negli ultimi trimestri sono cresciuti a un ritmo prossimo alla loro media pre-crisi.

⁶ *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, ottobre 2016.

⁷ Cfr., ad esempio, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

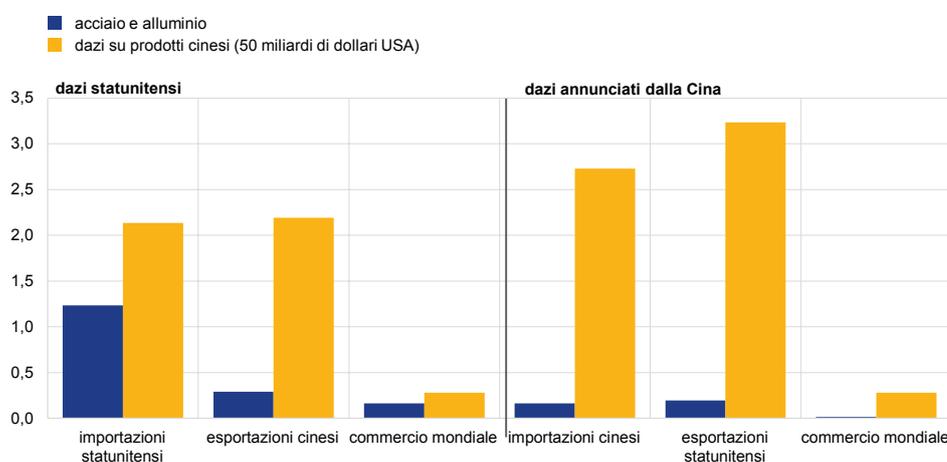
Nelle ultime settimane è aumentato il rischio legato a un peggioramento delle tensioni commerciali in seguito all'annuncio di una nuova serie di dazi da parte del governo degli Stati Uniti. Alla fine di marzo, il presidente Trump ha firmato un decreto che impone dazi all'importazione pari al 25 per cento per l'acciaio e al 10 per cento per l'alluminio, pur accordando deroghe a diverse economie (inclusa l'UE, anche se su base temporanea). La Cina ha reagito minacciando di aumentare i dazi sulle importazioni statunitensi per un valore pari a 3 miliardi dollari. Un ulteriore annuncio, da parte del governo degli Stati Uniti, di voler aumentare i dazi sui beni cinesi per un importo pari a 50 miliardi di dollari è stato accolto dalla Cina con la promessa di fare altrettanto con una quantità analoga di importazioni dagli Stati Uniti.

I dazi annunciati colpiscono solo una piccola parte del commercio statunitense o mondiale ed è probabile che il loro impatto sia modesto. I beni colpiti dalle misure rappresentano soltanto il 2 per cento circa delle importazioni statunitensi e delle esportazioni cinesi e meno dello 0,5 per cento del commercio mondiale (cfr. grafico D). Di per sé, l'impatto diretto non sarà probabilmente molto significativo. Tuttavia, è evidente che sono aumentati i rischi connessi a un inasprimento delle tensioni commerciali e a una più ampia inversione della globalizzazione. Ciò può incidere sulle decisioni di investimento in tutto il mondo, mettendo alla prova la capacità di tenuta della ripresa nel commercio mondiale.

Grafico D

I dazi statunitensi e le ritorsioni cinesi; quote statunitensi, cinese e mondiale del commercio di beni

(percentuale del commercio di beni complessivo statunitense, cinese e mondiale)



Fonti: US Census, IMF Direction of Trade Statistics ed elaborazioni della BCE.

Un notevole inasprimento delle tensioni commerciali rischia di ostacolare la ripresa attualmente in corso nel commercio e nell'attività economica mondiale.

Le simulazioni svolte dagli esperti della BCE indicano che, nel caso di un significativo aumento del protezionismo, l'impatto sul commercio e sul prodotto mondiale potrebbe essere rilevante. In uno scenario in cui gli Stati Uniti aumentassero notevolmente i dazi sulle merci importate da tutti i partner commerciali, che a loro volta risponderebbero in maniera simmetrica, il risultato per l'economia mondiale sarebbe chiaramente negativo: il commercio e l'attività economica globale potrebbero precipitare rispetto allo scenario di base. L'effetto potrebbe

essere particolarmente grave per gli Stati Uniti⁸. L'esatto impatto su ciascun paese dipenderebbe principalmente dalle sue dimensioni, dall'apertura e dall'intensità degli scambi con il paese che impone i dazi. Nel complesso, sarebbero più colpiti i paesi che intrattengono rapporti commerciali più stretti con tale paese, mentre la partecipazione alle catene globali del valore potrebbe amplificare ulteriormente tali effetti. Soltanto poche economie aperte, con ridotti contatti con il paese che impone i dazi, potrebbero beneficiare degli effetti derivanti dalla deviazione degli scambi, poiché guadagnerebbero competitività in mercati di paesi terzi.

L'impatto di un inasprimento delle tensioni commerciali può essere avvertito attraverso una serie di canali. Nel caso di un aumento generalizzato dei dazi a livello mondiale, i più alti prezzi all'importazione potrebbero far salire i costi di produzione delle aziende e ridurre il potere d'acquisto delle famiglie, in particolare nel caso in cui prodotti locali e beni importati non possano essere facilmente sostituiti gli uni con gli altri. Gli effetti si farebbero sentire su consumi, investimenti e occupazione. Inoltre, un inasprimento delle tensioni commerciali alimenterebbe l'incertezza economica, portando i consumatori a ritardare le spese e le imprese a posporre gli investimenti⁹. A fronte della maggior incertezza, gli investitori finanziari potrebbero anche ridurre la loro esposizione azionaria e l'offerta di credito e richiedere un maggiore compenso per il rischio. Inoltre, per gli stretti legami finanziari esistenti, l'accresciuta incertezza potrebbe propagarsi in modo ancor più ampio, aumentando la volatilità nei mercati finanziari mondiali. Nel lungo termine, riducendo la crescita della produttività, la transizione verso un regime maggiormente protezionistico potrebbe anche influenzare negativamente la crescita del prodotto potenziale.

⁸ Una serie di ipotesi sottende i risultati. Ad esempio, si ipotizza che le dispute commerciali durino soltanto due anni e che le entrate aggiuntive generate dagli aumenti dei dazi siano usate per ridurre i disavanzi, piuttosto che per sostenere la domanda. Inoltre, si presume che la politica monetaria e i tassi di cambio reagiscano in modo endogeno in tutti i paesi.

⁹ Cfr., ad esempio, Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, vol. 77(3), 2009, pagg. 623-685.

I fattori alla base del recente miglioramento nella posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

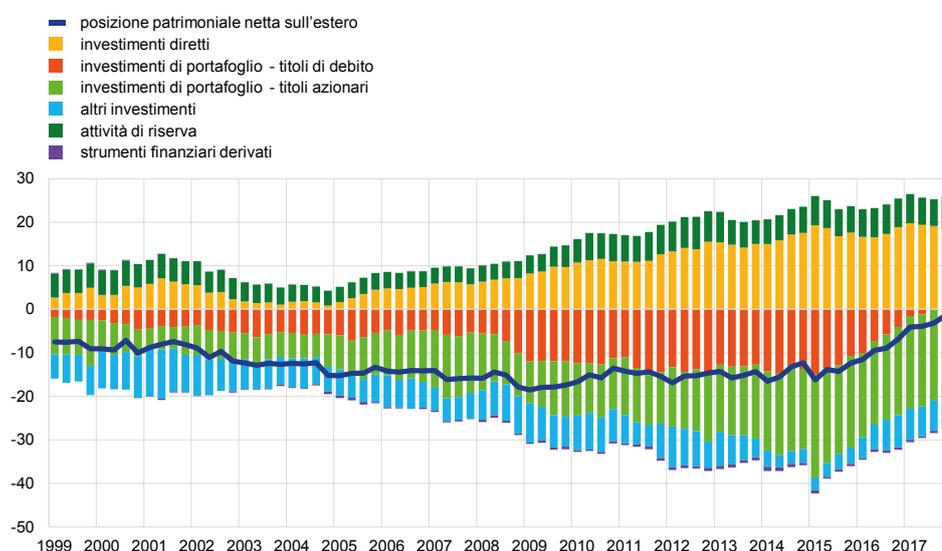
a cura Michael Fidora e Martin Schmitz

Nel 2017 la posizione patrimoniale sull'estero (PPE) dell'area dell'euro è ulteriormente migliorata (cfr. grafico A). A fine anno le passività nette hanno toccato un minimo storico, collocandosi all'1,3 per cento del PIL dell'area dell'euro. Il miglioramento della PPE, iniziato a partire dal primo trimestre del 2015, è stato di notevole entità, pari a 15 punti percentuali del PIL, ed è ampiamente riconducibile a una riduzione delle passività nette riferibili ai titoli di debito di portafoglio. Prima di questo recente miglioramento, la PPE netta dell'area dell'euro si era attestata per più di un decennio su livelli che si aggravavano intorno a -15 per cento del PIL. Dal 1999 l'area dell'euro è creditrice netta per gli investimenti diretti e le riserve ufficiali e debitrice netta per i titoli azionari di portafoglio, gli altri investimenti e gli strumenti finanziari derivati. L'area dell'euro ha fatto inoltre registrare, fino al 2015, una posizione debitoria netta anche per quanto riguarda i titoli di debito di portafoglio, pari al 15 per cento del PIL alla fine del primo trimestre del 2015, che si è successivamente trasformata in una posizione creditoria netta pari al 2 per cento del PIL alla fine del 2017.

Grafico A

Componenti principali della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro

(consistenze alla fine del periodo in percentuale della somma mobile di quattro trimestri del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2017.

Il recente miglioramento nella PPE netta dell'area dell'euro è riconducibile principalmente al saldo del conto finanziario, che riflette l'avanzo di conto corrente dell'area, e agli andamenti dei prezzi delle attività (cfr. grafico B).

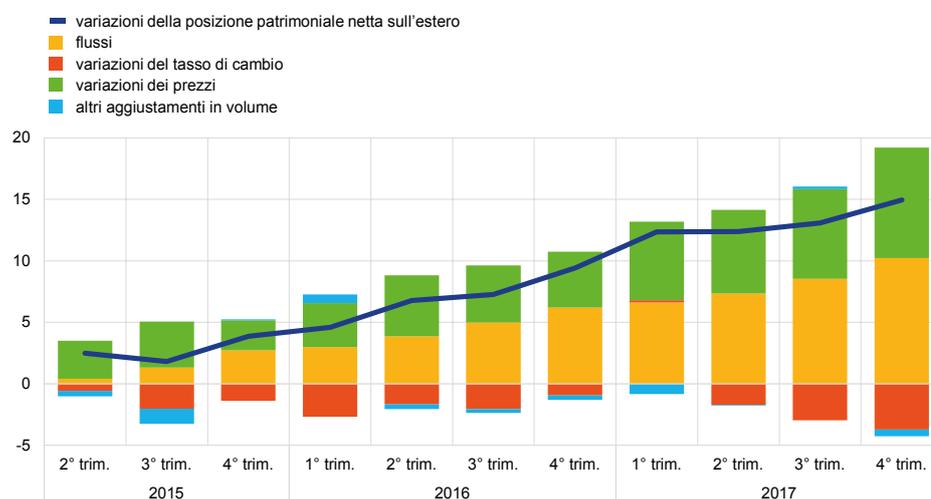
Le variazioni nella PPE netta possono essere disaggregate nel saldo del conto finanziario (che in larga misura rispecchia gli andamenti del saldo di conto corrente),

negli aggiustamenti di valutazione riconducibili a variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi di mercato, e negli altri aggiustamenti in volume¹. Dal primo trimestre del 2015 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro ha contribuito alla riduzione delle passività nette sull'estero per circa dieci punti percentuali del PIL. Dal lato del conto finanziario, ciò ha rispecchiato in misura considerevole i deflussi netti in titoli di debito di portafoglio, compresi quelli che rientrano nel quadro del programma di acquisto di titoli emessi dal settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Nel contempo, il contributo fornito dagli aggiustamenti di prezzo alla riduzione delle passività nette sull'estero (esclusi gli effetti dovuti a variazioni del tasso di cambio) è stato pari a circa nove punti percentuali del PIL. Quest'ultimo dato rispecchia l'andamento del valore delle attività sull'estero rispetto a quello delle passività emesse nell'area dell'euro. A partire dal primo trimestre del 2015, due terzi degli aggiustamenti di valutazione positivi registrati nella PPE dell'area dell'euro è derivato dai titoli azionari di portafoglio, grazie al migliore andamento dei mercati mondiali rispetto a quelli dell'area dell'euro. Il rimanente terzo degli aggiustamenti di valutazione positivi è invece riconducibile ai titoli di debito di portafoglio. Questi contributi positivi agli andamenti della PPE netta dell'area dell'euro sono stati solo in parte controbilanciati dagli aggiustamenti negativi derivanti dai movimenti dei tassi di cambio (che valgono circa 4 punti percentuali di PIL), dato che l'euro nel medesimo periodo si è apprezzato del 9 per cento in termini effettivi nominali².

Grafico B

Scomposizione delle variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro a partire dal primo trimestre del 2015

(importi cumulati in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la voce "altre variazioni in volume" include, ad esempio, riclassificazioni, svalutazioni, "salti di serie" derivanti da variazioni nelle fonti e nei metodi, nonché variazioni di residenza delle società. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2017.

¹ La voce "altre variazioni in volume" include, ad esempio, riclassificazioni, svalutazioni, "salti di serie" derivanti da variazioni nelle fonti e nei metodi, nonché cambiamenti di residenza delle società.

² La PPE netta dell'area dell'euro tipicamente registra aggiustamenti di valutazione positivi quando il tasso di cambio dell'euro si deprezza (o negativi quando si apprezza). Ciò si deve al fatto che le attività sull'estero sono denominate principalmente in valuta estera, mentre la maggior parte delle passività verso l'estero è denominata in euro.

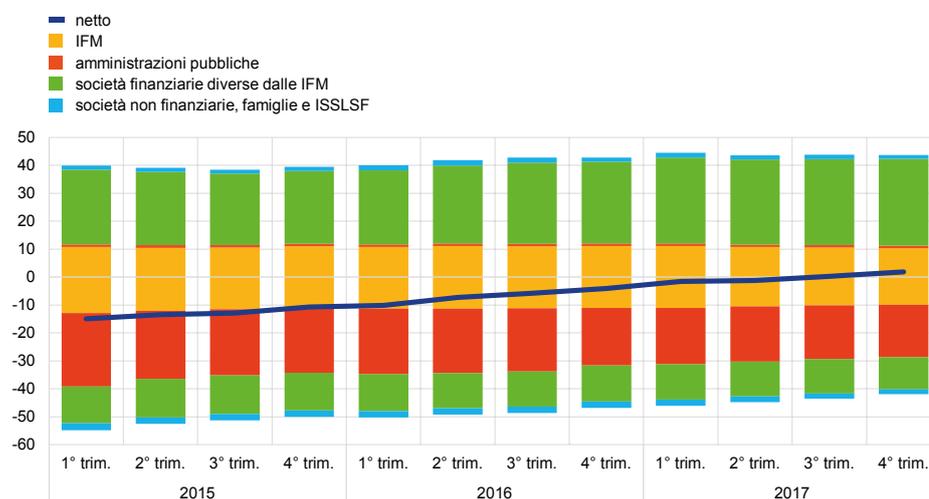
Per quanto riguarda gli strumenti finanziari, il miglioramento della PPE netta dell'area dell'euro è principalmente riconducibile al passaggio, nel comparto dei titoli di debito di portafoglio, da una posizione debitoria netta a una creditoria netta. Nel primo trimestre del 2015 i titoli di debito di portafoglio mostravano una posizione debitoria netta pari al 15 per cento del PIL, che alla fine del 2017 si è trasformata in una creditoria netta del 2 per cento del PIL. Nel medesimo periodo, le altre componenti della PPE hanno subito fluttuazioni molto meno marcate: mentre le passività nette in titoli azionari di portafoglio si sono ridotte di tre punti percentuali di PIL, le passività nette relative ad altri investimenti sono aumentate di quattro punti percentuali di PIL ³.

Il passaggio a una posizione creditoria netta nei titoli di debito di portafoglio è derivato sia da una riduzione delle passività nei confronti dei non residenti nell'area dell'euro, sia – seppure in misura minore – da un aumento delle attività in titoli di debito emessi all'esterno dell'area (cfr. grafico C). Nello specifico, lo stock di titoli di debito emessi nell'area dell'euro e detenuti da non residenti è sceso dal 55 per cento del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2015 al 42 per cento alla fine del 2017. Nel contempo, i titoli di debito emessi all'esterno dell'area dell'euro e detenuti da residenti sono aumentati, passando dal 40 al 44 per cento del PIL ⁴. Sia per quanto riguarda le attività che le passività, questi sviluppi sono stati determinati in maniera pressoché esclusiva dai titoli di debito a lungo termine, vale a dire titoli con scadenza originaria superiore a un anno.

Grafico C

Scomposizione delle posizioni in titoli di debito di portafoglio per settore residente

(consistenze alla fine del periodo in percentuale della somma mobile di quattro trimestri del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: le cifre negative indicano le passività dell'area dell'euro mentre quelle positive indicano le attività. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2017. ISSLSF sta per "istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie".

³ Nello stesso periodo le posizioni nette in investimenti diretti, strumenti finanziari derivati e riserve ufficiali sono variate di un punto percentuale del PIL, o anche meno.

⁴ In termini di importi nominali espressi in miliardi di euro, i contributi forniti alla contrazione della posizione debitoria netta sull'estero dalle attività e dalle passività erano più vicini fra loro. Tuttavia, in termini di rapporto rispetto al PIL, gli effetti della crescita del PIL hanno, nel caso delle attività, mitigato l'impatto dell'aumento degli stock e, nel caso delle passività, amplificato l'impatto della riduzione delle consistenze.

Gli investitori esterni all'area dell'euro hanno ridotto in misura sostanziale la loro quota di titoli di debito relativamente a tutti i settori; la contrazione più significativa si è osservata in quelli emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area. Tale riduzione, registrata a partire dal primo trimestre del 2015, è stata pari a quasi otto punti percentuali di PIL, rispecchiando ampiamente le cessioni nette di titoli di Stato da parte dei non residenti nell'area, compresi quelli che rientrano nel contesto del PSPP dell'Eurosistema⁵. A causa di tassi di interesse nell'area dell'euro più bassi in confronto ad altre economie avanzate, i non residenti hanno ridotto di tre punti percentuali di PIL anche le proprie consistenze in titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro, e hanno diminuito anche lo stock di titoli di debito emessi dagli altri settori di più di due punti percentuali di PIL⁶. L'aumento nei titoli di debito esteri detenuti da residenti nell'area è interamente imputabile ad "altre società finanziarie", categoria che include i fondi di investimento, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione; la parte più significativa (65 per cento) di tale incremento è riconducibile a titoli emessi da amministrazioni pubbliche esterne all'area.

A partire dal primo trimestre del 2015 i residenti giapponesi sono diventati i maggiori detentori esteri di titoli di debito emessi nell'area dell'euro, scavalcando i residenti del Regno Unito e degli Stati Uniti (cfr. grafico D).

Alla fine del 2017 la quota di titoli di debito dell'area dell'euro detenuta da residenti giapponesi si attestava sugli stessi livelli del primo trimestre del 2015 (6 per cento del PIL dell'area), mentre nello stesso periodo le riduzioni più significative si sono avute nelle quote detenute da investitori residenti nel Regno Unito (con un calo pari a 5 punti percentuali del PIL), seguiti dagli investitori dei paesi BRIC (con un calo di 2 punti percentuali del PIL) e da quelli residenti negli Stati Uniti (con un calo di 1 punto percentuale del PIL)⁷.

⁵ Cfr. il riquadro *Quali settori hanno venduto i titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema?* nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

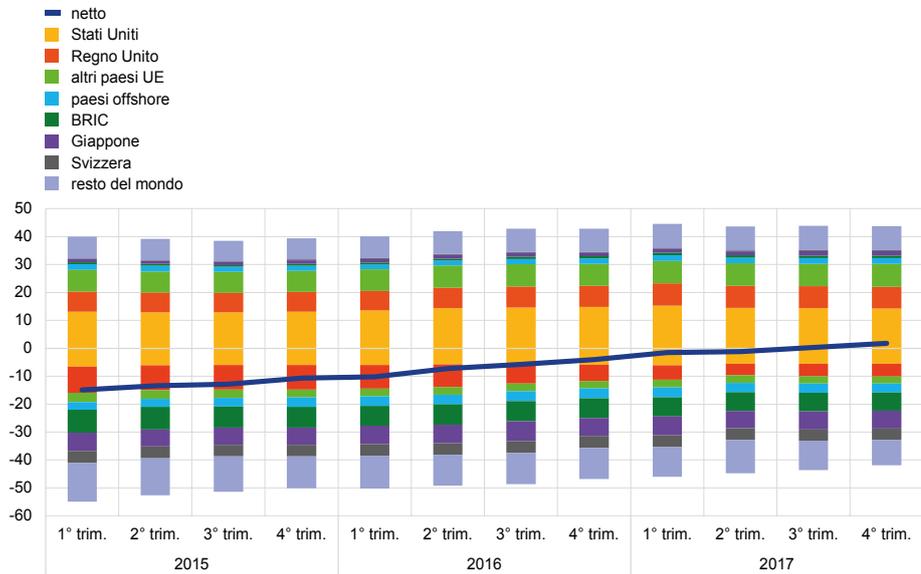
⁶ Cfr. il riquadro *Analisi dei deflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

⁷ I paesi BRIC comprendono Brasile, Russia, India e Cina.

Grafico D

Scomposizione delle posizioni in titoli di debito di portafoglio per area geografica della controparte

(consistenze alla fine del periodo in percentuale della somma mobile di quattro trimestri del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: le cifre negative indicano le passività dell'area dell'euro mentre quelle positive indicano le attività. I paesi BRIC sono Brasile, Russia, India e Cina. La voce "resto del mondo" include tutti gli altri paesi non altrimenti identificati, nonché tutte le posizioni non allocate. I dati relativi alle passività si basano su stime elaborate dalla BCE. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2017.

L'aumento più marcato nei titoli di debito esteri detenuti dagli investitori dell'area dell'euro si è registrato in relazione ai titoli emessi da residenti negli Stati Uniti, seguiti da quelli emessi nel Regno Unito e nel Giappone. Gli Stati Uniti sono quindi rimasti il paese di destinazione più importante per gli investimenti in titoli di debito da parte di residenti nell'area dell'euro (14 per cento del PIL), seguiti dal Regno Unito (8 per cento del PIL). Alla fine del 2017 gli investimenti complessivi in titoli emessi da residenti di altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (escluso il Regno Unito) erano pari all'8 per cento del PIL.

3 Misure delle risorse inutilizzate nell'area dell'euro

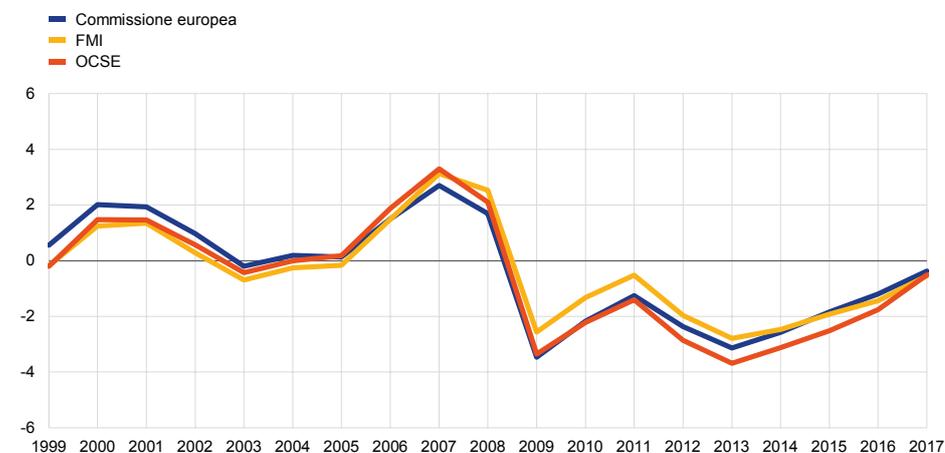
a cura di Béla Szörfi e Máté Tóth

Il riquadro illustra le difficoltà di misurazione delle risorse inutilizzate nell'area dell'euro e l'elevato grado di incertezza che caratterizza tali stime. Sebbene, secondo le stime recenti del prodotto potenziale, le risorse inutilizzate sarebbero in via di riduzione (cfr. grafico A), diversi fattori suggeriscono che tali valori potrebbero sottostimare il grado di risorse inutilizzate residue nell'economia. L'inflazione e le spinte salariali, ad esempio, sono rimaste su livelli contenuti. Inoltre, sono aumentate l'offerta di lavoro, la partecipazione e la produttività, che potrebbero sostenere una crescita del prodotto potenziale non ancora considerata nella sua interezza. Infine, gli elevati livelli raggiunti dalla misura ampia del sottoutilizzo del lavoro potrebbero anche essere indice di un grado di eccesso di offerta nel mercato del lavoro, superiore al tasso di disoccupazione complessiva¹. D'altra parte, i dati delle indagini evidenziano livelli di utilizzo della capacità produttiva e di carenza di manodopera ai massimi storici e suggeriscono tensioni emergenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro.

Grafico A

Stime dell'output gap fornite dalle istituzioni internazionali per l'area dell'euro

(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonti: previsioni dell'autunno 2017 della Commissione europea, World Economic Outlook dell'FMI di ottobre 2017 ed Economic Outlook dell'OCSE di novembre 2017.

Nello specifico, le risorse inutilizzate nell'economia possono essere associate al concetto di output gap. L'output gap si definisce come la differenza percentuale tra il livello del PIL in termini reali (osservabile) e quello del prodotto potenziale (non osservabile), che a sua volta rappresenta la tendenza di fondo del PIL reale, ovvero il livello di produzione che può essere raggiunto senza innalzare le pressioni inflazionistiche. È opportuno rilevare che la dinamica dell'inflazione è influenzata

¹ Cfr. i riquadri *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino e *Tre indicatori a integrazione delle definizioni standard di occupazione e disoccupazione*, nel numero di giugno 2013 del Bollettino mensile della BCE.

anche da fattori diversi dall'output gap, quali gli shock dal lato dei costi (ad esempio le variazioni dei corsi petroliferi), la formazione di aspettative di inflazione, i cambiamenti nel potere di determinazione dei prezzi delle imprese o, nel medio e lungo periodo, gli andamenti monetari. Se il PIL in termini reali è inferiore al prodotto potenziale così definito, l'output gap è negativo. Ciò indica la presenza di risorse inutilizzate nell'economia e, a parità di altre condizioni, la maggiore probabilità di spinte inflazionistiche contenute. Al contrario, se il livello del PIL in termini reali supera quello del prodotto potenziale, l'output gap è positivo e aumenta la probabilità di spinte inflazionistiche. Sebbene le risorse inutilizzate e l'output gap possano essere considerati sostanzialmente equivalenti, va notato che, mentre quest'ultimo viene spesso inteso come un concetto aggregato, le risorse inutilizzate possono permanere in alcuni mercati (ad esempio nel mercato del lavoro), settori o regioni anche quando l'output gap si è riassorbito o fa registrare valori positivi.

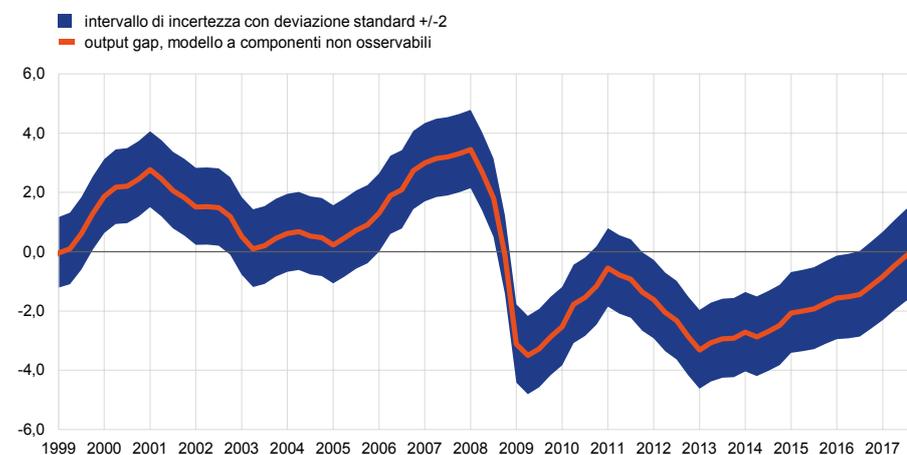
Dato che il prodotto potenziale e, conseguentemente, l'output gap non sono osservabili, i loro valori possono essere soltanto stimati con un margine di incertezza. L'output gap deve essere ricavato da dati osservabili, in base a modelli statistici o economici. La scelta di un modello specifico implica sempre un giudizio e introduce un elemento di incertezza. Poiché i modelli sono una semplificazione della realtà, non tutte le informazioni potenzialmente rilevanti per la stima dell'output gap possono essere elaborate. Inoltre, a causa della loro natura tipicamente stocastica, tali modelli racchiudono un intrinseco grado di incertezza che trae origine dalle caratteristiche degli shock che in essi vengono ipotizzati. L'incertezza deriva inoltre dai parametri utilizzati, che possono solo essere stimati con imprecisione. In aggiunta, è da tenere presente che le relazioni economiche – quali l'inclinazione della curva di Phillips o la reazione dell'occupazione all'attività economica – possono variare nel tempo e che i dati utilizzati nei modelli (sia storici sia previsti) sono soggetti a revisioni. Nel complesso, a causa di tali diversi tipi di incertezza, potenzialmente interconnessi, ogni stima puntuale dell'output gap deve essere presa con particolare cautela.

Una stima basata su un modello illustra il concetto suggerendo l'esistenza di un output gap prossimo allo zero, sebbene ciò presenti un elevato grado di incertezza (cfr. grafico B). Per stimare il prodotto potenziale dell'area dell'euro e le sue componenti, si utilizza, a scopo illustrativo, un modello a componenti non osservabili. Esso impiega un filtro multivariato, calcolato mediante una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas e comprende alcune relazioni economiche teoriche, come le curve di Phillips relative a salari e prezzi, nonché la legge di Okun. Secondo tale modello è probabile che l'output gap dell'area dell'euro si sia già riassorbito verso la fine del 2017. Tuttavia, un intervallo plausibile contempla un output gap attualmente compreso all'incirca tra il -1,5 e l'1,5 per cento.

Grafico B

Stima dell'output gap dell'area dell'euro desunta da un modello a componenti non osservabili

(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

È probabile che i recenti shock dal lato dell'offerta di lavoro stiano sostenendo la crescita del prodotto sia potenziale sia effettivo.

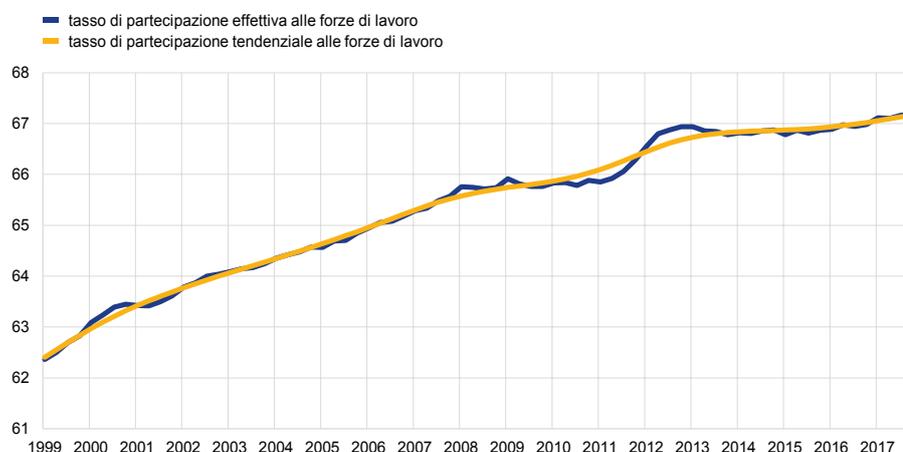
Nell'area dell'euro la partecipazione alle forze di lavoro è aumentata negli ultimi anni, trainata dalla crescente presenza di donne e individui anziani. Tale incremento è principalmente collegato all'innalzamento del livello di istruzione della popolazione in età lavorativa, così come alle recenti riforme del mercato del lavoro attuate in molti paesi dell'area dell'euro, e appare pertanto in larga misura slegato dal ciclo economico². Ciò è confermato dalle stime relative al trend delle forze di lavoro ricavate dal modello a componenti non osservabili: la variazione ciclica del tasso di partecipazione è piuttosto contenuta e gran parte dell'aumento registrato nel passato è ascrivibile al trend. È importante rilevare che l'incremento della partecipazione alle forze di lavoro segnala la crescita del prodotto sia reale sia effettivo, lasciando sostanzialmente invariato l'output gap (cfr. grafico C). Tuttavia, se le stime basate sui modelli non colgono appieno l'impatto delle recenti riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, il prodotto potenziale potrebbe risultare più elevato e le risorse inutilizzate più cospicue di quanto illustrato nel grafico B.

² Cfr. l'articolo intitolato *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

Grafico C

Tasso di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro

(percentuale della popolazione in età lavorativa)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La misura ampia del sottoutilizzo del lavoro suggerisce che le risorse inutilizzate siano state maggiori durante la crisi finanziaria e nel corso della ripresa rispetto a quanto indicato dal tasso di disoccupazione complessivo.

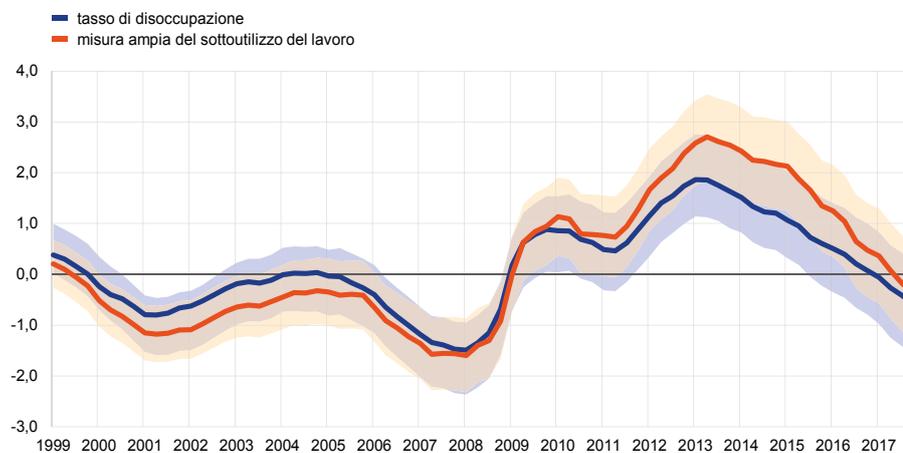
La misura ampia del sottoutilizzo del lavoro include i lavoratori a tempo parziale sottoccupati, coloro che stanno cercando un impiego ma non sono disponibili e coloro che sono disponibili ma non stanno cercando un impiego (in tale ultimo gruppo rientrano i lavoratori scoraggiati). Potrebbe, tuttavia, essersi trattato di un fenomeno temporaneo in via di graduale attenuazione. Per valutare se le misure più ampie della sottoccupazione indichino un maggiore grado di risorse inutilizzate, nel modello a componenti non osservabili si sostituisce il tasso di disoccupazione complessiva con la misura ampia del sottoutilizzo del lavoro³. Ciò è in linea con l'ipotesi secondo cui il livello della misura ampia di sottoutilizzo del lavoro non può essere considerato una semplice misura delle risorse inutilizzate e deve essere valutato, invece, rispetto alle sue componenti strutturali o tendenziali, come accade per il tasso di disoccupazione. Tra il 2011 e il 2016, il grado di eccesso di offerta nei mercati del lavoro dell'area dell'euro sembra essere stato più elevato se si considera la misura ampia del sottoutilizzo del lavoro. Tuttavia, tale differenza ha iniziato a ridursi nel 2015 ed è pressoché scomparsa nel 2017, in virtù della marcata riduzione del numero dei lavoratori scoraggiati e di quelli a tempo parziale sottoccupati (cfr. grafico D).

³ I dati alla base del calcolo relativo alla misura ampia del sottoutilizzo del lavoro sono pubblicati soltanto a partire dal primo trimestre del 2008. Per il periodo precedente, tale misura è stata ricostruita in maniera retrospettiva dagli esperti della BCE mediante l'impiego di dati annuali basati su un concetto simile e di un modello fattoriale dinamico costituito da oltre 50 variabili del mercato del lavoro.

Grafico D

Eccesso di offerta nei mercati del lavoro secondo misure differenti

(percentuale delle forze di lavoro; misura ampia del sottoutilizzo del lavoro in percentuale delle potenziali forze di lavoro aggiuntive)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate indicano intervalli di incertezza con deviazione standard ± 2 . Le aree ombreggiate di colore blu si riferiscono al tasso di disoccupazione e quelle color crema alla misura ampia.

Articoli

1 Convergenza reale in Europa centrale, orientale e sudorientale

a cura di Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin,
Juan Luis Diaz del Hoyo e Paul König

Questo articolo illustra fatti stilizzati sulla convergenza e analizza le fonti della crescita economica nelle economie dell'Europa centrale, orientale e sudorientale (central, eastern and south-eastern Europe, CESEE), appartenenti o meno all'Unione europea (UE)¹. Mette inoltre a confronto le performance dei diversi paesi e identifica le sfide con cui queste economie devono confrontarsi in un'ottica di ulteriore incremento della convergenza. Sebbene a partire dal 2000 tutte le economie CESEE abbiano evidenziato una convergenza verso le economie UE più avanzate, i progressi compiuti sono stati eterogenei. Mentre alcuni paesi hanno fatto registrare una rapida crescita economica e un veloce avanzamento del processo di convergenza, in altri tale processo è stato piuttosto lento. La convergenza economica ha mostrato un ritmo molto più sostenuto nei paesi CESEE divenuti membri della UE (inclusi quelli che in seguito hanno adottato l'euro) rispetto ai paesi dei Balcani occidentali attualmente candidati o potenziali candidati all'adesione alla UE ed è stata particolarmente rapida prima della crisi finanziaria globale, ma successivamente ha subito un rallentamento.

Nel presente articolo vengono identificati diversi fattori comuni ai paesi più avanzati di questa regione in termini di ritmo di convergenza, a partire dal 2000. Tali fattori includono (tra gli altri) i miglioramenti apportati alla qualità delle istituzioni, la competitività esterna e l'innovazione, la maggiore apertura commerciale, i livelli elevati (o incrementati rispetto al passato) di capitale umano e i livelli relativamente alti dei tassi di investimento. In futuro, l'accelerazione e il mantenimento del ritmo di convergenza all'interno di questa regione richiederanno un rafforzato impegno a migliorare la qualità delle istituzioni e l'innovazione, a rinvigorire gli investimenti e contrastare l'impatto avverso dell'invecchiamento della popolazione. Per i paesi candidati e i potenziali candidati all'ingresso nella UE, le prospettive di adesione potrebbero costituire un'ancora esterna per la spinta riformatrice, in particolare – ma non esclusivamente – nell'importante ambito del miglioramento della qualità delle istituzioni; ciò sosterebbe le prospettive di crescita a lungo termine e la convergenza reale di tali paesi.

¹ Questo articolo si concentra sui paesi CESEE appartenenti alla UE (ai quali ci si riferisce con l'espressione "nuovi Stati membri della UE" (NSM); essi comprendono Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Croazia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovenia, e Slovacchia) e sui paesi candidati o potenziali candidati all'adesione alla UE (i cosiddetti "Balcani occidentali", che comprendono Albania, Bosnia-Erzegovina, ex Repubblica jugoslava di Macedonia, Montenegro e Serbia). Nell'analisi è incluso anche il Kosovo laddove siano disponibili dati (fatte salve le posizioni riguardo allo status, in linea con la risoluzione 1244 del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite e con il parere della Corte internazionale di giustizia sulla dichiarazione di indipendenza del Kosovo). Sebbene sia candidata all'ingresso nella UE, la Turchia non è inclusa nell'analisi poiché non condivide con gli altri paesi il tratto comune della transizione da economia pianificata a economia di mercato.

1 Introduzione

Negli anni '90 del Novecento, le economie CESEE hanno avviato un importante processo di transizione, da economie pianificate a economie di mercato. Questa transizione ha ampiamente determinato gli andamenti economici di tali paesi a partire dal 1990. Nonostante gli elevati costi di transizione e i risultati economici complessivamente ambigui degli anni '90, a partire dal 2000 la maggior parte dei paesi CESEE ha registrato una significativa crescita economica che ha favorito il processo di convergenza verso le economie più avanzate della UE.

Il presente articolo analizza la convergenza dei redditi delle economie CESEE verso le economie più avanzate della UE a partire dal 2000². L'analisi include: a) le undici economie che sono entrate a far parte della UE nell'arco del periodo in esame, cinque delle quali hanno successivamente adottato l'euro e b) le sei economie dei Balcani occidentali candidate o potenziali candidate all'ingresso nella UE. La convergenza reale, intesa come il processo per cui la crescita economica nei paesi più poveri è più rapida rispetto a quella nei paesi più ricchi e pertanto le differenze tra paesi in termini di reddito reale si assottigliano nel tempo, ha implicazioni di vasta portata per prosperità e benessere economico. Inoltre, il conseguimento di una convergenza sostenibile rimane importante ai fini dell'integrazione economica e monetaria con la UE e al suo interno, poiché assottiglia le disparità di reddito reale e sostiene la coesione sociale, agevolando il funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

Vi è inoltre una stretta relazione tra la convergenza in termini di reddito reale e la convergenza in termini di prezzo (convergenza nominale). Nelle economie con un ritmo di crescita più rapido (convergenti) di solito si verifica un apprezzamento del tasso di cambio reale, che spesso si manifesta attraverso tassi di inflazione più alti. Dopo l'ingresso nell'Unione monetaria, tuttavia, l'inflazione più elevata potrebbe condurre a tassi di interesse reali più bassi rispetto a quelli vigenti negli altri paesi membri dell'Unione. Oltre a tassi di interesse naturali generalmente più alti, nelle economie che crescono più rapidamente si riscontra anche una più elevata probabilità di cicli di forte ascesa e repentino calo, a meno che non vengano approntati strumenti di politica di bilancio o macroprudenziali finalizzati a preservare la stabilità macrofinanziaria. Allo stesso modo, la convergenza del reddito reale agevola il rispetto dei criteri di convergenza definiti nel Trattato di Maastricht per l'appartenenza all'Unione monetaria (inclusi quelli relativi all'inflazione e ai tassi di interesse a lungo termine), che restano rilevanti per gli Stati membri della UE che non hanno ancora adottato l'euro³.

La mancata convergenza dei redditi si associa spesso a un basso grado di qualità istituzionale, ovvero gli standard istituzionali e di governance che facilitano la crescita economica di un paese e lo rendono più resistente agli

² La convergenza deve essere analizzata su un orizzonte di lungo periodo. Tuttavia, a causa della transizione economica che ha interessato i paesi CESEE negli anni '90 e della limitatezza dei dati relativi ad alcuni paesi, il 2000 si presenta come il punto di partenza naturale per un'analisi di questo tipo sul gruppo di paesi in esame.

³ Per un'analisi più dettagliata della relazione tra convergenza reale e convergenza nominale (che, assieme alla convergenza fiscale, vengono spesso accorpate nell'espressione "convergenza di Maastricht"), cfr. Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. e Muzikarova, S., "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series*, n. 203, BCE, dicembre 2017.

shock, fattore che potrebbe complicare l'ulteriore integrazione e il regolare funzionamento della UE e dell'area dell'euro⁴.

In tale contesto, la sezione 2 passa in rassegna alcuni fatti stilizzati relativi alla convergenza nei paesi CESEE, la sezione 3 analizza le determinanti della convergenza economica in questo gruppo di paesi e la sezione 4 riporta le conclusioni.

Riquadro 1

Informazioni generali sui paesi CESEE

a cura di Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo e Paul König

Diverse caratteristiche accomunano le economie CESEE. In primo luogo, esse condividono la comune eredità di aver intrapreso, negli anni '90 del Novecento, un processo di transizione da economie pianificate a economie di mercato. In secondo luogo, si tratta di piccole economie aperte molto vicine

Tavola A

Stato ufficiale riguardo all'appartenenza alla UE, popolazione e livelli di reddito

Paese	Stato ufficiale	Popolazione (2016, milioni)	PIL pro capite in termini reali (2016, PPA, dollari internazionali)	PIL pro capite in termini reali (2016, percentuale del valore medio della UE-28)
NSM dell'area dell'euro				
Slovenia	Membro dal 2004; adozione dell'euro nel 2007	2,1	29.933	82,4
Slovacchia	Membro dal 2004; adozione dell'euro nel 2009	5,4	29.224	80,4
Estonia	Membro dal 2004; adozione dell'euro nel 2011	1,3	28.095	77,3
Lettonia	Membro dal 2004; adozione dell'euro nel 2014	2,0	23.718	65,3
Lituania	Membro dal 2004; adozione dell'euro nel 2015	2,9	27.904	76,8
NSM non appartenenti all'area dell'euro				
Repubblica Ceca	Membro dal 2004	10,6	31.353	86,3
Ungheria	Membro dal 2004	9,8	25.654	70,6
Polonia	Membro dal 2004	38,4	26.051	71,7
Bulgaria	Membro dal 2007	7,1	17.794	49,0
Romania	Membro dal 2007	19,7	21.608	59,5
Croazia	Membro dal 2013	4,2	21.547	59,3
Balceni occidentali				
Albania	Candidato da giugno 2014 (negoziati di accesso non ancora avviati)	2,9	11.359	31,3
ex Rep. jugoslava di Macedonia	Candidato da dicembre 2005 (negoziati di accesso non ancora avviati)	2,1	13.055	35,9
Montenegro	Candidato da dicembre 2010 (negoziati avviati a giugno 2012)	0,6	15.725	43,3
Serbia	Candidato da marzo 2012 (negoziati avviati a gennaio 2014)	7,1	13.723	37,8
Bosnia-Erzegovina	Candidato potenziale (domanda di adesione all'UE presentata a febbraio 2016)	3,5	11.327	31,2
Kosovo	Candidato potenziale (domanda di adesione all'UE non ancora presentata)	1,8	9.332	25,7

Fonti: Commissione europea, Haver Analytics, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

⁴ Cfr. anche Coëuré, B., "Convergence matters for monetary policy", intervento tenuto alla conferenza *Innovation, firm size, productivity and imbalances in the age of de-globalization*, Bruxelles, 30 giugno 2017.

ed economicamente molto legate a economie della UE più grandi. In terzo luogo, sono tutti paesi già membri della UE o candidati o potenziali candidati all'adesione, con la prospettiva che ciò avvenga in un certo momento futuro. La tavola fornisce informazioni di base, distinte per paese, su tutte le economie analizzate in questo articolo. Complessivamente, il campione di paesi include 17 paesi CESEE: 11 nuovi Stati membri della UE (NSM) – in cui sono ricompresi 6 Stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro (cui si fa riferimento nei grafici con la dicitura "NSM non appartenenti all'area dell'euro") e 5 NSM dell'area dell'euro – e 6 paesi candidati o potenziali candidati all'adesione alla UE, che in questo articolo vengono collettivamente definiti Balcani occidentali.

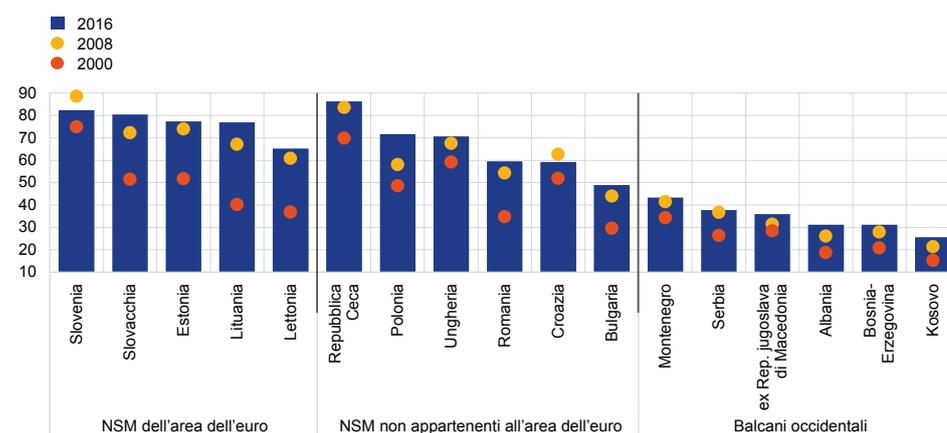
2 Convergenza nelle economie CESEE: fatti stilizzati

In tutti i paesi CESEE, il PIL pro capite reale in termini di PPA⁵, misurato come quota del valore medio della UE-28, è aumentato a partire dal 2000 (cfr. grafico 1). La crescita del PIL pro capite è stata particolarmente marcata nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, raggiungendo valori prossimi o superiori al 5 per cento in alcuni nuovi Stati membri della UE e nelle economie dei Balcani occidentali più povere. La forte espansione economica ha contribuito a una più rapida convergenza verso le economie della UE con redditi più elevati. Tuttavia, a partire dal 2009, la crescita economica ha registrato una diminuzione in tutti i paesi della regione. Di conseguenza, la convergenza verso il valore medio della UE-28 ha decelerato, sebbene alcuni paesi, quali quelli baltici e la Polonia, dopo il 2010 siano riusciti a ristabilire un ritmo di convergenza relativamente rapido.

Grafico 1

PIL pro capite reale in termini di PPA nel 2000, nel 2008 e nel 2016

(percentuale del valore medio della UE-28)



Fonti: indicatori dello sviluppo mondiale (World Development Indicators, WDI) della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Il processo di convergenza nei paesi CESEE membri della UE è stato generalmente più rapido che nei Balcani occidentali. Ciò è dovuto, in parte, all'impatto distruttivo delle guerre in Jugoslavia degli anni '90 del Novecento, che

⁵ L'uso delle parità di potere di acquisto (PPA) elimina l'effetto delle differenze di livello dei prezzi tra paesi e consente, pertanto, una misurazione più accurata del benessere, facilmente comparabile tra un paese e l'altro.

hanno ritardato di circa un decennio il processo di transizione economica in molte economie dei Balcani occidentali. Gli andamenti sono stati eterogenei anche tra i paesi CESEE membri della UE. In alcuni di essi (in particolare nei paesi baltici e in Slovacchia, entrati a far parte dell'area dell'euro, ma anche in Bulgaria, in Polonia e in Romania) la convergenza ha manifestato un ritmo particolarmente rapido. Allo stesso tempo, altri paesi CESEE membri della UE hanno avuto difficoltà a convergere verso la media UE oltre i livelli già raggiunti fino al 2008. Di fatto, dopo il 2008 il PIL pro capite in Croazia e Slovenia si è discostato dalla media della UE, sebbene questa tendenza negativa sia stata invertita negli ultimi anni.

Alcuni nuovi Stati membri della UE, quali la Repubblica Ceca, la Slovenia e la Slovacchia, hanno ormai raggiunto livelli di PIL pro capite lievemente superiori all'80 per cento della media della UE (in base ai dati del 2016).

Per contro, alcuni altri nuovi Stati membri rimangono ancora molto al di sotto del valore medio della UE. È il caso, in particolare, della Bulgaria (che ha il più basso livello di PIL pro capite fra tali paesi, prossimo al 50 per cento), della Romania e della Croazia (i cui livelli sono entrambi pari al 60 per cento circa).

A loro volta, nel 2016 le economie dei Balcani occidentali hanno registrato livelli di reddito pari a meno del 50 per cento della media della UE-28. Il PIL pro capite più basso in termini di PPA è stato rilevato in Kosovo (26 per cento) e il più alto in Montenegro (43 per cento). Nel complesso, la maggior parte delle economie dei Balcani occidentali è ancora lontana dal raggiungere il livello di convergenza del reddito verso la media della UE che ricorreva tra gli altri paesi CESEE al momento del loro accesso alla UE (che, nella maggior parte dei casi, era prossimo al 50-60 per cento del PIL pro capite medio nella UE)⁶.

Partendo dall'assunto che le tendenze di crescita del PIL osservate negli ultimi anni proseguano, molti nuovi Stati membri dell'UE convergeranno con relativa rapidità (alcuni addirittura nel prossimo decennio) verso il valore medio della UE-28 in termini di PIL pro capite. Allo stesso tempo, per molti altri nuovi Stati membri, la convergenza verso il valore medio della UE-28 non sembra verosimile prima del 2030, a meno che in futuro non si registri una marcata accelerazione del PIL⁷. Come si evince anche dal grafico 2, che illustra i risultati di un analogo calcolo meccanico per i Balcani occidentali, tutte queste economie (ad eccezione del Montenegro) dovrebbero conseguire tassi di crescita del PIL molto più elevati di quelli registrati negli anni precedenti per poter raggiungere entro il 2030 il livello del 50 per cento del valore medio del PIL pro capite dei paesi UE-28.

Complessivamente, si è stabilita una correlazione negativa tra i livelli di reddito registrati nel 2000 e la crescita del PIL in termini reali negli anni successivi (cfr. grafico 3). Ciò indica che, come tendenza generale, a partire dal 2000 i paesi CESEE più poveri hanno segnato una crescita economica più marcata. In tale

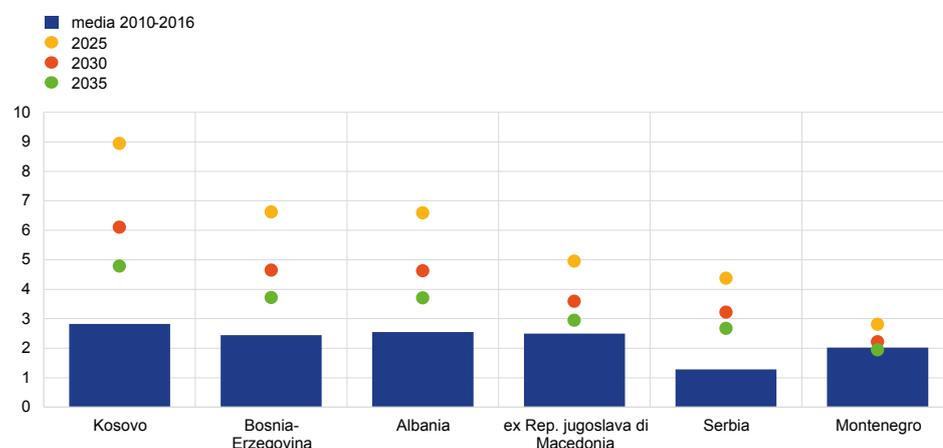
⁶ Tra i paesi CESEE che hanno aderito alla UE a partire dal 2004, il PIL pro capite più basso (in percentuale del valore medio della UE-28) al momento dell'accesso è stato osservato in Bulgaria (42,3 per cento) nel 2007. Inoltre, in alcuni altri paesi si sono registrati livelli pari a circa il 50 per cento, ad esempio in Lettonia (48,3 per cento) e in Polonia (51,2 per cento) nel 2004 e in Romania (49,4 per cento) nel 2007.

⁷ Tali calcoli meccanici presumono che la crescita del PIL nei paesi CESEE e della UE si sia mantenuta sul livello medio dal 2010 al 2016 e non tengono conto dell'impatto dell'uscita del Regno Unito dalla UE, che in termini statistici riduce il livello di reddito medio all'interno dell'Unione.

Grafico 2

Crescita del PIL pro capite nei paesi dei Balcani occidentali necessaria a raggiungere il 50 per cento del valore medio della UE-28 entro il 2025, il 2030 e il 2035

(valori percentuali)



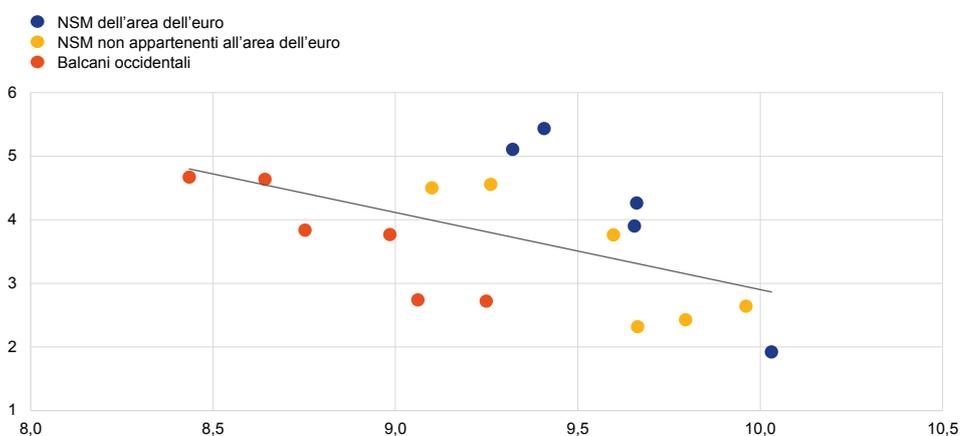
Fonti: Banca mondiale (WDI) ed elaborazioni della BCE.

contesto, due osservazioni appaiono particolarmente rilevanti: in primo luogo, il processo di convergenza è stato più forte tra i nuovi Stati membri della UE che hanno aderito all'area dell'euro rispetto agli altri due gruppi di paesi; in secondo luogo, da un'analisi dei paesi dei Balcani occidentali e dei nuovi Stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro con livelli di reddito comparabili nel 2000, emerge che i paesi di quest'ultimo gruppo sono stati interessati da un tasso medio di crescita annuo molto più elevato. Queste due osservazioni potrebbero mettere in luce il ruolo di stimolo svolto dall'accesso alla UE nella convergenza delle economie CESEE.

Grafico 3

Livelli di reddito iniziali e crescita media del PIL tra il 2000 e il 2016

(asse delle ascisse: logaritmo del PIL reale pro capite in termini di PPA, 2000; asse delle ordinate: tasso di crescita medio del PIL reale pro capite in termini di PPA, 2000-2016 (valori percentuali))

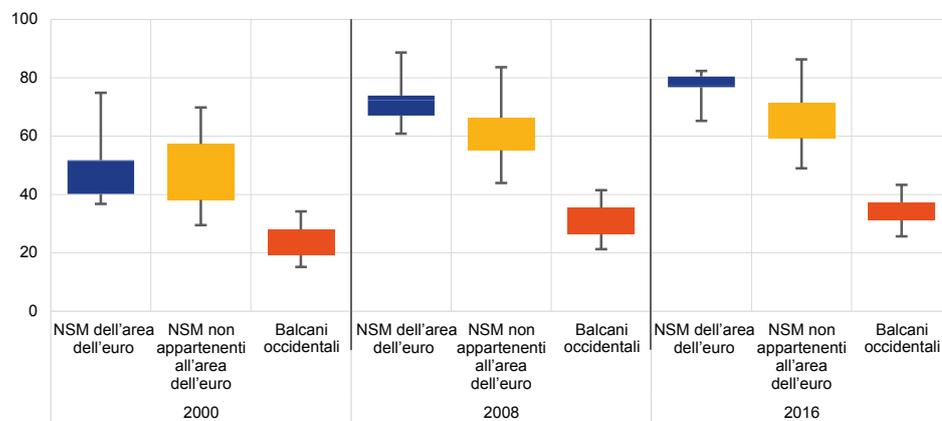


Fonti: Banca mondiale (WDI) ed elaborazioni della BCE.

Grafico 4

Dispersione dei redditi rispetto alla UE-28 nel periodo 2000-2016

(PIL pro capite reale in termini di PPA come quota del valore medio della UE-28)



Fonti: Banca mondiale (WDI) ed elaborazioni della BCE.

Note: la barra orizzontale superiore denota il valore massimo del campione e quella inferiore il valore minimo. Le aree colorate indicano la dispersione fra il primo e il terzo quartile.

La dispersione dei redditi all'interno del gruppo dei nuovi Stati membri della UE e di quello delle economie dei Balcani occidentali si è ridotta a partire dal 2000⁸. Al tempo stesso, i redditi reali di questi due gruppi di paesi hanno seguito andamenti divergenti (cfr. grafico 4). Questi andamenti avvalorano l'ipotesi dei "club di convergenza" e indicano che nei nuovi Stati membri della UE e nei paesi candidati e potenziali candidati potrebbe essersi verificata una convergenza verso stati di equilibrio differenti.

Riquadro 2

Teorie della convergenza e crescita economica

a cura di Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo e Paul König

In letteratura sono state fornite numerose definizioni diverse di convergenza economica; di queste, le cosiddette "convergenza β " e "convergenza σ " sono quelle che ricorrono più di frequente. La convergenza β implica che i paesi a più basso reddito tendono a crescere più rapidamente di quelli a reddito più elevato e rappresenta una condizione necessaria, ma non sufficiente, per la convergenza σ , in base alla quale la dispersione dei redditi reali fra paesi tende a diminuire nel tempo. Pertanto, se sussiste la convergenza β , i paesi più poveri crescono più rapidamente dei paesi più ricchi, ma i tassi di crescita più elevati possono non essere sufficienti a equiparare i livelli di reddito tra i diversi paesi nel tempo, a causa delle elevate differenze di reddito iniziali; di conseguenza, la convergenza σ può non verificarsi. Il concetto di convergenza β deriva dal modello di crescita neoclassico e si basa sull'assunto di rendimenti decrescenti del capitale⁹. In tale modello, le economie carenti di capitale (a basso reddito) esibiscono rendimenti più elevati su questo fattore della produzione rispetto a quelle ricche di capitale (ad alto reddito), e sono quindi interessate da un processo di accumulazione di capitale e crescita economica più rapidi.

⁸ Misurato in base alla deviazione standard del PIL pro capite reale in termini di PPA, come quota della media della UE.

⁹ Solow, R., "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70(1), 1956, pagg. 65-94 e Swan, T.W., "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, vol. 32(2), 1956, pagg. 334-361.

Anche il concetto di condizionalità della convergenza viene spesso discusso in letteratura. La convergenza condizionale tiene conto delle differenze tra paesi in termini di assetti istituzionali e politiche. Di conseguenza, le diverse economie potrebbero convergere verso differenti stati di equilibrio e la crescita delle economie più povere potrebbe non risultare automaticamente più elevata rispetto a quella dei paesi più ricchi, sebbene secondo la teoria della convergenza incondizionata (assoluta) i paesi più poveri crescerebbero più rapidamente di quelli più ricchi indipendentemente dagli assetti istituzionali e dalle politiche messe in atto¹⁰. Le evidenze empiriche, tuttavia, non avvalorano appieno l'ipotesi della convergenza incondizionata per insiemi numerosi di paesi. Come sostiene Rodrik¹¹, “qualsiasi convergenza riscontrata è condizionale: essa dipende dalle politiche, dalle istituzioni e da altre specifiche circostanze nazionali”, quali il tasso di risparmio, gli andamenti demografici e gli aiuti esterni. Un'implicazione della convergenza condizionale è la probabilità che le economie con caratteristiche simili (come le economie OCSE o CESEE) nel lungo termine convergano verso lo stesso stato di equilibrio; tale stato di equilibrio sarebbe diverso da quello raggiunto da altri gruppi di paesi con caratteristiche diverse. Questo concetto viene spesso definito “club di convergenza”.

Se, come implicato nel concetto di convergenza condizionale, la convergenza non è un processo quasi-automatico, l'individuazione delle determinanti della crescita economica e delle condizioni che la favoriscono sembra essere un aspetto cruciale dal punto di vista delle politiche. Mentre i modelli di crescita di Solow e Swan individuavano nell'accumulazione di capitale la principale determinante della crescita (considerando il progresso tecnologico come un fattore esogeno), il successivo filone di letteratura teorica ha tentato di rendere endogeno il cambiamento tecnologico tramite l'impiego di modelli che includevano l'accumulazione di capitale umano, l'innovazione, l'investimento in ricerca e sviluppo e l'apprendimento sul campo¹². Tuttavia, i modelli di crescita endogena sono stati anche criticati perché non forniscono una spiegazione delle determinanti fondamentali della crescita. Ad esempio, le differenze fra paesi in termini di innovazione o accumulazione di capitale umano potrebbero giustificare i diversi livelli di reddito, ma non spiegano il motivo per cui i paesi adottino politiche diverse in tali ambiti.

Pertanto, negli anni '90 del Novecento, la letteratura ha iniziato a focalizzarsi sulle istituzioni come determinanti fondamentali della crescita, delle differenze di reddito tra paesi e della convergenza. Le istituzioni sono da intendersi come “le regole del gioco di una società”, che modellano gli incentivi degli attori economici in termini di investimento in capitale fisico e umano o di sviluppo di nuove tecnologie¹³. Il termine “istituzioni” può riferirsi a un'ampia gamma di “regole del gioco”, sia formali che informali, quali i diritti di proprietà, l'esecuzione dei contratti, l'efficacia del sistema giudiziario, il contrasto alla corruzione e la qualità della normativa e della governance, la gestione dei conflitti o la stabilità politica¹⁴.

¹⁰ Barro, R.J. e Sala-i-Martin, X.I., *Economic Growth*, 2a edizione, MIT Press, Cambridge (Massachusetts), 2004.

¹¹ Rodrik, D., “Unconditional convergence”, National Bureau of Economic Research (NBER) *Working Paper* n. 17546, 2011.

¹² Cfr. ad esempio: Romer, P.M., “Increasing Returns and Long-Run Growth”, *Journal of Political Economy*, vol. 94(5), 1986, pagg. 1002-1037; Romer, P.M., “Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization”, *American Economic Review*, vol. 77(2), 1987, pagg. 56-62; Romer, P.M., “Endogenous Technological Change”, *Journal of Political Economy*, vol. 98(5), 1990, pagg. 71-102; Aghion, P. e Howitt, P., “A Model of Growth Through Creative Destruction”, *Econometrica*, vol. 60(2), 1992, pagg. 323-351; nonché Lucas, R.E., “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22(1), 1988, pagg. 3-42.

¹³ North, D., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990; Acemoglu, D., Johnson, S. e Robinson, J., “Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth”, in Aghion, P. e Durlauf, S. (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam, 2005, pagg. 385-472.

¹⁴ Rodrik, D., “Institutions for High-Quality Growth: What They are and How to Acquire Them”, *NBER Working Paper* n. 7540, 2000.

Sviluppato più di recente, e collegato alla centralità del ruolo di istituzioni solide, il nuovo concetto di convergenza economica sostenibile è il processo in base al quale i livelli di reddito pro capite delle economie più povere convergono, su base durevole, verso quelli delle economie più ricche. Affinché la convergenza reale sia sostenibile, l'espansione della domanda aggregata deve essere in linea con la crescita del prodotto potenziale sul lungo termine. La maggiore crescita che risulti, ad esempio, da un boom finanziario, potrebbe rivelarsi insostenibile se non accompagnata da una crescita potenziale più marcata. Per essere sostenibile, la convergenza reale dovrebbe avere alla base politiche e istituzioni solide. A tale riguardo, è stato recentemente dimostrato che la qualità delle istituzioni è un'importante variabile esplicativa dei differenziali di crescita tra i paesi della UE e della crescita sul lungo periodo delle economie europee¹⁵.

Un altro concetto rilevante in letteratura si focalizza sul vantaggio geografico e sugli effetti di agglomerazione. Secondo tali concetti, la posizione geografica potrebbe creare condizioni vantaggiose per la crescita e la produttività a causa di possibili complementarità e ricadute all'interno di determinati raggruppamenti di imprese; questo fenomeno potrebbe dar luogo a economie di scala nella produzione e attrarre nuove aziende. Allo stesso tempo, la posizione geografica influisce sui costi di trasporto e il clima può incidere sulla produttività in maniera sia diretta (ad esempio, nell'agricoltura) sia indiretta, attraverso lo stato di salute e il livello di capitale umano della popolazione. Un'implicazione importante consiste nel fatto che gli effetti di agglomerazione potrebbero autoalimentarsi, circostanza che spiegherebbe la persistenza della dispersione dei livelli di reddito tra le diverse regioni¹⁶. Gli effetti di agglomerazione spiegano anche il motivo per cui alcune aree geografiche sono da sempre economicamente più floride di altre, nonostante il sussistere di caratteristiche simili, ad esempio, in termini di qualità delle istituzioni.

3 Determinanti della convergenza economica nei paesi CESEE

Questa sezione è strutturata come segue: la sezione 3.1 presenta i risultati di un esercizio di contabilità della crescita nelle economie CESEE; le sezioni 3.2 e 3.3 analizzano, rispettivamente, l'accumulazione di capitale e di manodopera come determinanti della crescita economica; la sezione 3.4 passa in rassegna i fattori che possono aver avuto un impatto particolare sulla crescita della produttività totale dei fattori (PTF) nei paesi CESEE.

3.1 Contabilità della crescita

La contabilità della crescita consente di determinare i contributi forniti alla crescita economica complessiva dall'accumulazione di capitale e di manodopera e dalla crescita della PTF. Nell'ambito di tale approccio, il prodotto viene considerato una funzione degli input utilizzati nel processo produttivo (capitale e manodopera) e della produttività totale dei fattori¹⁷. Lo stock di capitale e l'offerta di lavoro (e le rispettive quote

¹⁵ Cfr., ad esempio, Masuch, K., Moshhammer, E. e Pierluigi, B., "Institutions and growth in Europe", *CEPS Working Document* n. 421, 2016.

¹⁶ Cfr., tra gli altri: Krugman, P., "Increasing returns and economic geography", *Journal of Political Economy*, vol. 99, 1991, pagg. 483-499; Fujita, M., Krugman, P. e Venables, A.J., *The Spatial Economy: Cities, Regions, and International Trade*, MIT Press, 1999; Gallup, J.L., Sachs, J.D. e Mellinger, A.D., "Geography and economic development", *International Regional Science Review*, vol. 22, 1999, pagg. 179-232.

¹⁷ Secondo la definizione più generale, la produttività totale dei fattori è la porzione di prodotto non spiegata dalla quantità di input utilizzati nella produzione. Pertanto, essa viene calcolata come residuo e il suo livello è determinato dall'efficienza e dall'intensità degli input utilizzati nel processo produttivo.

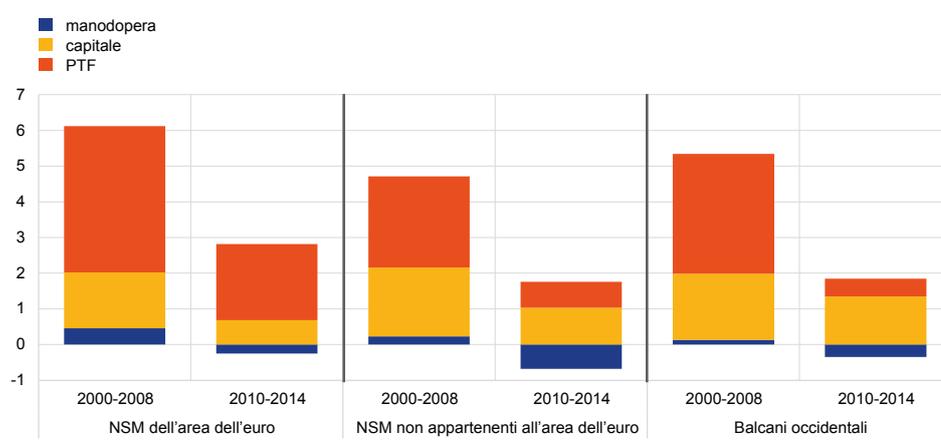
del PIL) in linea di principio possono essere misurati, così come sono misurabili i loro contributi alla crescita del PIL. Tuttavia, la PTF e il suo contributo alla crescita vengono generalmente considerati pari alla porzione di crescita economica che non può essere spiegata dall'accumulazione di questi due fattori di produzione.

Secondo questo approccio, l'espansione economica nei paesi CESEE a partire dal 2000 si è basata principalmente sulla crescita della produttività totale dei fattori (cfr. grafico 5). Ciò è attribuibile in larga misura alle riforme che hanno promosso la transizione da sistemi di economia pianificata a quelli di economia di mercato, incoraggiando l'uso più efficiente dei fattori di produzione. Anche l'accumulazione di capitale ha contribuito positivamente alla crescita. Per contro, questi paesi sono stati caratterizzati da andamenti demografici contrastanti e, di conseguenza, il contributo della manodopera alla crescita è stato, in media, prossimo allo zero. Questa dinamica di crescita differisce lievemente da quella osservata in molte altre economie di mercato emergenti interessate da un processo di convergenza e spesso analizzate in letteratura: in queste ultime, la crescita si è per lo più basata sull'accumulazione di capitale e manodopera¹⁸.

Grafico 5

Contributi alla crescita economica di manodopera, capitale e produttività totale dei fattori (PTF) nei periodi 2000-2008 e 2010-2014

(punti percentuali)



Fonti: Penn World Table versione 9.0 ed elaborazioni della BCE.

Note: si ipotizza che la quota di manodopera in Albania e Montenegro sia uguale alla media della ex Repubblica jugoslava di Macedonia, della Bosnia-Erzegovina, della Serbia e della Croazia. Si suppone inoltre che le ore lavorate in media nei paesi dei Balcani occidentali siano uguali alla media delle ore lavorate nei nuovi Stati membri. I calcoli sono elaborati sulla base di una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas standard. I dati sono disponibili solo fino al 2014.

Ciononostante, il vigore relativo delle determinanti della crescita economica nella regione CESEE è stato eterogeneo tra vari i paesi e periodi. Prima della crisi (tra il 2000 e il 2008), il vigore relativo delle principali determinanti della crescita era sostanzialmente simile in tutta la regione, con un contributo particolarmente significativo fornito dalla crescita della PTF e dall'accumulazione di capitale. Sebbene anche l'accumulazione di manodopera sostenesse, in media, la crescita economica, il contributo di questo fattore rimaneva ridotto in tutti i gruppi di paesi.

¹⁸ Cfr., ad esempio, *Transition Report 2017-18*, Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), 2017.

Il rallentamento economico successivo alla crisi è stato per lo più associato a una più lenta crescita della PTF. Di conseguenza, la crescita economica nella regione si è basata maggiormente sull'accumulazione di capitale. Ciò è stato particolarmente evidente nei Balcani occidentali, dove l'accumulazione di capitale è divenuta, in pratica, l'unica determinante della crescita economica. L'accumulazione di capitale è diventata il principale fattore espansivo anche tra i nuovi Stati membri della UE al di fuori dell'area dell'euro, sebbene anche la crescita della PTF abbia offerto un contributo significativo alla crescita economica complessiva. Per contro, l'andamento della PTF si è confermato come la determinante principale della crescita economica nei paesi della regione appartenenti all'area dell'euro. Al tempo stesso, gli andamenti sfavorevoli dovuti al calo della forza lavoro hanno agito da freno sulla crescita in tutti e tre i gruppi di paesi.

3.2 Stock di capitale e sua accumulazione

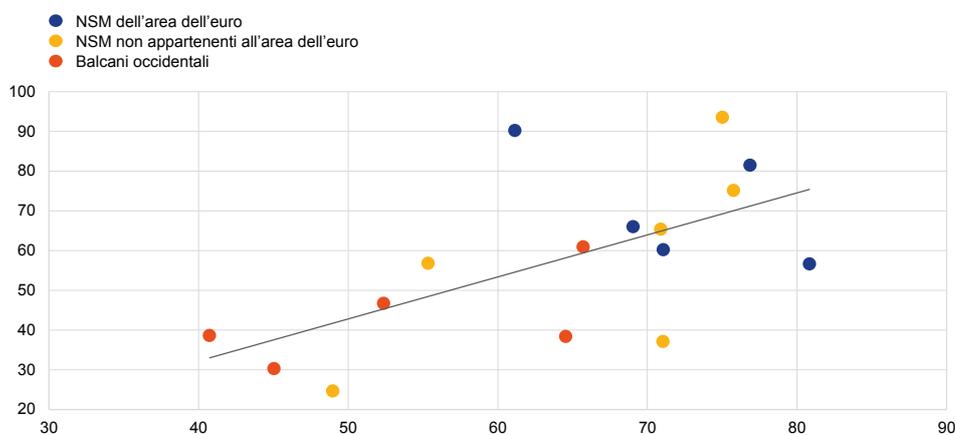
Lo stock di capitale per occupato rimane sostanzialmente al di sotto della media della UE-28 in quasi tutte le economie CESEE (cfr. grafico 6). Gli scostamenti rispetto alle economie più avanzate della UE sono particolarmente ampi nell'Europa sudorientale, dove in alcuni paesi lo stock di capitale ammonta ad appena un terzo circa del valore medio della UE-28. I ridotti stock di capitale si riflettono anche nella scarsa qualità delle infrastrutture, in particolare nei paesi candidati e potenziali all'ingresso nella UE¹⁹.

In tale contesto, tassi di investimento elevati sembrano essenziali per la convergenza verso le economie della UE con redditi più alti. Nonostante la forte espansione degli investimenti registrata nella maggior parte delle economie CESEE prima del 2008, i tassi di risparmio interno non erano sufficienti a finanziare la spesa per investimenti. I paesi CESEE erano pertanto generalmente caratterizzati da ampi

Grafico 6

Stock di capitale per occupato e produttività del lavoro dei paesi CESEE nel 2014

(asse delle ascisse: PIL per occupato (indice: UE-28 = 100); asse delle ordinate: stock di capitale per occupato (indice: UE-28 = 100))



Fonti: Penn World Table versione 9.0 e World Economic Outlook dell'FMI.

Note: i punti blu rappresentano i nuovi Stati membri che hanno adottato l'euro, i punti gialli i nuovi Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e i punti rossi le economie dei Balcani occidentali. I dati sono disponibili solo fino al 2014.

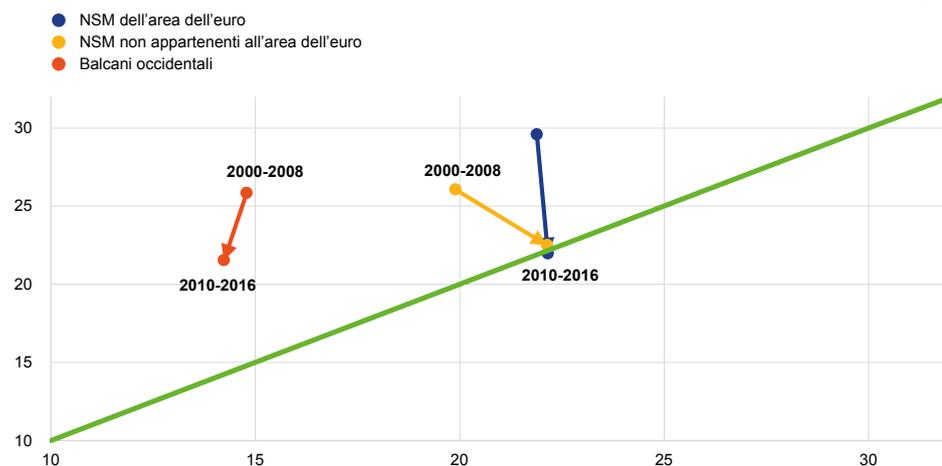
¹⁹ Cfr., ad esempio, il Logistics Performance Index della Banca mondiale.

differenziali di risparmio (le differenze tra il risparmio interno e i tassi di investimento in relazione al PIL). Tali differenziali erano particolarmente significativi nell'Europa sudorientale (e quindi anche nei paesi attualmente candidati o potenziali candidati all'adesione alla UE) e nei paesi baltici, dove, in alcuni casi, i differenziali di risparmio hanno superato i 10 punti percentuali (cfr. grafico 7).

Grafico 7

Tassi di risparmio e di investimento medi nei periodi 2000-2008 e 2010-2016

(asse delle ascisse: tasso di risparmio (in percentuale del PIL); asse delle ordinate: tasso di investimento (in percentuale del PIL))



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI ed elaborazioni della BCE.
Nota: la linea a 45 gradi è rappresentata in verde.

In un contesto di risparmi interni contenuti, il boom degli investimenti precedente alla crisi finanziaria è stato ampiamente finanziato con afflussi di capitale.

Tali afflussi di capitale includevano, in particolare, prestiti bancari e investimenti diretti esteri (IDE) (cfr. grafico 8)²⁰. Gli elevati tassi di investimento hanno contribuito a una rapida accumulazione del capitale mentre gli IDE hanno consentito il trasferimento di tecnologia e conoscenze, sostenendo in tal modo la crescita della PTF. Il boom degli investimenti ha spesso rispecchiato un'intensa attività nel settore delle costruzioni, trainato dalla forte espansione del mercato degli immobili residenziali in molti paesi CESEE prima della crisi; questi ultimi investimenti hanno tuttavia prodotto un impatto più limitato sulla produttività del lavoro e sulle prospettive di crescita a lungo termine (cfr. grafico 9)²¹.

Dopo la crisi, i tassi di investimento sono scesi sensibilmente. Il calo si è verificato nel contesto di una più lenta crescita del PIL, di afflussi di capitale più bassi, di un rallentamento dell'attività di costruzione e di una più contenuta crescita del credito, sullo sfondo della riduzione della leva finanziaria nel settore privato che ha fatto seguito all'accumulo di debito nel periodo precedente la crisi. Di conseguenza, solo poche economie CESEE sono riuscite a mantenere tassi di investimento al di

²⁰ Bakker, B. e Gulde, A.-M., "The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?", Fondo monetario internazionale (FMI) *Working Paper* n. 10/130, 2010.

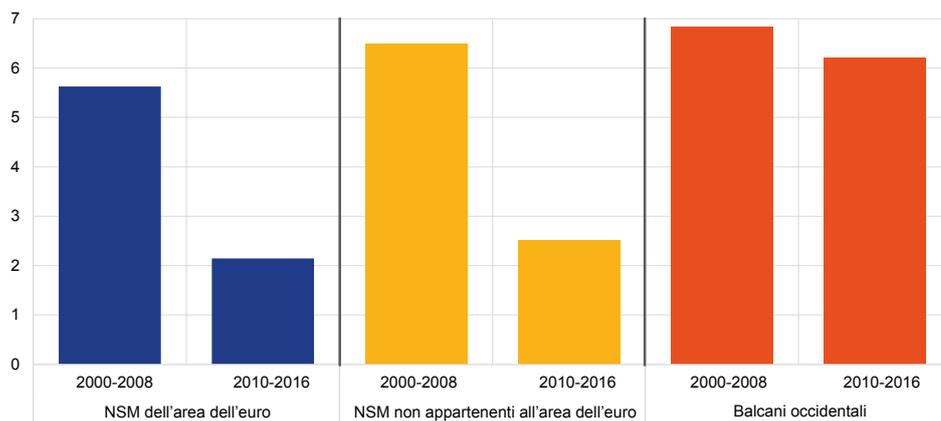
²¹ Cfr., ad esempio, Sala-i Martin, X., "I Just Ran Four Million Regressions", *American Economic Review*, vol. 87(2), 1997, pagg. 178-183. L'autore ha rilevato che, se si controlla per il livello degli investimenti totali, gli investimenti diversi da quelli in beni strumentali non hanno effetto sulla crescita del PIL. Allo stesso tempo, lo studio ha confermato uno stretto legame tra investimenti in beni strumentali e crescita.

sopra del 25 per cento del PIL. Ciò si è verificato malgrado il più ampio afflusso di fondi europei strutturali e di coesione, che nei nuovi Stati membri della UE sono saliti approssimativamente all'1,0-1,5 per cento del PIL dal 2008 circa²².

Grafico 8

Afflussi medi di investimenti diretti esteri (IDE) nei periodi 2000-2008 e 2010-2016

(in percentuale del PIL)

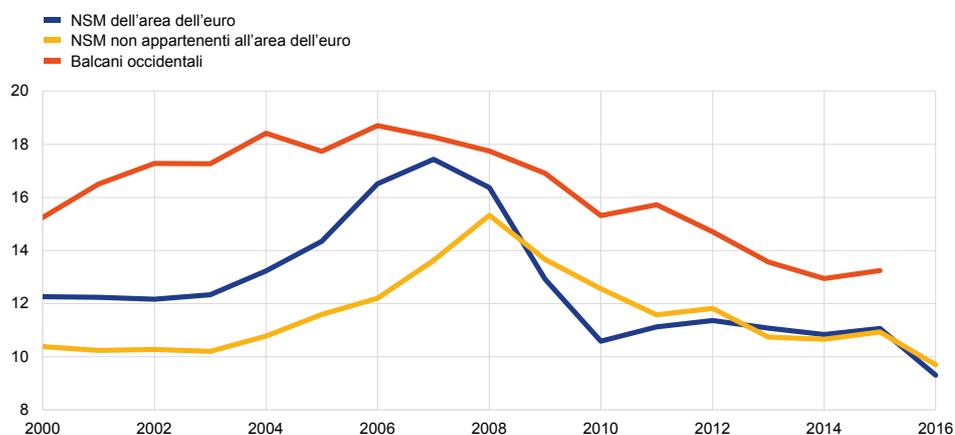


Fonti: Istituto di Vienna per gli studi economici internazionali (WIIW) (banca dati IDE) ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati espressi in termini lordi.

Grafico 9

Valore aggiunto medio totale delle costruzioni nel periodo 2000-2016

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori medi sono calcolati utilizzando i dati relativi a tutti i paesi per i quali i dati sono disponibili. Nel caso dei Balcani occidentali, tale novero include l'Albania, l'ex Repubblica jugoslava di Macedonia e la Serbia. Tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro non figura solo la Croazia a causa dell'insufficienza dei dati disponibili.

In generale, a differenziali di risparmio più ampi prima della crisi hanno fatto riscontro più marcate correzioni al ribasso dei tassi di investimento negli anni successivi. In seguito al calo subito, i tassi di investimento si sono maggiormente allineati ai tassi di risparmio interno. I paesi dei Balcani occidentali, tuttavia, hanno continuato a evidenziare differenziali di risparmio considerevoli. Sebbene

²² Per un'analisi più dettagliata del ruolo dei fondi UE, cfr. il rapporto del Fondo europeo per gli investimenti intitolato "Wind of change: Investment in Central, Eastern and South Eastern Europe", settembre 2017.

apparentemente essenziali per la crescita economica e la convergenza, gli afflussi di capitale destinati alle economie che ne sono carenti e che sperimentano un processo di convergenza potrebbero esacerbare la volatilità all'interno di queste ultime, in particolare se gli investimenti di portafoglio o i flussi di capitale verso il settore bancario sono predominanti rispetto a fonti di finanziamento più stabili come gli IDE. Pertanto, la creazione di un contesto operativo favorevole per le imprese, in grado di attrarre investimenti diretti esteri, è fondamentale ai fini della creazione di fonti di finanziamento degli investimenti sostenibili nel lungo termine.

3.3 L'accumulazione del fattore lavoro

Dal 2000 in poi solo alcuni paesi CESEE hanno beneficiato di dinamiche demografiche positive. La percentuale di popolazione in età lavorativa è cresciuta maggiormente nei Balcani occidentali e in alcuni nuovi Stati membri dell'UE (come la Lituania, la Polonia e la Slovacchia), dando così slancio al potenziale di crescita economica, mentre è calata nei paesi baltici, nella Repubblica Ceca e in Slovenia. In tale contesto, nelle economie CESEE fra il 2000 e il 2014 il contributo alla crescita economica fornito dalla manodopera è stato, in media, contenuto, in confronto ad altre economie emergenti in rapida crescita.

Sebbene le tendenze demografiche di fondo siano state nel complesso eterogenee, tutti i paesi CESEE sono stati interessati da importanti fenomeni di emigrazione. Nei nuovi Stati membri l'emigrazione ha subito un'accelerazione dopo l'adesione all'Unione europea. La portata dei flussi in uscita è stata particolarmente elevata nell'Europa sudorientale, sia nei paesi che sono entrati a far parte della UE sia negli altri, mentre è stata più contenuta, ma comunque significativa, nell'Europa centrale, orientale e nei paesi baltici. L'emigrazione ha riguardato principalmente forza lavoro giovane e qualificata, elemento che a sua volta ha avuto ricadute negative sulla produttività e sulla convergenza del reddito²³.

In prospettiva, ci si attende che la diminuzione della popolazione in età lavorativa ponga ulteriori sfide a causa dell'accelerazione dell'invecchiamento della popolazione (cfr. grafico 10). Secondo le attuali proiezioni della Banca mondiale fino al 2030, la percentuale di popolazione in età lavorativa dovrebbe calare in tutti i paesi CESEE. Tali sviluppi potrebbero avere ripercussioni significative sulla crescita economica. Soprattutto, si riscontrerebbe probabilmente un impatto negativo diretto sul potenziale economico dovuto al minore apporto del fattore lavoro alla produzione²⁴.

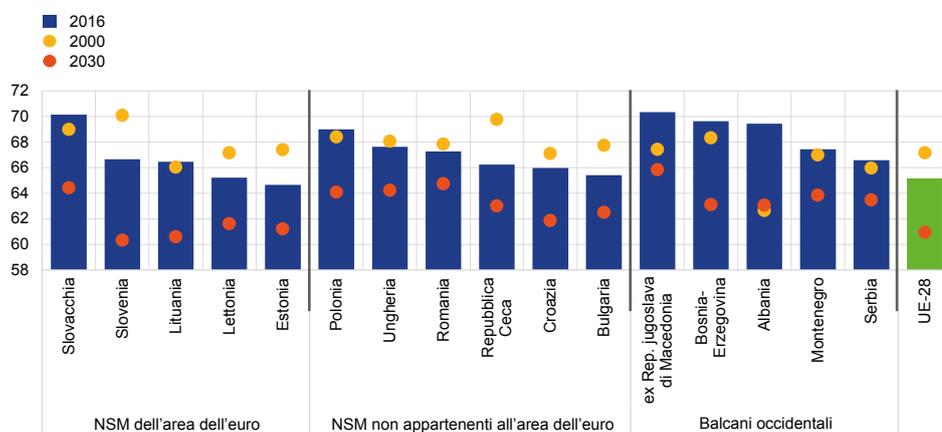
²³ Nei paesi dell'Europa sudorientale fra il 2000 e il 2012 più del 10 per cento della popolazione censita nel 1990 è emigrata, mentre il dato si dimezza per Europa centrale, Europa orientale e paesi baltici; cfr. Atoyan, R., Christiansen, L., Dizioli, A., Ebeke, C., Ilahi, N., Ilyina, A., Mehrez, G., Qu, H., Raei, F., Rhee, A. e Zakharova, D., "Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe", *Staff Discussion Note*, SDN/16/07, FMI, 2016. Secondo questo studio l'emigrazione ha contribuito a sottrarre manodopera qualificata ai paesi CESEE, riducendo così la crescita della produttività e rallentando la convergenza economica verso i livelli della UE.

²⁴ Nel contempo, l'invecchiamento della popolazione potrebbe anche avere effetti indiretti sulla crescita economica agendo sulla produttività aggregata, sul risparmio o sul livello e la composizione della spesa pubblica, sebbene non vi sia ancora consenso in letteratura sull'esatto meccanismo che consente all'invecchiamento della popolazione di incidere su tali variabili. Va anche considerato che l'invecchiamento è suscettibile di indurre reazioni sul piano delle politiche e dei comportamenti (con riguardo, ad esempio, all'architettura del sistema pensionistico, alle politiche del mercato del lavoro, alle scelte di risparmio o all'investimento in capitale umano o fisico) che nel complesso potrebbero avere un impatto ambiguo sull'attività economica.

Grafico 10

Quota della popolazione di età compresa fra i 15 e i 64 anni sul totale della popolazione nel 2000, nel 2016 e nel 2030

(valori percentuali)



Fonte: Banca mondiale (WDI).

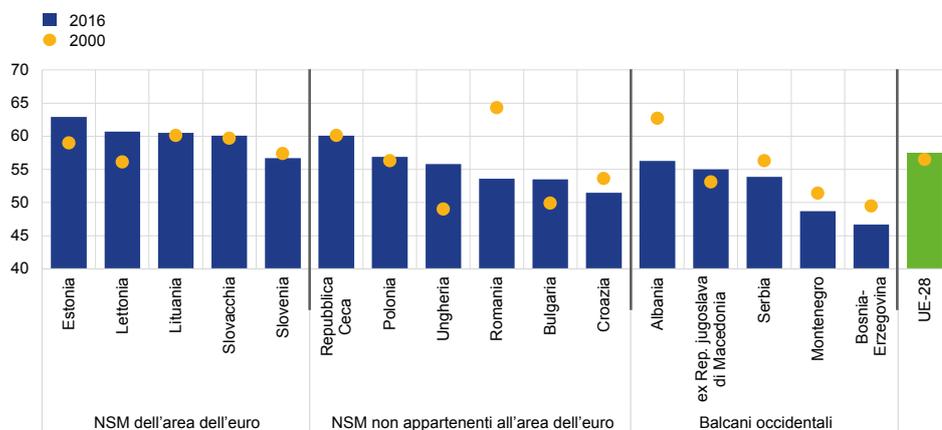
Nota: i dati relativi alla Serbia includono il Kosovo.

Gli impatti potenzialmente negativi di invecchiamento della popolazione ed emigrazione sul mercato del lavoro potrebbero essere mitigati da una maggiore partecipazione al mercato del lavoro. Mentre nei paesi baltici e in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale i tassi di partecipazione al mercato del lavoro si attestano già su livelli relativamente elevati, in Europa sudorientale sussistono ampi margini per un incremento della partecipazione, in particolare nei paesi che non appartengono alla UE²⁵. In tali paesi, i tassi di partecipazione sono, in media, più bassi di dieci punti percentuali rispetto alla UE a 28 Stati membri e, in molti casi, dal 2000 in poi sono diminuiti (cfr. grafico 11).

Grafico 11

Tasso di partecipazione al mercato del lavoro nel 2000 e nel 2016

(in percentuale della popolazione totale di età pari o superiore a 15 anni)



Fonti: dati della Banca mondiale (WDI) elaborati dall'Organizzazione internazionale del lavoro.

Nota: discontinuità nelle serie storiche sul 2002 relative alla Romania.

²⁵ Il margine per un aumento della partecipazione è evidente quando si analizza la situazione delle fasce più deboli presenti nel mercato del lavoro, vale a dire le donne e le coorti dei giovani e dei più anziani.

Un altro canale che potrebbe mitigare l'impatto negativo del calo della popolazione in età lavorativa sui mercati del lavoro è l'immigrazione.

Nonostante ci sia grande eterogeneità fra i vari paesi presi in esame, nella maggior parte di essi la quota di immigrati sulla popolazione totale rimane contenuta²⁶.

Sebbene in alcune economie CESEE l'immigrazione sia aumentata nel periodo preso in esame, tale fenomeno è stato alimentato principalmente da cospicui flussi provenienti da altri paesi CESEE meno sviluppati, che a loro volta in prospettiva si troveranno ad affrontare sfide in ambito demografico²⁷. Inoltre, per attrarre immigrati è necessario offrire opportunità economiche nel mercato del lavoro. Tuttavia, nei paesi che risentono ancora di disoccupazione relativamente elevata, in particolare i Balcani occidentali, tali opportunità tendono a essere limitate.

3.4 Le determinanti della produttività totale dei fattori

La presente sottosezione analizza i fattori che potrebbero aver avuto un impatto tangibile sulla produttività totale dei fattori nei paesi CESEE.

La produttività totale dei fattori misura l'efficienza con cui gli input di lavoro e capitale sono utilizzati nel processo produttivo e costituisce una determinante fondamentale per una convergenza sostenibile. Sono molti i fattori che possono influenzare l'efficienza del processo produttivo: questa sottosezione analizza gli impatti riconducibili a struttura economica, capitale umano, apertura commerciale e competitività esterna, innovazione. Verrà esaminato anche il ruolo centrale svolto dalla qualità delle istituzioni che, come precedentemente indicato, oggi occupa uno spazio di maggior rilievo nella letteratura sulla convergenza.

3.4.1 Struttura economica

Poiché nei vari settori economici i livelli di produttività sono differenti, la struttura di un'economia incide direttamente sulla produttività aggregata e sulla crescita economica. In tutti i paesi CESEE il ruolo svolto dai servizi e/o dall'industria nell'economia si è intensificato dal 2000 in poi, mentre in parallelo il ruolo dell'agricoltura si è gradualmente ridimensionato. A questa dinamica si è associata una riallocazione del lavoro, dall'agricoltura verso altri settori economici. Tale ristrutturazione, tipica delle economie in fase di convergenza, ha sostenuto la crescita, dato che la produttività solitamente è più bassa in agricoltura che negli altri settori. In alcuni paesi, il processo di ristrutturazione è stata particolarmente ampio. Ad esempio, in Albania la quota di occupati nel settore agricolo è scesa dal 54 per cento del 2000 al 42 per cento del 2016, in Romania dal 45 per cento circa al 26 per cento e in Lituania da circa il 19 al 9 per cento.

Le economie CESEE che presentano i livelli più elevati di PIL pro capite sono più industrializzate rispetto ad altre economie in uno stadio di sviluppo comparabile (cfr. grafico 12). In queste economie maggiormente industrializzate

²⁶ L'incidenza media è pari al 3,3 per cento rispetto al 10,6 per cento della UE-28 (con le medie per paese ponderate con la popolazione a partire da dati delle Nazioni Unite sul 2015).

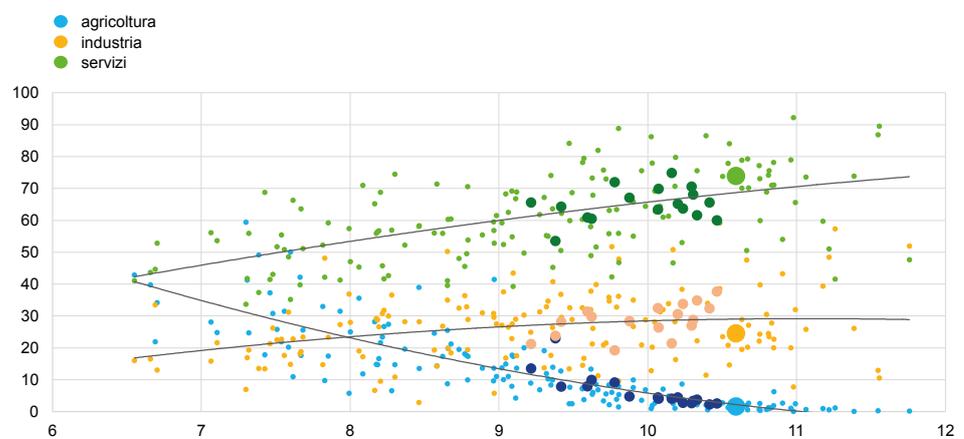
²⁷ Ad esempio, l'aumento nel numero di immigrati registrato in Slovenia a partire dal 2000 è stato fortemente alimentato da afflussi di cittadini provenienti dalla Bosnia-Erzegovina e dalla ex Repubblica jugoslava di Macedonia, mentre in Ungheria è stato alimentato da afflussi di cittadini provenienti da Romania e Serbia. Negli ultimi anni in Polonia si sono registrati afflussi senza precedenti di cittadini ucraini.

il relativo vigore del settore industriale potrebbe essere ascrivibile alla riallocazione della produzione dai paesi dell'Europa occidentale (sospinta da cospicui afflussi di IDE), alla maggiore partecipazione alle catene globali del valore, al minore costo del lavoro e alla prossimità a economie della UE più avanzate. Allo stesso tempo, alcuni paesi CESEE sono meno industrializzati di quanto i loro livelli di PIL pro capite potrebbero far supporre. Questo è particolarmente vero per i paesi dei Balcani occidentali in cui il settore agricolo detiene ancora un ruolo importante.

Grafico 12

Quota di agricoltura, industria e servizi sul valore aggiunto complessivo in 170 economie nel 2016

(asse delle ascisse: logaritmo del PIL pro capite in termini di PPA; asse delle ordinate: quota percentuale sul valore aggiunto complessivo)



Fonti: Banca mondiale (WDI) e Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

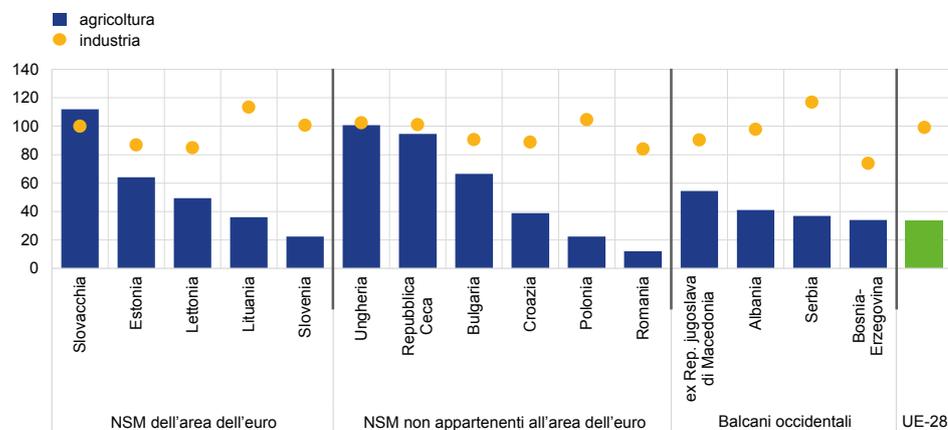
Note: i colori più scuri indicano i paesi CESEE e i puntini più grandi la media della UE-28. I dati si riferiscono al 2015 e riguardano 16 paesi.

Nonostante gli andamenti positivi, in molti paesi CESEE permangono ampi margini per un'ulteriore riallocazione del lavoro verso il settore dei servizi e quello dell'industria. Mentre in alcuni paesi la quota di occupati nel settore dell'agricoltura ha già raggiunto i livelli contenuti tipici delle economie avanzate (in particolare nella Repubblica Ceca, in Estonia e in Slovacchia), in altri paesi tale quota rimane elevata (in particolare in Albania e in Romania) e costituisce un freno alla produttività totale (cfr. grafico 13).

Grafico 13

Produttività del lavoro nel 2016 nell'industria e nell'agricoltura

(indice: produttività del lavoro nel settore dei servizi = 100)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI, Banca mondiale (WDI) ed elaborazioni della BCE.
Nota: Kosovo e Montenegro sono stati esclusi per problemi legati alla disponibilità dei dati.

3.4.2 Capitale umano

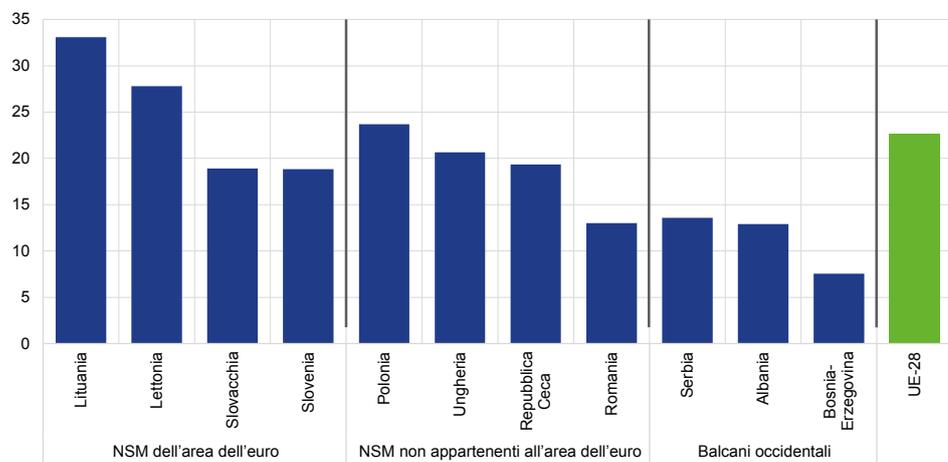
I livelli di capitale umano nei paesi CESEE appaiono nel complesso

relativamente elevati. Sebbene il capitale umano non sia direttamente osservabile, esso può essere approssimato da variabili quali la percentuale della forza lavoro con un livello di istruzione superiore o i tassi di partecipazione ai corsi di studio. Secondo questi parametri, la maggior parte dei paesi CESEE fa registrare risultati relativamente soddisfacenti rispetto alla media della UE. In particolare, la quota di popolazione che possiede almeno un diploma di laurea di primo livello (bachelor) in Lituania, Lettonia e Polonia rimane più elevata rispetto alla media della UE (cfr. grafico 14). Nel contempo,

Grafico 14

Quota di popolazione con almeno un diploma di laurea di primo livello (bachelor) o equivalente nel 2015

(in percentuale della popolazione di età pari o superiore a 25 anni)



Fonti: Banca mondiale (WDI) ed elaborazioni della BCE.
Note: dati non disponibili per tutti i paesi CESEE. I dati si riferiscono al 2014 per la Polonia e la Romania e al 2012 per l'Albania. La media UE è calcolata utilizzando i dati relativi a tutti i paesi per i quali le informazioni sono disponibili.

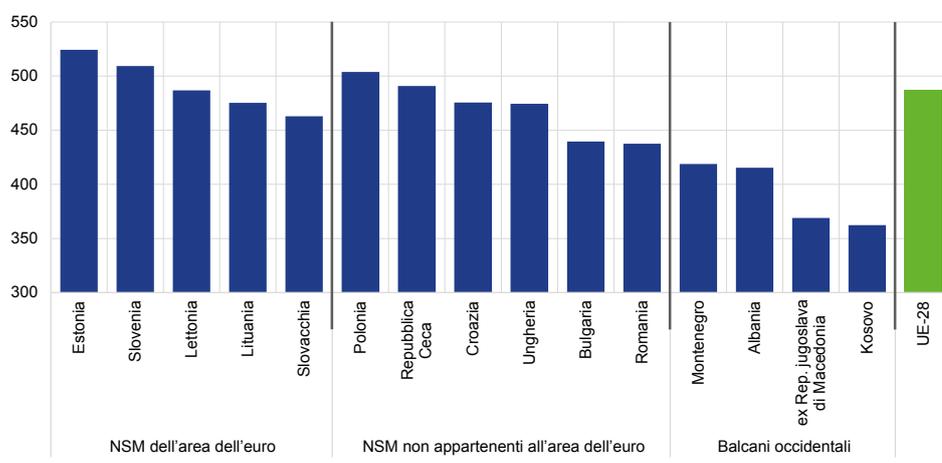
permangono scostamenti significativi nei Balcani occidentali e in alcuni Stati membri della UE (ad esempio la Romania), in cui la percentuale di popolazione con almeno un diploma di laurea di primo livello rimane molto bassa. Dal 2000 in poi la partecipazione all'istruzione terziaria è aumentata in tutti i paesi CESEE, segnalando un incremento nel capitale umano delle generazioni più giovani che, in prospettiva, potrebbe sostenere la produttività e la crescita economica.

In molte economie CESEE la qualità dell'istruzione e l'allineamento delle competenze con le esigenze del mercato del lavoro continuano a rappresentare una sfida. A tal riguardo, i punteggi assegnati nell'ambito del PISA (Programme for International Student Assessment), che illustrano le abilità degli studenti di 15 anni nella matematica, nelle scienze e nella lettura, indicano una minore qualità dell'istruzione nei Balcani occidentali e nei paesi dell'Europa sud-orientale già appartenenti alla UE (cfr. grafico 15). Per contro, i risultati degli studenti dei paesi baltici e di alcuni paesi dell'Europa centrale sono piuttosto buoni, a segnalare una maggiore qualità dell'istruzione. Nel contempo, l'allineamento delle competenze con le esigenze del mercato del lavoro rimane carente nella maggior parte delle economie CESEE, contribuendo a creare disallineamenti nel mercato del lavoro e maggiore disoccupazione, in particolare nei Balcani occidentali²⁸.

Grafico 15

Punteggi medi PISA in matematica, lettura e scienze nel 2015 (età: 15 anni)

(punteggi più elevati indicano migliore rendimento)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

3.4.3 Apertura commerciale e competitività esterna

Dal 2000 in poi l'apertura commerciale è aumentata in quasi tutti i paesi dell'area CESEE, creando, in tali economie, condizioni favorevoli per la convergenza del

²⁸ Cfr. anche "Central, Eastern, and Southeastern Europe: How to Get Back on the Fast Track", *Regional Economic Issues*, FMI, maggio 2016.

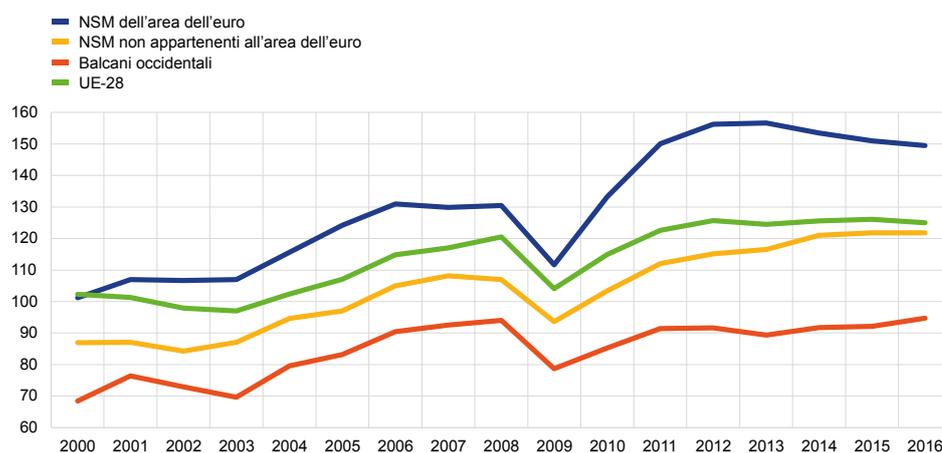
reddito²⁹. Le economie CESEE più sviluppate o che hanno un ritmo di convergenza più sostenuto (come la Repubblica Ceca, l'Estonia, la Lituania, la Slovenia e la Slovacchia) presentano anche un grado elevato di apertura commerciale che, tuttavia, potrebbe non essere sufficiente a garantire un processo di convergenza sostenibile, in particolare se in parallelo non si registra una crescita della competitività.

Dal 2000 in poi la crescita più rapida in termini di apertura commerciale si è registrata nei paesi CESEE che hanno aderito all'area dell'euro (cfr. grafico 16). La crescita dell'apertura commerciale negli Stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro è stata invece più graduale, potenzialmente anche per via della maggiore dimensione delle economie in questione. Per contro, l'apertura commerciale nei Balcani occidentali è cresciuta solo in misura moderata e rimane molto più contenuta rispetto alla media della UE. Tutti i paesi CESEE si sono caratterizzati per una crescita molto più rapida delle esportazioni rispetto alle importazioni. In questo contesto, quasi tutti i nuovi Stati membri della UE sono riusciti a trasformare i disavanzi commerciali che avevano nel 2000 in avanzi commerciali nel 2016. Ciononostante, sebbene dal 2000 le esportazioni abbiano fatto registrare una crescita generalmente più rapida rispetto alle importazioni, nei Balcani occidentali permangono consistenti disavanzi commerciali con l'estero. Se da un lato disavanzi commerciali elevati sono tipici delle economie in fase di convergenza, che solitamente attraggono anche afflussi di capitale, gli ampi squilibri commerciali registrati in alcuni paesi dei Balcani occidentali potrebbero anche essere il sintomo di una base produttiva limitata e della generalmente bassa competitività dei paesi di questa regione.

Grafico 16

Apertura commerciale nel periodo 2000-2016

(somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi in percentuale del PIL)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati relativi al Montenegro sono disponibili solo a partire dal 2001.

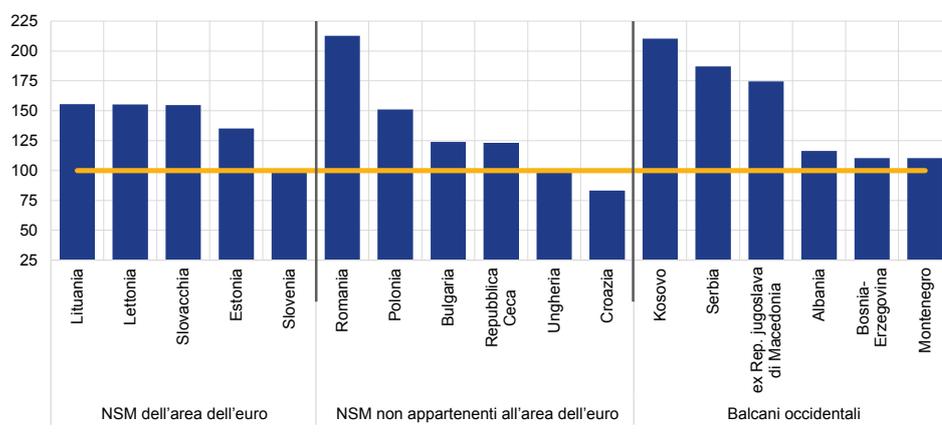
²⁹ L'apertura commerciale consente una riallocazione delle risorse verso settori più produttivi. Favorisce inoltre l'innovazione e dà l'opportunità alle piccole economie di avere accesso a nuovi mercati. Una crescente apertura commerciale può anche porre delle difficoltà per quanto riguarda, ad esempio, la riallocazione del lavoro da settori esposti alla concorrenza delle importazioni, e i paesi potrebbero ritrovarsi intrappolati nella produzione di beni e servizi nei quali hanno un vantaggio comparato, ad esempio prodotti a elevato contenuto di manodopera scarsamente qualificata. Per una trattazione più esaustiva delle sfide connesse con l'apertura commerciale, cfr., ad esempio, Rodríguez, F. e Rodrik, D., "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence", NBER Macroeconomics Annual 2000, vol. 15, National Bureau of Economic Research, 2001, pagg. 261-338.

Nei paesi CESEE le variazioni nelle quote di esportazioni sui mercati internazionali, che forniscono un'indicazione della capacità di competere a livello mondiale, rimangono eterogenee (cfr. grafico 17). Pur partendo da una struttura economica relativamente chiusa e con bassi livelli di esportazioni, Romania, Serbia ed ex Repubblica jugoslava di Macedonia sono riuscite ad aumentare in misura consistente la propria quota di esportazioni di beni a livello mondiale. Dall'altro lato, nei paesi baltici si è registrato un enorme slancio nelle esportazioni negli anni antecedenti la crisi finanziaria internazionale del 2008-2009, anche se tale crescita in seguito ha subito un calo. L'Ungheria, che vanta uno degli indici di apertura commerciale più elevati, non è stata in grado di aumentare la propria quota di esportazioni a livello mondiale, dando segno di aver compiuto progressi limitati dal punto di vista della competitività. La UE, che riceve in media il 70 per cento dei beni esportati, rappresenta storicamente il principale mercato di sbocco delle esportazioni delle economie CESEE, anche se negli ultimi dieci anni si è registrata una maggiore diversificazione delle destinazioni verso cui queste economie esportano e il commercio intraregionale è aumentato.

Grafico 17

Variazioni nelle quote di esportazioni sui mercati internazionali dal 2004 al 2016

(indice: 2004 = 100)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI ed elaborazioni della BCE.

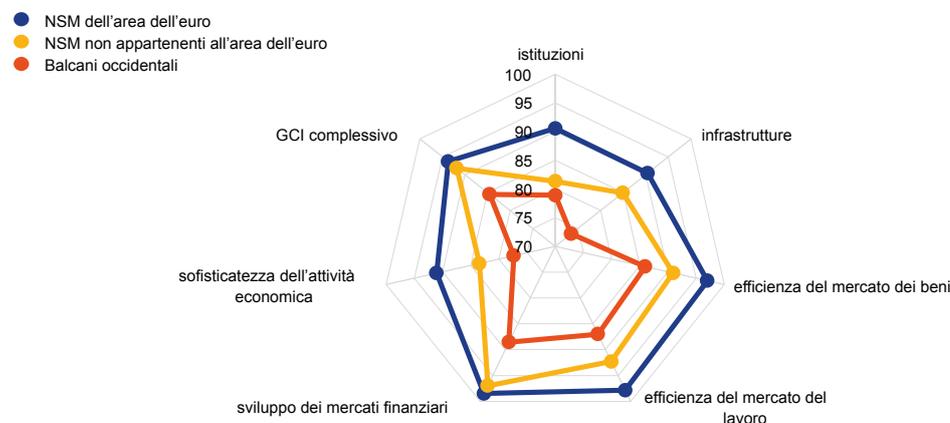
Nota: l'anno base è il 2004 a causa della mancanza di dati per alcuni paesi inclusi nel campione.

Gli indicatori di competitività esterna indicano che, nonostante i miglioramenti degli ultimi dieci anni, i risultati registrati nella maggior parte delle economie CESEE sono peggiori rispetto alla media della UE sotto molti profili. Mentre fra i vari paesi persiste una spiccata eterogeneità, è l'intera regione CESEE a mostrare nel suo insieme particolari debolezze nella qualità delle infrastrutture, nella sofisticatezza dell'attività economica e nelle istituzioni. In relazione a tutti questi profili appaiono particolarmente insoddisfacenti i risultati conseguiti dalle economie dei Balcani occidentali. Ciò continua a destare preoccupazione, in particolare per quei paesi in cui il tasso di cambio nominale non riesce a riflettere adeguatamente gli andamenti interni o a contribuire a ristabilire la competitività dei prezzi.

Grafico 18

Global Competitiveness Index 2017-2018

(indice: media UE-28 = 100)



Fonti: World Economic Forum (Global Competitiveness Index, GCI) ed elaborazioni della BCE.

Note: il Global Competitiveness Index (GCI) è calcolato sulla base di 12 sub-indicatori, di cui sei illustrati nel grafico. Un punteggio più elevato indica risultati migliori.

3.4.4 Innovazione

L'innovazione è un fattore fondamentale per competere sui mercati internazionali con prodotti a maggiore valore aggiunto e, di conseguenza, realizzare una convergenza verso le economie più avanzate. Se da un lato i paesi a basso reddito potrebbero essere in grado di realizzare una rapida transizione attraverso l'accumulazione di capitale e lavoro, e importando tecnologie e know-how (tramite l'importazione di beni di investimento o IDE), dall'altro, l'incapacità di passare da una produzione ad elevata intensità di lavoro a forme di produzione più innovative e tecnologicamente più avanzate potrebbe ostacolarli nel raggiungimento di una convergenza durevole. Se non si verifica questo cambiamento strutturale, i paesi rischiano di ritrovarsi incastrati nella "trappola del reddito medio" (cfr. riquadro 3). Per quanto riguarda i paesi CESEE, sia quelli che già fanno parte della UE sia gli attuali candidati o potenziali candidati all'adesione, il rafforzamento di innovazione e produttività appare di vitale importanza anche in relazione al processo di integrazione europea e alla capacità di essere competitivi all'interno del mercato unico.

Mentre negli ultimi anni alcuni paesi CESEE sono riusciti gradualmente a convergere rispetto alla UE in termini di innovazione, altri paesi non hanno fatto progressi o sono addirittura regrediti. A partire dal 2000 il numero di domande di brevetto presentate per milione di abitanti, usato come indicatore di innovazione, è salito considerevolmente nei paesi baltici, in Polonia e in Slovenia³⁰. Le dinamiche eterogenee dell'innovazione nei paesi CESEE indicano che i guadagni in termini di innovazione non avvengono automaticamente e possono richiedere l'adozione di specifiche politiche di sostegno.

Nella maggior parte dei paesi CESEE, e in particolare nell'Europa sudorientale, rimangono ampi margini di miglioramento nel grado di innovazione. Secondo il quadro di valutazione dell'innovazione in Europa (European Innovation Scoreboard,

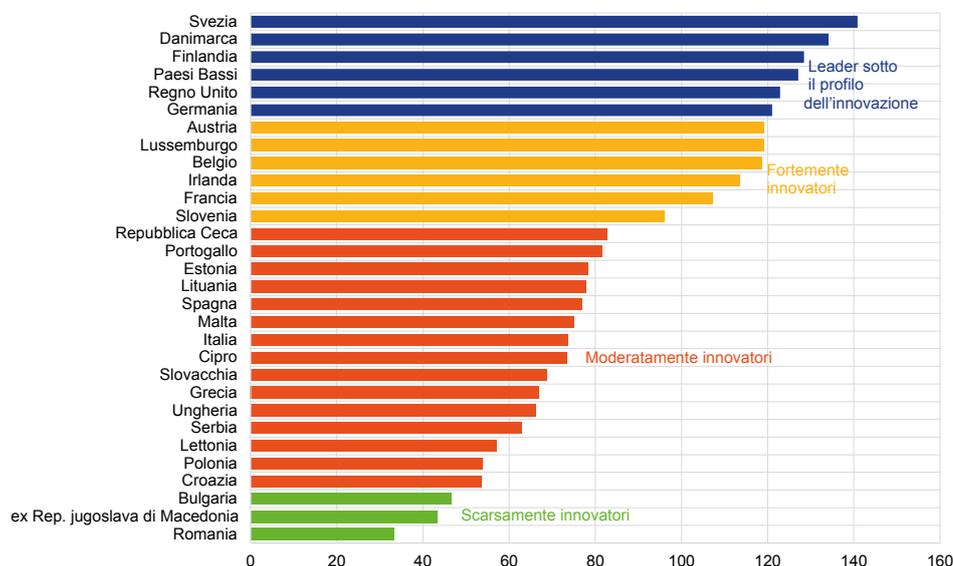
³⁰ Secondo i dati dell'Organizzazione mondiale per la proprietà intellettuale.

EIS), che fornisce una classifica delle economie misurando i risultati raggiunti sotto il profilo dell'innovazione sulla base di una serie di parametri, solo la Slovenia viene indicata come paese fortemente innovatore, mentre la maggior parte delle economie CESEE viene annoverata fra i paesi moderatamente innovatori e alcune di esse, tendenzialmente quelle dell'Europa sudorientale, fra i paesi scarsamente innovatori (cfr. grafico 19). Fra i punti di forza delle economie CESEE si annoverano le risorse umane e un clima generale nel complesso favorevole all'innovazione (tipicamente nell'Europa centro-orientale, e nei paesi baltici). Ciononostante, queste economie scontano ritardi in tema di qualità della ricerca, di innovazione presso le piccole e medie

Grafico 19

European Innovation Scoreboard nel 2016 per i paesi CESEE e altre economie europee

(percentuale del valore medio della UE-28)



Fonte: Commissione europea (European Innovation Scoreboard).
Nota: i dati sono disponibili solo per alcune economie CESEE.

imprese (PMI) in termini di prodotti, processi, marketing e organizzazione, di collegamenti fra le PMI innovative e la ricerca, di collegamenti fra il settore pubblico e quello privato, e di livelli di patrimonio intellettuale (quantificati, ad esempio, dalle domande di brevetto).

Riquadro 3

La trappola del reddito medio

a cura di Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo e Paul König

A partire dagli anni '60 solo poche economie sono riuscite a realizzare una convergenza durevole del PIL pro capite in termini reali, passando da redditi bassi o medi a redditi elevati (alcuni esempi sono Hong Kong, Irlanda, Giappone, Corea del Sud, Singapore e Taiwan). Molti paesi a basso reddito sono riusciti a raggiungere una condizione di reddito medio, ma non sono riusciti a dare seguito alla successiva transizione verso una condizione di reddito elevato, alimentando perciò la discussione sulla cosiddetta "trappola del reddito medio". Secondo questa teoria, dopo aver raggiunto una condizione di reddito medio, le economie intraprendono una traiettoria di minore

crescita che non consente loro di raggiungere livelli di reddito più elevati. Tale indebolimento nella crescita economica si associa spesso, tra l'altro, ad andamenti demografici sfavorevoli e alla caduta nei tassi di investimento da livelli che precedentemente erano elevati. Quest'ultimo elemento fa supporre che, nelle prime fasi della convergenza, la crescita del PIL sia dipesa in misura eccessiva dall'accumulazione di capitale. L'indebolimento in questione è più infrequente nelle economie a reddito medio che vantano livelli più elevati di capitale umano e in cui i prodotti ad alto contenuto tecnologico rappresentano una quota relativamente elevata delle esportazioni³¹.

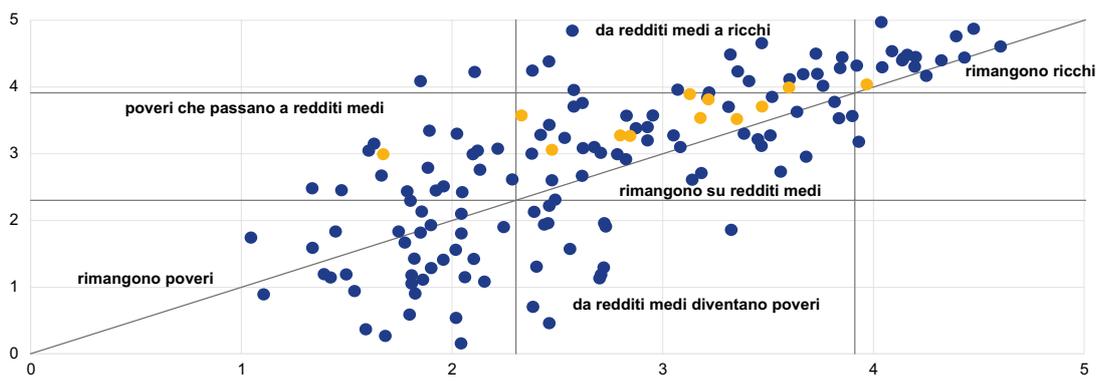
La trappola del reddito medio di solito si spiega con l'osservazione che i vantaggi iniziali di un'economia in fase di convergenza possono venire meno una volta che sia stato raggiunto un certo grado di sviluppo. In particolare, nella fase iniziale dello sviluppo i paesi a basso reddito possono conseguire una sostenuta crescita del PIL con relativa facilità grazie al basso costo del lavoro (risultando perciò altamente competitivi sui mercati internazionali come produttori di beni ad elevata intensità di lavoro), alla riallocazione del lavoro da settori a più bassa produttività verso settori a più alta produttività (ad esempio, dall'agricoltura al settore manifatturiero) e all'importazione di tecnologie avanzate. Tuttavia, una volta che i salari hanno raggiunto i livelli degli altri paesi (frenando perciò la competitività esterna) e la riallocazione settoriale del lavoro è stata in gran parte completata, per ottenere ulteriori incrementi in termini di crescita economica e di produttività occorre un passaggio da una produzione ad elevata intensità di lavoro a una produzione più innovativa e tecnologicamente avanzata. Proprio perché questo passaggio risulta difficoltoso una volta che il livello di reddito medio è stato raggiunto, molti paesi non riescono a dare ulteriore seguito alla transizione³².

Tuttavia, l'analisi di un ampio novero di paesi su un orizzonte temporale più lungo dimostra che i riscontri a sostegno della teoria della trappola del reddito medio sono contrastanti (cfr. il grafico).

Grafico A

PIL pro capite nel 1960 e nel 2016 in 147 economie

(asse delle ascisse: logaritmo del PIL pro capite riferito agli Stati Uniti nel 1960; asse delle ordinate: logaritmo del PIL pro capite riferito agli Stati Uniti nel 2016)



Fonti: banca dati del progetto Maddison (versione 2018) e Bolt, J., Inklaar, R., de Jong, H. e van Zanden, J.L., "Rebasing 'Maddison': new income comparisons and the shape of long-run economic development", Research memorandum, vol. GD-174, Groningen Growth and Development Centre, 2018. Note: il "reddito medio" viene definito arbitrariamente come il reddito compreso tra il 10 per cento e il 50 per cento del PIL pro capite negli Stati Uniti. I punti gialli rappresentano le economie CESEE per le quali i dati sono disponibili. Un grafico simile è riportato in Agénor, P.R., Canuto, O. e Jelenic, M., "Avoiding Middle-Income Growth Traps", *Economic Premise* n. 98, Banca mondiale, 2012.

³¹ Rallentamenti di questo genere avvengono tipicamente dopo che i paesi hanno raggiunto un PIL pro capite di 10.000-11.000/15.000-16.000 dollari calcolato secondo la PPA in dollari del 2005. Cfr. Eichengreen, B., Park, D. e Shin, K., "When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China", NBER Working Paper, n. 16919, National Bureau of Economic Research, 2011, e Eichengreen, B., Park, D. e Shin, K., "Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap", *NBER Working Paper*, n. 18673, National Bureau of Economic Research, 2013.

³² Cfr. ad esempio Agénor, P.R., Canuto, O. e Jelenic, M., "Avoiding Middle-Income Growth Traps", *Economic Premise*, n. 98, Banca mondiale, 2012.

Sebbene dal 1960 solo un numero limitato di paesi a reddito medio sia riuscito a rientrare nel gruppo ad alto reddito, molti sono stati in grado di accorciare le distanze che li separavano dalle economie più avanzate.

A partire dal 2000 in alcuni dei paesi CESEE (ad esempio Lituania, Polonia e Romania) si è osservata una transizione particolarmente rapida e non si registrano segni tangibili di rallentamento nel ritmo del processo di convergenza. Allo stesso tempo, altri paesi CESEE membri della UE hanno avuto difficoltà a convergere verso la media della UE-28 superando i livelli già raggiunti fino al 2008. Questi andamenti eterogenei suggeriscono che mentre per alcuni paesi CESEE la teoria della trappola del reddito medio non è applicabile (perlomeno sulla base di quanto osservato finora), in altri paesi ci sono segnali evidenti di un rallentamento della convergenza dopo che un certo livello di reddito è stato raggiunto³³.

3.4.5 Qualità delle istituzioni

La qualità delle istituzioni viene vista come un fattore fondamentale della crescita economica, nonché degli scarti di sviluppo economico fra paesi diversi nel lungo periodo³⁴. Coerentemente, nei paesi CESEE si osserva altresì una forte correlazione fra la qualità delle istituzioni e il livello del PIL pro capite. Anche se le istituzioni sono endogene, sono cioè determinate dalla società e possono essere una funzione del reddito di quest'ultima, il loro miglioramento non è automatico con il progredire delle condizioni economiche.

I cambiamenti nella qualità delle istituzioni registrati nei decenni scorsi nell'area CESEE vanno analizzati nel contesto della transizione di questi paesi da economie pianificate a economie di mercato. Mentre la transizione nei nuovi Stati membri della UE è stata piuttosto rapida e ha avuto luogo perlopiù all'inizio degli anni '90, il ritmo di transizione nei Balcani occidentali è stato molto più lento. Ciò è ampiamente ascrivibile al "decennio perduto" dopo i conflitti in Jugoslavia, che ha generato ritardi nell'attuazione delle riforme. Di conseguenza, secondo l'indicatore di transizione elaborato dalla BERS, la maggior parte delle economie dei Balcani occidentali ha raggiunto un grado di transizione relativamente avanzato in ambiti come le privatizzazioni e la liberalizzazione dei prezzi solo agli inizi o alla metà degli anni duemila. Tuttavia, in molti ambiti (politiche di concorrenza e governance interna in particolare) sono ancora necessarie ulteriori riforme di mercato.

In concomitanza con la transizione verso l'economia di mercato, le istituzioni dei paesi CESEE hanno fornito maggiore sostegno alla crescita. Negli scorsi decenni la maggior parte delle economie CESEE è riuscita a conseguire miglioramenti significativi in ambiti quali il contrasto alla corruzione, la tutela dei diritti, l'efficacia delle amministrazioni pubbliche e la qualità della regolamentazione.

³³ Va sottolineato che un rallentamento può verificarsi in diverse fasi del processo. Ad esempio, alcuni paesi CESEE che hanno registrato un rallentamento nella convergenza sono già definiti come paesi ad alto reddito secondo la classificazione fornita dalla Banca mondiale. Ciononostante, i fattori che potrebbero ostacolare un'ulteriore convergenza potrebbero essere simili a quelli che si riscontrano nei paesi a reddito medio. Inoltre, le soglie per la classificazione del reddito sono in qualche misura arbitrarie.

³⁴ Sul ruolo delle istituzioni in tema di convergenza e crescita economica, cfr. il riquadro 2 del presente articolo, dal titolo "Teorie della convergenza e crescita economica".

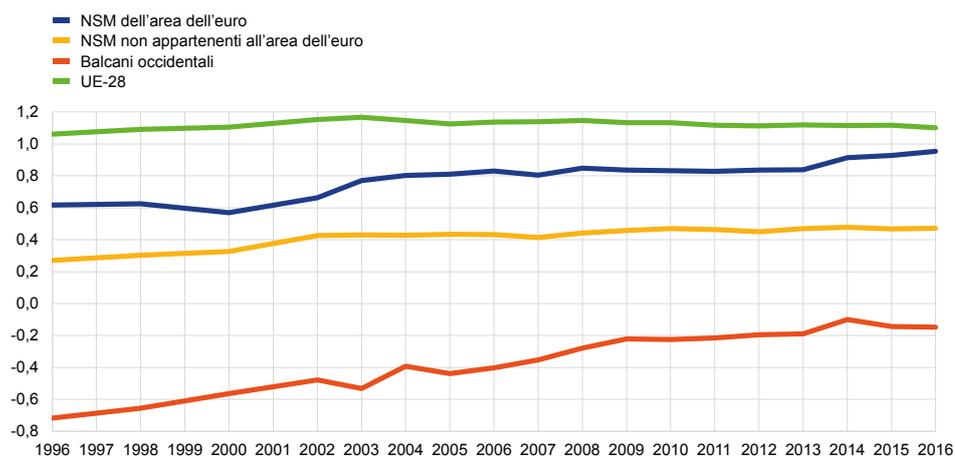
I miglioramenti più rapidi si sono osservati in alcune delle economie dei Balcani occidentali, sebbene il punto di partenza fosse molto basso, e nei paesi che avevano già adottato l'euro.

Tuttavia, nella maggior parte dei paesi CESEE la qualità delle istituzioni mostra ancora un divario ragguardevole se comparata con il livello medio dei paesi dell'Unione. Ciò riguarda in special modo i Balcani occidentali, dove la qualità delle istituzioni rimane particolarmente bassa a causa, fra gli altri fattori, del livello più elevato di corruzione, della più debole tutela dei diritti e della peggiore qualità della regolamentazione, mentre il contesto in cui operano le imprese è notevolmente penalizzato dalle carenze nel rispetto dei contratti, nella risoluzione delle insolvenze e nella registrazione degli immobili. Inoltre, va anche notato che i miglioramenti rilevati dagli indicatori di governance nei nuovi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro a partire dalla metà degli anni '90 sembrano aver subito una battuta d'arresto negli ultimi anni, in evidente contrapposizione con la situazione dei paesi CESEE che hanno aderito all'euro (cfr. grafico 20).

Grafico 20

Worldwide Governance Indicators (indice di efficacia)

(indice sintetico basato sulla media dei punteggi di quattro sub-indicatori)



Fonti: indicatori di governance a livello mondiale (World Governance Indicators, WGI) della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice di efficacia WGI è la media semplice dei seguenti sotto-indicatori: qualità della regolamentazione, efficacia delle amministrazioni pubbliche, contrasto alla corruzione e tutela dei diritti. Un indice più elevato indica un migliore risultato relativo in termini di qualità istituzionale.

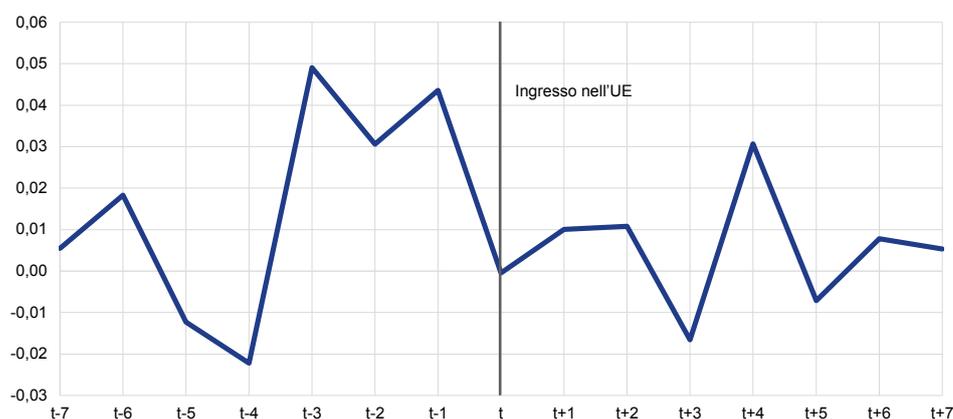
L'ingresso nella UE rappresenta un'importante ancora per le riforme istituzionali. Come illustrato nel grafico 21, nei nuovi Stati membri della UE gli sforzi più significativi per migliorare la qualità delle istituzioni risalgono agli anni precedenti l'ingresso nella UE, mentre in molti di essi da quel momento in poi il progresso è stato più contenuto, in particolare nei paesi che sono rimasti fuori dall'area dell'euro. Per quest'ultimo gruppo di paesi, sforzi volti a rafforzare la qualità delle istituzioni potrebbero produrre non solo una convergenza reale in tempi più rapidi, ma anche il rispetto dei criteri economici per l'adesione all'Unione monetaria così come previsto dal Trattato. I criteri in questione includono la stabilità dei prezzi e la solidità delle

politiche di bilancio, che forniscono sostegno alla crescita di lungo periodo e alla stabilità macroeconomica, aumentando la resistenza agli shock economici.

Grafico 21

Variazione annuale media dei WGI (indice di efficacia) nei nuovi Stati membri della UE rispetto all'anno di ingresso nella UE

(un punteggio più elevato indica risultati migliori)



Fonti: indicatori di governance a livello mondiale (World Governance Indicators, WGI) della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice di efficacia WGI è la media semplice dei seguenti sotto-indicatori: qualità della regolamentazione, efficacia delle amministrazioni pubbliche, contrasto alla corruzione e tutela dei diritti.

In media, i paesi CESEE che hanno aderito all'area dell'euro hanno anche mantenuto, negli anni scorsi, la loro positiva spinta riformatrice. Di conseguenza, la qualità delle istituzioni in tali paesi si è avvicinata alla media della UE. Si tratta di uno sviluppo positivo poiché a una migliore qualità delle istituzioni si associano prospettive di crescita più favorevoli. Inoltre, la solidità delle istituzioni rimane un elemento cruciale per garantire la sostenibilità della convergenza.

Parallelamente, la qualità delle istituzioni riveste anche un'importanza fondamentale per i Balcani occidentali ai fini del processo di ingresso nella UE. In questi paesi rafforzare ulteriormente la qualità delle istituzioni rimane essenziale non solo al fine di creare condizioni favorevoli alla crescita economica, ma anche per soddisfare i criteri di Copenaghen per l'ingresso nella UE. Tali criteri includono la stabilità delle istituzioni a presidio della democrazia e della tutela dei diritti, l'esistenza di un'economia di mercato funzionante e la capacità di far fronte, all'interno della UE, alle pressioni concorrenziali e alle forze di mercato. A loro volta, nei paesi in questione le prospettive di ingresso nella UE potrebbero fare da volano per le spinte riformatrici, portando a un miglioramento della qualità delle istituzioni così come accaduto nei paesi dell'area che sono già membri della UE.

4 Osservazioni conclusive

Durante il periodo preso in esame nel presente articolo, cioè dal 2000 in poi, per quanto riguarda il PIL pro capite le economie CESEE sono riuscite a ridurre i divari che le separavano dalla media della UE. Ciò ha evidenti effetti favorevoli sul benessere dei paesi interessati e costituisce uno sviluppo positivo nel contesto

dell'integrazione economica e monetaria con la, e all'interno della, UE. Tuttavia, il ritmo di convergenza fra i diversi paesi si è rivelato eterogeneo.

La maggior parte dei paesi CESEE che sono entrati a far parte della UE ha realizzato una convergenza relativamente rapida e alcuni di essi hanno già raggiunto livelli di PIL pro capite prossimi alla media della UE-28. A tal riguardo, l'ingresso nella UE ha rappresentato una spinta importante nel processo di convergenza, in particolare negli anni che hanno preceduto l'ingresso. Il ritmo di convergenza in assoluto più rapido si è osservato in alcuni dei paesi che hanno aderito all'euro (paesi baltici e Slovacchia in particolare) e in alcuni Stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro, come la Polonia. Il ritmo di convergenza delle economie dei Balcani occidentali che hanno la prospettiva di entrare a far parte della UE è stato, in media, più contenuto, e la distanza che le separa dalle economie della UE in termini di livelli di reddito rimane significativa. Nella maggior parte dei paesi CESEE il percorso di avvicinamento è stato più dinamico prima della crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, mentre dopo la crisi nella maggior parte dei paesi la convergenza verso i livelli della UE ha subito un rallentamento, in un contesto di minore crescita della PTF e di minore accumulazione di capitale.

Le economie CESEE che hanno raggiunto i migliori risultati in termini di ritmo di convergenza presentano alcune caratteristiche comuni. In primo luogo, la maggior parte di esse ha migliorato notevolmente la qualità delle proprie istituzioni. In secondo luogo, hanno incrementato la competitività esterna, in un contesto di crescente apertura commerciale e innovazione. In terzo luogo, la maggior parte di esse ha fatto registrare andamenti demografici favorevoli o ha incrementato in maniera significativa i propri tassi di partecipazione al mercato del lavoro. Le economie che hanno mostrato un ritmo di convergenza più sostenuto hanno anche fatto registrare miglioramenti considerevoli in termini di livelli di capitale umano (oppure avevano livelli di capitale umano che erano già fra i più alti della regione), nonché tassi di investimento tendenzialmente più alti rispetto agli altri paesi CESEE.

In prospettiva, numerose sfide attendono i paesi CESEE lungo il processo di convergenza. Essi dovranno migliorare ulteriormente la qualità istituzionale, orientare le proprie economie verso forme di produzione più innovative, dare nuovo slancio agli investimenti assicurandone la sostenibilità e contrastare gli effetti avversi dell'invecchiamento della popolazione. Rispetto ad altre, alcune di queste sfide sono più difficili da affrontare con strategie specifiche; tuttavia è necessario che i responsabili delle politiche a livello nazionale se ne facciano carico in uno sforzo volto a proseguire, e possibilmente accelerare, il processo di convergenza verso la UE.

L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro

a cura di Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite e Lia Vaz Cruz

Il presente articolo esamina l'impatto esercitato dal programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro. Dall'analisi emerge che il CSPP ha indotto un sensibile allentamento delle condizioni di finanziamento per le SNF dell'area, comportando, tra le altre cose, il calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie, il miglioramento delle condizioni di offerta sul mercato primario e l'aumento dei prestiti bancari alle SNF che non hanno accesso al finanziamento tramite ricorso alle obbligazioni. Le modalità operative del CSPP, in particolare le sue caratteristiche di flessibilità e adattabilità, riducono al minimo qualsiasi effetto che possa compromettere il funzionamento del mercato delle obbligazioni private.

1 Introduzione

Il CSPP è parte del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE e il suo obiettivo è conseguire un allentamento delle condizioni di finanziamento nell'economia reale. In termini generali, il CSPP consiste nell'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie (ossia, SNF e compagnie di assicurazione) aventi sede nell'area dell'euro. Esso consente alle imprese dell'area di migliorare il proprio accesso al credito, incrementare gli investimenti, creare posti di lavoro e sostenere, in tal modo, la complessiva crescita economica. Ciò rappresenta un presupposto fondamentale per il ritorno e l'assestamento dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Il CSPP è stato annunciato il 10 marzo 2016 e gli acquisti sono cominciati l'8 giugno successivo. Al momento dell'annuncio, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC era lievemente negativa e la crescita del PIL relativamente debole; i rischi per le prospettive erano inoltre orientati verso il basso. A marzo 2016 il Consiglio direttivo ha disposto un insieme di misure volte al perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi, tra le quali: a) un'ulteriore contrazione dei tassi di interesse di riferimento della BCE (il tasso di interesse sui depositi è stato ridotto di 10 punti base, passando dal -0,3 per cento al -0,4); b) una nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) a partire da giugno 2016, ciascuna con scadenza a quattro anni; c) un aumento degli acquisti mensili netti di attività nell'ambito del PAA da 60 a 80 miliardi; d) il CSPP. Tale insieme articolato di misure, teso a sfruttare le sinergie tra i diversi strumenti, è stato calibrato per conseguire un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento, stimolare l'offerta di nuovi crediti e, quindi, rafforzare la ripresa economica, nonché accelerare il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Nella riunione del 26 ottobre 2017, durante la quale sono state ricalibrate le misure relative al PAA, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti nell'ambito di tale programma fino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dell'inflazione coerente con il ritorno alla stabilità dei prezzi. Ha, inoltre, annunciato che, secondo quanto previsto dall'Eurosistema, il volume degli acquisti eseguiti nell'ambito dei tre programmi di acquisto del settore privato (l'ABSPP, il CBPP e il CSPP) rimarrà considerevole. Il valore contabile dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del CSPP ammonta attualmente a circa 150 miliardi di euro, pari al 6 per cento dell'intero PAA.

Un'ampia gamma di obbligazioni societarie, incluse le emissioni di importo più contenuto, è idonea all'acquisto nel quadro del CSPP. L'Eurosistema acquista titoli emessi da società non bancarie nei mercati sia primario sia secondario. Per risultare idonei all'acquisto, i titoli devono quanto meno essere stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Ciò significa che il requisito minimo di valutazione della qualità creditizia deve essere pari al grado 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema (corrispondente a una valutazione a lungo termine, secondo la regola del first best, di almeno BBB-, ossia investment grade, fornita da un'istituzione esterna specializzata nella valutazione del merito di credito). Oltre a essere stanziabili a garanzia delle operazioni con la BCE, i titoli acquistabili nell'ambito del CSPP devono essere denominati in euro¹, presentare una vita residua compresa fra 6 mesi e 31 anni al momento dell'acquisto ed essere emessi da una società non bancaria avente sede nell'area dell'euro. Non sono considerati idonei i titoli collocati da enti creditizi. La mancanza di un volume minimo di emissione che consenta agli strumenti di debito di risultare idonei ai fini del CSPP garantisce che siano acquistabili anche le obbligazioni emesse dalle piccole imprese, spesso responsabili di emissioni aventi volumi contenuti. Sono inoltre consentiti gli acquisti di strumenti di debito idonei con rendimento a scadenza negativo, purché tale rendimento al momento dell'acquisto risulti superiore al tasso applicato ai depositi presso la banca centrale. L'Eurosistema applica un limite alla quota detenuta per ciascun titolo pari al 70 per cento dell'emissione².

Il presente articolo valuta l'impatto del CSPP sulle condizioni di finanziamento delle SNF dell'area dell'euro e le sue implicazioni per il funzionamento del mercato delle obbligazioni societarie e per le condizioni di liquidità. La sezione 2 analizza l'impatto del CSPP sui finanziamenti alle imprese dell'area dell'euro esaminando le conseguenze che esso ha per: a) i differenziali sulle obbligazioni societarie; b) le emissioni del mercato primario delle obbligazioni; c) la struttura patrimoniale delle SNF dell'area; d) le più ampie condizioni di finanziamento delle SNF. La sezione 3 valuta le implicazioni del CSPP per il funzionamento del mercato delle obbligazioni societarie dell'area. La sezione 4 espone le conclusioni.

¹ Gli strumenti di debito denominati in valuta estera sono altresì considerati garanzie idonee in via temporanea.

² In casi specifici vengono applicati limiti inferiori relativi alla quota parte di un'emissione, ad esempio per i titoli collocati dal settore pubblico, il cui trattamento è coerente con quello previsto nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Per quanto concerne le aziende del settore pubblico, l'Eurosistema è tenuto al rispetto del divieto di finanziamento monetario sancito dall'articolo 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

2 Impatto sui finanziamenti alle imprese

2.1 Impatto sui costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro

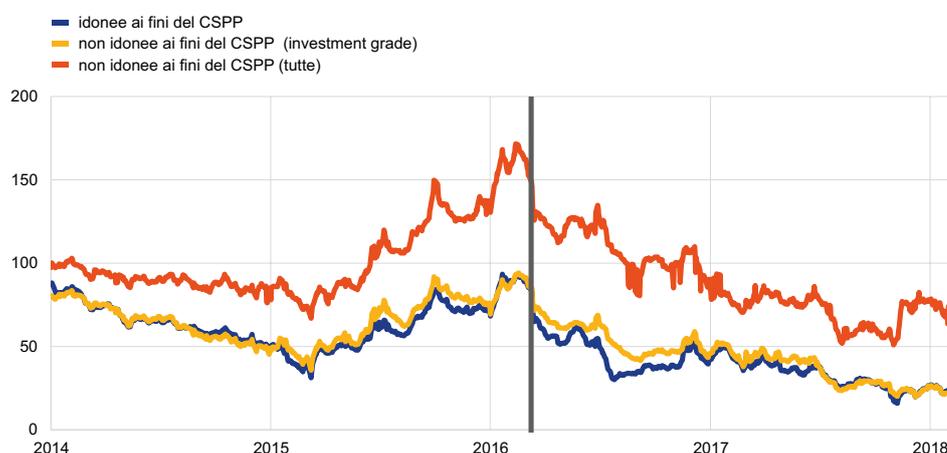
Gli andamenti dei differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni societarie e i tassi privi di rischio forniscono informazioni utili sull'impatto del CSPP. L'analisi dei differenziali sulle obbligazioni societarie consente di valutare isolatamente gli effetti del CSPP sui costi sostenuti dalle SNF per il finanziamento mediante ricorso ai mercati obbligazionari, mentre è probabile che le altre misure non convenzionali di politica monetaria annunciate a marzo 2016 dalla BCE abbiano contribuito a diminuire i rendimenti delle obbligazioni private riducendo il livello dei tassi privi di rischio.

Dall'annuncio del CSPP a marzo 2016 i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono contratti in misura costante (cfr. grafico 1)³. Nell'anno precedente l'annuncio i differenziali si erano considerevolmente ampliati. Il loro successivo calo fornisce una prima indicazione del miglioramento delle condizioni di finanziamento per le SNF in conseguenza delle misure di politica monetaria introdotte a marzo 2016. Inoltre, la riduzione dei differenziali non ha riguardato soltanto le obbligazioni idonee ai fini del CSPP, ma anche le obbligazioni societarie non idonee all'acquisto nel quadro del medesimo programma (ad esempio, le obbligazioni emesse dalle banche, le obbligazioni ad alto rendimento e le obbligazioni con una tipologia non idonea di cedola)⁴ a causa degli effetti di

Grafico 1

Differenziali sulle obbligazioni societarie - obbligazioni idonee e non idonee

(punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indici includono soltanto le obbligazioni senior non garantite. La linea verticale indica l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati dallo Z-spread. Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 febbraio 2018.

³ Il differenziale sulle obbligazioni societarie è misurato dallo Z-spread, che è il differenziale sulla curva dell'Euro interbank offered rate (EURIBOR) necessario per attualizzare un flusso finanziario prestabilito. Gli Z-spread sono essenzialmente determinati dalla qualità creditizia dell'emittente e sono economicamente paragonabili ai differenziali sul rendimento a scadenza dell'obbligazione.

⁴ Non sono considerate idonee le obbligazioni con una tipologia di cedola soggetta alla discrezione dell'emittente. Gli acquisti effettuati nel quadro del CSPP sono limitati alle tipologie di cedola che non risultano soggette alla discrezione dell'emittente per l'intero ciclo di vita dell'attività, in base ad analisi sia prospettiche sia retrospettive.

propagazione del CSPP nonché, più in generale, del PAA e delle altre misure di politica monetaria. Al diminuire dei rendimenti e dei differenziali delle obbligazioni acquistate dall'Eurosistema, gli investitori sono incentivati a riequilibrare i portafogli verso attività che hanno simili caratteristiche di rischio e dovrebbero dimostrarsi maggiormente remunerative.

L'analisi econometrica attribuisce al CSPP una quota rilevante del calo dei differenziali in atto da marzo 2016. Tenendo conto delle altre determinanti dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare del rischio di credito specifico delle obbligazioni, le evidenze empiriche suggeriscono che, rispetto al periodo precedente il CSPP e compreso tra il 1° aprile 2015 e il 9 marzo 2016⁵, il programma ha comportato nel periodo successivo, ossia dal 10 marzo 2016 alla fine di dicembre 2017, un calo medio dei differenziali sulle obbligazioni societarie pari a 25 punti base per le obbligazioni idonee, a 10 punti base per quelle non idonee di tipo investment grade e a 20 punti base per tutte le obbligazioni non idonee. Al CSPP è ascrivibile pressoché l'intera contrazione dei differenziali relativi alle obbligazioni idonee verificatasi dall'annuncio del programma (cfr. grafico 2)⁶. Uno studio di evento controllato⁷, focalizzato sulle due settimane successive all'annuncio del programma, fornisce ulteriori conferme di tali risultati. Esso suggerisce che l'annuncio del CSPP abbia indotto buona parte del calo dei differenziali registratosi sulle obbligazioni societarie in tale periodo. Inoltre, la riduzione dei differenziali relativa alle due settimane in esame è stata più consistente per le obbligazioni idonee delle SNF che per quelle non idonee emesse dalle banche. Analogamente, le obbligazioni non idonee ad alto rendimento, pur evidenziando un calo dei differenziali superiore in termini assoluti⁸, ne hanno registrato uno inferiore in termini relativi rispetto alle obbligazioni idonee delle SNF se si confrontano i rispettivi livelli precedenti l'annuncio del programma. Altri studi incentrati sul mercato primario delle obbligazioni⁹ e su quello dei credit default swap (CDS)¹⁰ giungono a conclusioni simili.

A causa della contrazione dei differenziali sulle obbligazioni societarie da marzo 2016, sono diminuiti i premi per il rischio di credito nel settore finanziario e nel segmento ad alto rendimento delle SNF. Al contrario, per

⁵ Prima del 1° aprile 2015 l'impatto maggiore sui prezzi delle attività era esercitato dal PSPP. Pertanto, l'analisi econometrica considera il periodo successivo a tale data.

⁶ I risultati si basano su un'analisi di dati panel in cui i (logaritmi dei) differenziali sulle obbligazioni societarie di singoli titoli obbligazionari denominati in euro emessi nell'Unione europea sono stati scomposti nelle loro determinanti nell'arco temporale giornaliero da aprile 2015 a dicembre 2017. Il rischio di credito specifico delle obbligazioni e gli altri premi a termine sono stimati mediante l'impiego di rating creditizi variabili nel tempo specifici dell'obbligazione, tassi cedolari, consistenze in essere e caratteristiche dell'azienda, come la distanza dal default. Si tiene conto dei fattori dal lato della domanda aggregata utilizzando effetti fissi temporali per paese e per settore.

⁷ Cfr. il riquadro *Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario*, nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

⁸ Cfr. Abidi, N. e Miquel-Flores, I., "Who benefits from the corporate QE? A regression discontinuity design approach", *Working Paper Series*, n. 2145, BCE, aprile 2018.

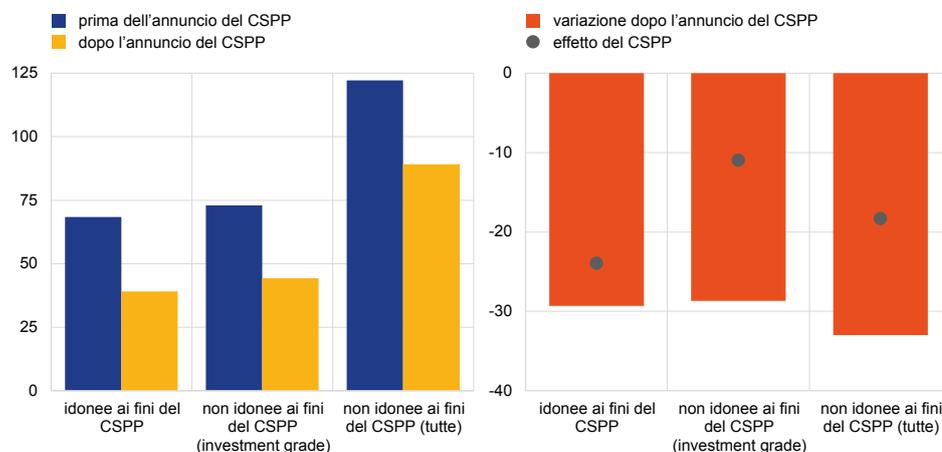
⁹ Cfr. Zaghini, A., "Il CSPP in azione: eterogeneità nei rendimenti e il canale di ribilanciamento dei portafogli", *Temì di Discussione*, n. 1157, Banca d'Italia, dicembre 2017.

¹⁰ Cfr. Cecchetti, S., "Un'analisi quantitativa dei premi per il rischio nel mercato dei titoli obbligazionari privati", *Temì di Discussione*, n. 1141, Banca d'Italia, ottobre 2017.

Grafico 2

Differenziali sulle obbligazioni societarie prima e dopo l'annuncio del CSPP

(punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indici includono soltanto le obbligazioni senior non garantite. Nel riquadro di sinistra, gli istogrammi blu indicano i differenziali medi tra il 1° aprile 2015 e il 9 marzo 2016 e gli istogrammi gialli indicano i differenziali medi tra il 10 marzo 2016 e il 31 dicembre 2017. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati dallo Z-spread.

il segmento delle SNF investment grade, ricompreso nel CSPP, il “premio obbligazionario eccedente” (definito come la deviazione basata sul modello dei differenziali sulle obbligazioni societarie dalle regolarità storiche, tenuto conto delle caratteristiche di rischio)¹¹, sebbene al di sotto della propria media storica, è significativamente superiore al suo più basso valore di sempre, registrato prima della crisi finanziaria mondiale (cfr. grafico 3).

Grafico 3

Premi obbligazionari eccedenti nell'area dell'euro per settore

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters, Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.

Note: il premio obbligazionario eccedente è la deviazione dei differenziali sulle obbligazioni societarie rispetto al rischio di credito dell'emittente. Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 gennaio 2018.

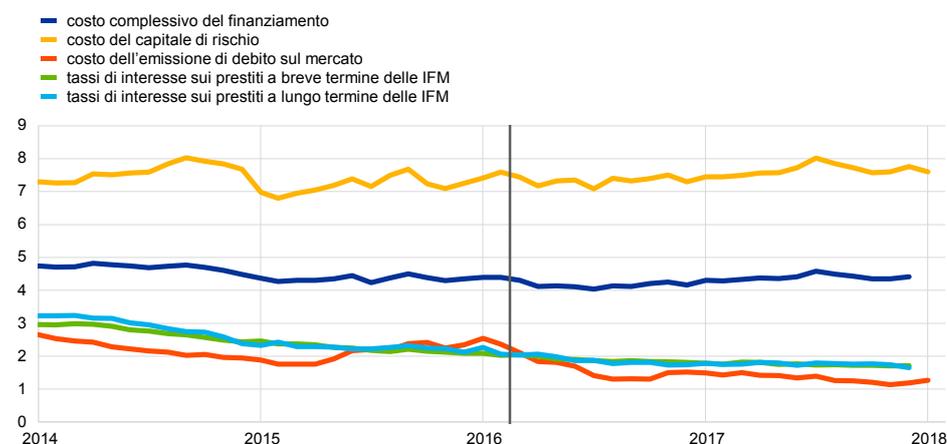
¹¹ Cfr. De Santis, R., “Credit spreads, economic activity and fragmentation”, *Working Paper Series*, n. 1930, BCE, luglio 2016

Al di là del previsto impatto sui differenziali delle obbligazioni societarie, il CSPP avrebbe anche esercitato più ampi effetti sulle condizioni di finanziamento delle SNF (cfr. grafico 4). Il calo stimato dei differenziali sulle obbligazioni societarie che può essere direttamente ricondotto al CSPP comporta solo una diminuzione di pochi punti base della media ponderata dei costi di finanziamento delle SNF, in quanto il mercato dei titoli di debito rappresenta soltanto il 19,2 per cento del debito in essere delle SNF e il 10,6 per cento del loro volume di finanziamento esterno. Tuttavia, si dovrebbe tenere conto non soltanto dell'impatto diretto del CSPP nel ridurre i differenziali sulle obbligazioni societarie, ma anche degli effetti indiretti che lo stesso esercita su altri elementi del costo di finanziamento delle SNF. Una metrica indiretta che coglie i costi di finanziamento delle società è costituita dagli indici delle condizioni finanziarie, che hanno l'obiettivo di sintetizzare le informazioni sullo stato futuro dell'economia contenute nelle variabili finanziarie attuali. L'analisi empirica suggerisce che tali indici siano fortemente influenzati dalle variazioni dei differenziali sulle obbligazioni societarie, persino in casi in cui queste ultime non sono ricomprese in alcun indice (cfr. grafico 5)¹².

Grafico 4

Costo nominale del finanziamento esterno per le SNF

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters, Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.

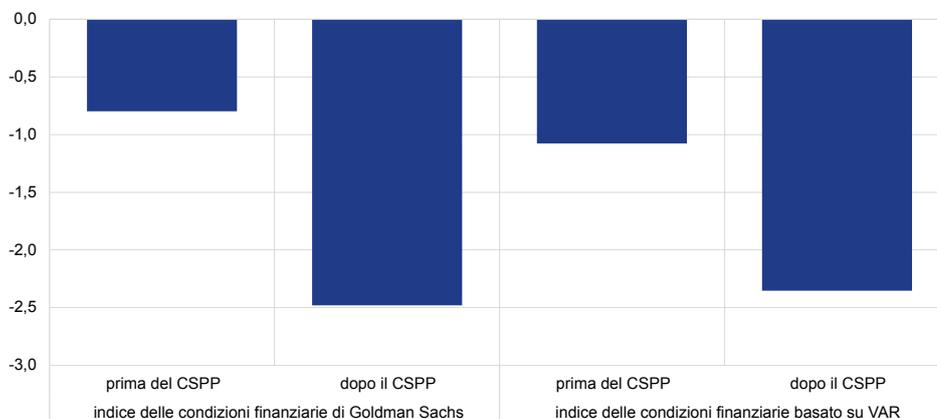
Note: la linea verticale indica l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2017 per i tassi di interesse sui prestiti delle IFM e a dicembre 2017 per il costo del capitale di rischio e dell'emissione di debito sul mercato.

¹² Si considerano due indici delle condizioni finanziarie: l'indice di Goldman Sachs e un indice costruito come media ponderata dell'overnight index swap (OIS) a un anno, dell'OIS a dieci anni, del tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro nei confronti delle valute di 38 partner commerciali e dell'indice azionario ampio Dow Jones EURO STOXX. I pesi basati sull'autoregressione vettoriale (VAR) sono ottenuti dalle risposte a impulso cumulate dell'inflazione misurata sullo IAPC a uno shock in ciascuna delle quattro variabili finanziarie su un orizzonte di 12 mesi desunto da VAR che includono un indicatore per volta e una serie di variabili macroeconomiche di controllo.

Grafico 5

Correlazione tra un calo di 50 punti base dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e gli indici standardizzati delle condizioni finanziarie

(funzioni generalizzate di risposta agli impulsi, deviazioni standard)



Fonti: Bloomberg, iBoxx, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: le funzioni generalizzate di risposta agli impulsi sono ottenute da VAR bivariate giornaliere con i differenziali sulle obbligazioni societarie e due diversi indici delle condizioni finanziarie. Le funzioni generalizzate di risposta agli impulsi mostrano gli shock generati dai differenziali sulle obbligazioni societarie. Gli indici delle condizioni finanziarie sono standardizzati nei sottoperiodi. "Prima del CSPP" indica il periodo compreso tra il 1° giugno 2014 e il 9 marzo 2016. "Dopo il CSPP" indica il periodo compreso tra il 10 marzo 2016 e il 7 febbraio 2018.

2.2 Impatto del CSPP sull'emissione di obbligazioni societarie

Il CSPP sembra aver contribuito al miglioramento delle condizioni di offerta sui mercati primari delle obbligazioni societarie, in particolare per gli emittenti idonei.

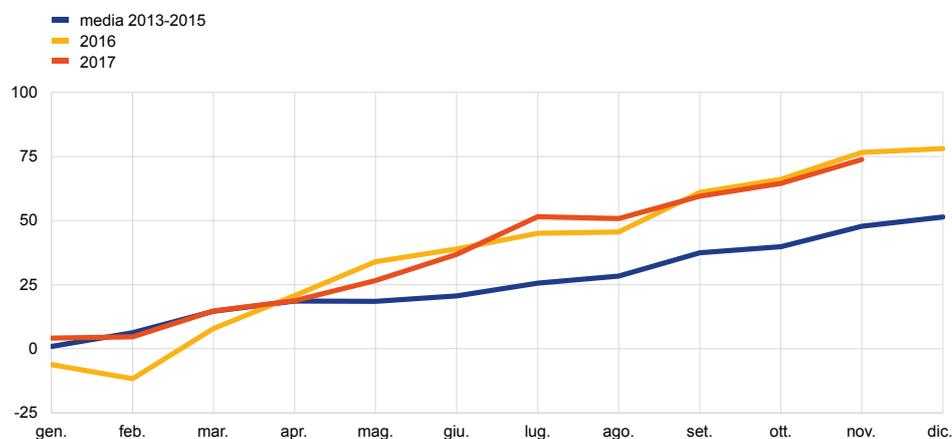
Dopo l'annuncio del CSPP a marzo 2016, le emissioni nette da parte delle SNF hanno immediatamente registrato un aumento, permanendo da allora più sostenute rispetto agli anni precedenti (cfr. grafico 6). Tale tendenza è particolarmente evidente tra le SNF con sede in Francia, nei Paesi Bassi e, in misura minore, in Italia (cfr. grafico 7). Su base lorda, le emissioni sono inoltre rimaste concentrate in un numero relativamente esiguo di paesi. Dall'annuncio del programma si è registrato, nello specifico, un aumento delle emissioni da parte delle SNF con sede in Germania, Spagna, Francia e Italia¹³. Per contro, le banche, le cui obbligazioni non sono idonee all'acquisto nel quadro del CSPP e che, a differenza delle SNF, hanno accesso alle OMRLT, hanno ridotto le proprie attività di raccolta mediante l'emissione di obbligazioni.

¹³ La scomposizione delle emissioni per paese può risultare difficile in quanto alle società è consentito emettere debito avvalendosi di filiazioni presenti in altri paesi dell'area dell'euro.

Grafico 6

Emissioni nette di titoli di debito a lungo termine denominati in euro da parte delle SNF dell'area

(miliardi di euro; flussi mensili cumulati)



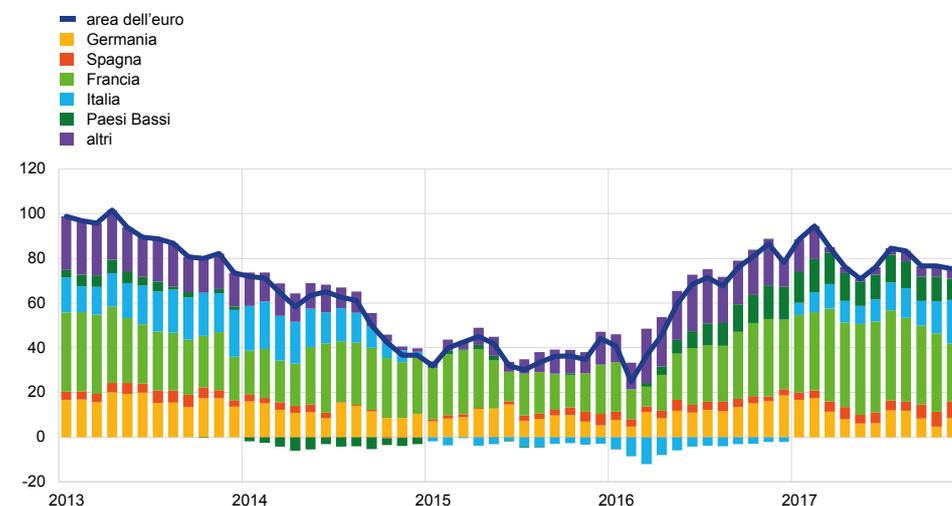
Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2017.

Grafico 7

Emissioni nette di titoli di debito a lungo termine denominati in euro da parte delle SNF di alcuni paesi dell'area

(miliardi di euro; flussi annuali)



Fonte: BCE.

Note: la scomposizione è eseguita secondo il paese di residenza dell'emittente. Le emissioni nette includono sia le nuove emissioni sia le vendite di emissioni passate (ossia, le riaperture di emissioni). Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2017.

Al contempo, si è innalzata la scadenza delle obbligazioni di nuova emissione idonee ai fini del CSPP.

Tra marzo 2016 e ottobre 2017, la vita residua media delle obbligazioni in essere non garantite di categoria senior e di qualità investment grade emesse dalle SNF ha subito un incremento, passando da 8,9 a 9,3 anni, che corrisponde a un prolungamento della scadenza pari a circa cinque mesi. Tale variazione è superiore rispetto a quella registrata tra giugno 2014 e l'annuncio del CSPP, ossia in un periodo in cui l'Eurosistema

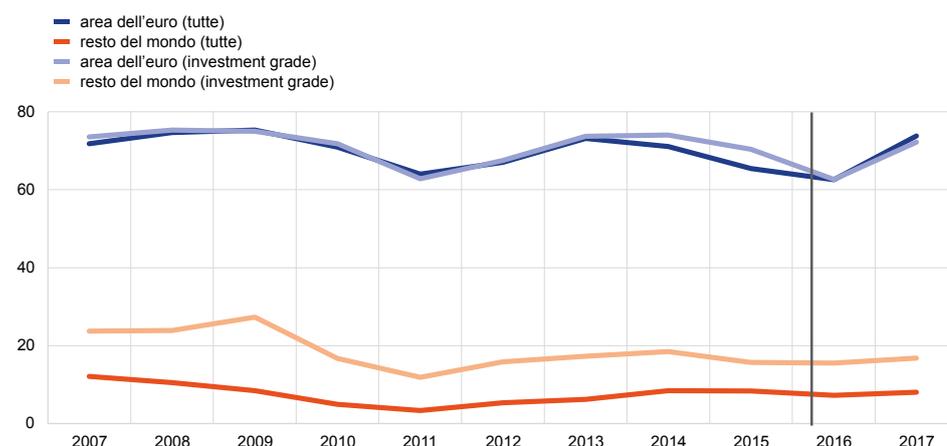
ha avviato altre importanti misure non convenzionali di politica monetaria. Se la vita residua delle obbligazioni in essere emesse dalle SNF si è allungata in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro, le obbligazioni in essere emesse dalle banche, non idonee all'acquisto nell'ambito del programma, non hanno evidenziato incrementi della vita residua nei diversi paesi.

Infine, il CSPP sembra aver riportato le preferenze delle SNF verso l'emissione di obbligazioni denominate in euro secondo i livelli registrati prima del 2015. Nel periodo del CSPP, la quota di emissioni di obbligazioni idonee denominate in euro da parte delle SNF sul totale delle rispettive emissioni obbligazionarie è aumentata, raggiungendo nel 2017 livelli che non si registravano dall'inizio del 2015 (cfr. grafico 8). Tale evoluzione in favore di attività denominate in euro non si osserva per le obbligazioni non idonee emesse dalle SNF in altre giurisdizioni o dal settore bancario dell'area dell'euro, inducendo ad attribuire al programma almeno parte del cambiamento relativo alla valuta in cui sono state denominate le obbligazioni emesse dalle SNF dell'area nel periodo di vigenza del CSPP.

Grafico 8

Quota di debito emesso in euro dalle SNF dell'area e dalle SNF del resto del mondo

(valori percentuali)



Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee relative alle voci "area dell'euro" mostrano le nuove emissioni obbligazionarie denominate in euro come quota del totale delle nuove emissioni obbligazionarie da parte delle SNF con sede nell'area dell'euro. Le linee relative alle voci "resto del mondo" mostrano le nuove emissioni obbligazionarie denominate in euro come quota del totale delle nuove emissioni obbligazionarie da parte di tutte le SNF con sede al di fuori dell'area dell'euro. La linea verticale indica l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2017.

2.3 Impatto del CSPP sulla struttura patrimoniale delle SNF dell'area dell'euro e ricadute indirette sui prenditori non idonei ai fini del CSPP

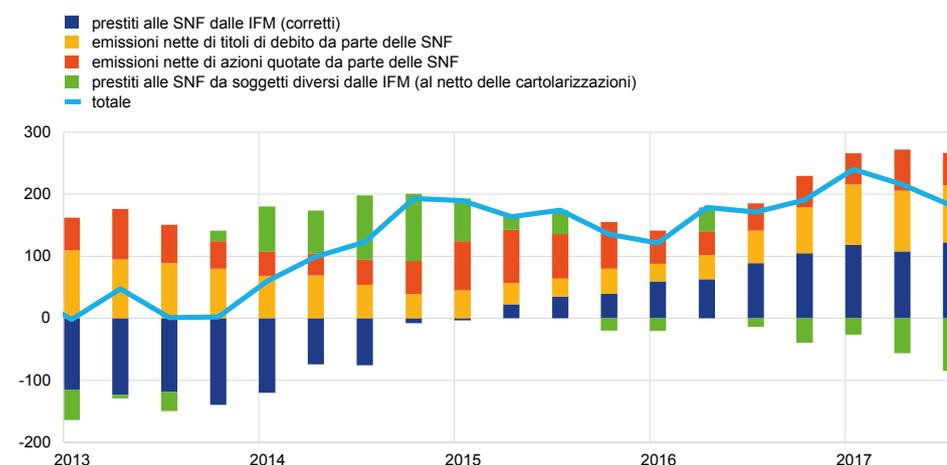
L'aumento delle emissioni obbligazionarie delle SNF suggerisce uno spostamento di alcune aziende dal finanziamento di tipo bancario a quello mediante il ricorso ai mercati. Dall'annuncio del CSPP le emissioni nette di obbligazioni da parte del settore delle SNF sono complessivamente aumentate rispetto al flusso netto di prestiti erogati alle SNF dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) (cfr. grafico 9). Le SNF le cui obbligazioni sono idonee all'acquisto nel quadro

del CSPP sembrano, in certa misura, aver sostituito il finanziamento bancario con il finanziamento obbligazionario. In un campione di 534 SNF dell'area dell'euro, le 113 con obbligazioni idonee ai fini del CSPP hanno evidenziato un incremento della quota di obbligazioni all'interno della loro struttura complessiva di finanziamento, con la media tra le varie aziende in aumento dal 64 per cento di fine 2015 al 66 per cento nel secondo trimestre del 2017 (cfr. grafico 10, riquadro di sinistra). Nello stesso periodo, per contro, la quota di prestiti bancari di più lunga scadenza è scesa in media dal 24 al 21 per cento. Al contempo, le 421 SNF le cui obbligazioni non sono idonee ai fini del CSPP non hanno modificato la propria struttura di finanziamento (cfr. grafico 10, riquadro di destra). Grosse-Rueschkamp, Steffen e Streitz¹⁴, nonché Arce, Gimeno e Mayordomo¹⁵ pervengono a risultati simili, riscontrando che, in alcuni paesi, il CSPP ha determinato la sostituzione dei finanziamenti bancari con quelli obbligazionari tra le grandi società idonee ai fini del programma.

Grafico 9

Flussi di finanziamento esterno delle SNF

(miliardi di euro; flussi trimestrali, somme di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i prestiti di soggetti diversi dalle IFM comprendono i crediti concessi alle SNF da altri intermediari finanziari (AIF) e da compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP). Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2017.

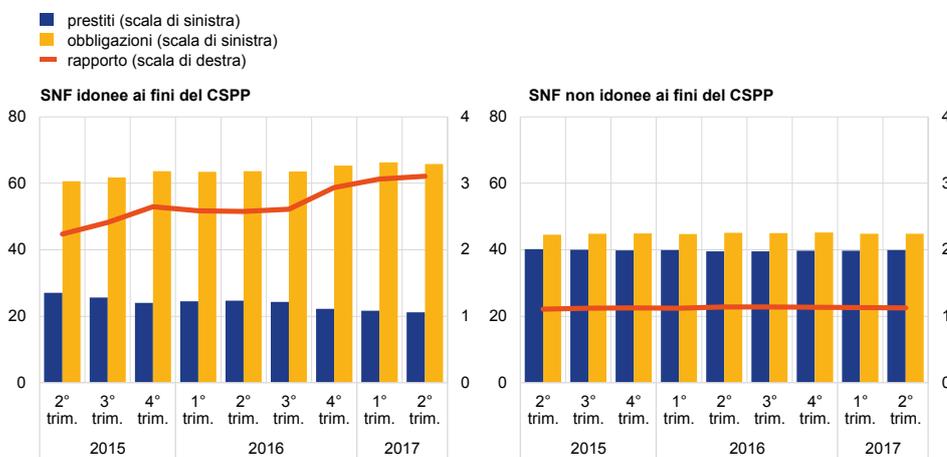
¹⁴ Cfr. Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. e Streitz, D., *Cutting out the middleman – The ECB as corporate bond investor*, SSRN, ottobre 2017.

¹⁵ Cfr. Arce, Ó. Gimeno, R. e Mayordomo, S., "Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE", *Working Papers*, n. 1743, Banco de España, 2017.

Grafico 10

Struttura di finanziamento delle SNF: idonee e non idonee

(valori percentuali)



Fonti: S&P Capital IQ ed elaborazioni della BCE.

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

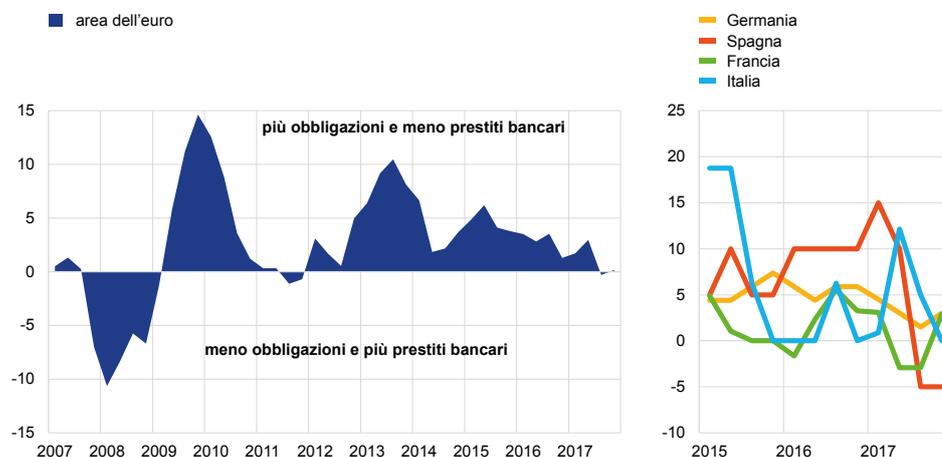
Nonostante l'aumento dei finanziamenti obbligazionari di alcune aziende, a livello aggregato il flusso dei prestiti bancari non ha subito ricadute negative. Al contrario, il flusso netto di prestiti erogati dalle IFM al settore delle SNF è stato positivo e ha persino mostrato un incremento dall'annuncio del CSPP (cfr. grafico 9). Le evidenze desunte dai modelli, di fatto, suggeriscono che nel 2016 i flussi dei prestiti delle IFM alle SNF sono rimasti collegati in modo relativamente stretto alle loro determinanti fondamentali, mentre l'emissione di titoli di debito ha registrato livelli ben al di sopra di quelli connessi ai fattori fondamentali¹⁶. Tali andamenti sono confermati dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. Il CSPP non ha invertito il calo della percezione tra le banche che le SNF ricorrano maggiormente ai finanziamenti sul mercato che a quelli bancari per soddisfare il proprio fabbisogno di fondi (cfr. grafico 11). Nell'edizione dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro relativa al quarto trimestre del 2017, la percentuale netta di banche ad aver dichiarato che le SNF preferiscono ricorrere ai finanziamenti di mercato piuttosto che ai prestiti bancari è marcatamente scesa al di sotto dei livelli registrati in occasione dell'annuncio del CSPP a marzo 2016, raggiungendo il punto più basso dalla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro.

¹⁶ Nel 2017, al contrario, l'emissione di titoli di debito è scesa ben al di sotto del livello determinato dai fattori fondamentali; ciò sarebbe in parte dovuto alla copertura del fabbisogno di finanziamenti di breve periodo da parte delle aziende mediante l'incremento degli utili non distribuiti, il maggiore ricorso ai prestiti bancari e il frontloading delle emissioni obbligazionarie al 2016. Inoltre, l'attività di fusioni e acquisizioni ha continuato a rallentare, riducendo la domanda di finanziamento esterno.

Grafico 11

Finanziamenti sul mercato e prestiti bancari delle IFM alle SNF - indicatore della sostituzione dei finanziamenti desunto dall'indagine sul credito bancario

(valori percentuali netti; medie mobili di due trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: l'indicatore è costruito utilizzando la domanda 7 dell'indagine, che valuta se "l'emissione/il rimborso dei titoli di debito" sia un fattore che influenza la domanda di prestiti alle imprese. Una percentuale netta positiva (negativa) indica che le banche registrano un calo (aumento) della domanda di prestiti bancari imputabile a un aumento (calo) delle emissioni obbligazionarie. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2017.

Considerate congiuntamente, tali osservazioni indicano che il CSPP potrebbe aver liberato disponibilità nei bilanci delle banche per l'erogazione di prestiti ad aziende non idonee ai fini del programma. Con il complessivo incremento dei prestiti netti delle IFM al settore delle SNF e con l'allontanamento delle imprese idonee ai fini del CSPP dai crediti bancari, le SNF con accesso limitato o nullo ai mercati obbligazionari potrebbero aver indirettamente beneficiato del programma, dato l'ampliamento dell'offerta di prestiti nei loro confronti da parte delle banche. Sebbene sia difficile attribuire al CSPP le variazioni degli andamenti dell'offerta di credito bancario, vi sono evidenze a sostegno dell'ipotesi che il programma possa aver fornito un contributo positivo all'offerta di finanziamenti bancari alle aziende non idonee ai fini del programma, in particolare a quelle più piccole. In particolare, la percentuale netta di piccole e medie imprese (PMI) che nell'indagine sull'accesso al finanziamento delle aziende (SAFE) segnalano miglioramenti nella disponibilità delle banche a erogare crediti è lievemente aumentata nella prima metà del 2016 (cfr. grafico 12), quando il CSPP è stato annunciato ed è divenuto operativo. Ciò è stato particolarmente evidente in Francia, dove le imprese hanno rappresentato un'ampia quota della più alta emissione obbligazionaria registrata dall'annuncio del CSPP (cfr. grafico 12, linea verde). Al contempo, Arce, Gimeno e Mayordomo¹⁷ offrono un'evidenza econometrica diretta della crescita dei prestiti alle imprese non idonee ai fini del CSPP in Spagna in corrispondenza dell'annuncio del programma, mentre Grosse-Rueschkamp, Steffen e Streitz¹⁸ sostengono che i volumi erogati da banche aventi nei loro portafogli una quota consistente di prenditori idonei ai fini del CSPP hanno subito un incremento maggiore rispetto a quelli concessi da banche con una quota inferiore di tale tipologia di prenditori.

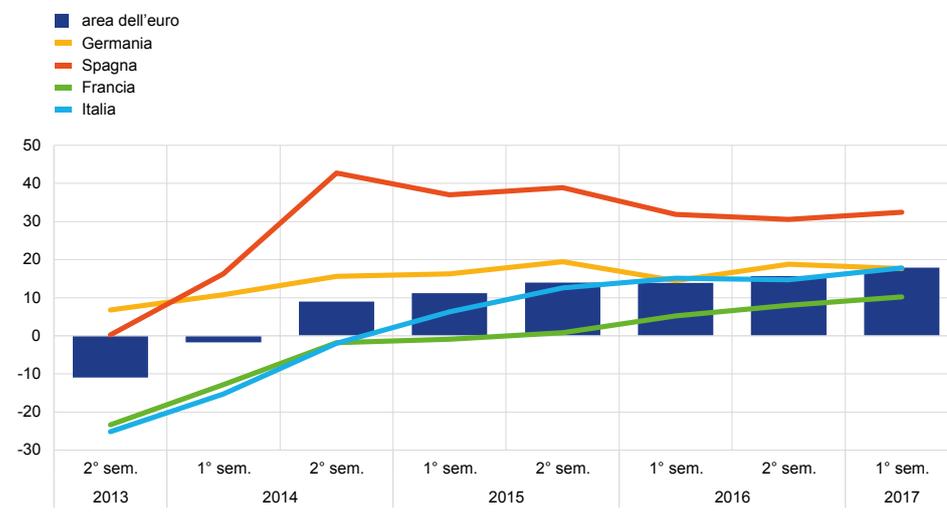
¹⁷ Arce, Gimeno e Mayordomo, op. cit.

¹⁸ Grosse-Rueschkamp, Steffen e Streitz, op. cit.

Grafico 12

Variazione della disponibilità delle banche a erogare credito alle PMI nell'area dell'euro e in alcuni paesi al suo interno

(semestre precedente; percentuali nette di intervistati)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati desunti dalle edizioni dell'indagine SAFE dalla 10 (ottobre 2013 - marzo 2014) alla 17 (aprile - settembre 2017).

3 Impatto del CSPP sul funzionamento del mercato secondario e sulle condizioni di liquidità

Nel calibrare l'attuazione del CSPP, l'Eurosistema tiene conto degli impatti sul funzionamento del mercato e sulla liquidità. Il CSPP si propone di incidere sulle condizioni generali di mercato per sostenere il credito all'economia reale cercando di evitare indebite distorsioni del mercato. La calibrazione dei parametri del programma, inclusi l'ammontare complessivo degli acquisti, la quota di partecipazione nei mercati primario e secondario, la distribuzione tra i diversi paesi, settori o aziende, nonché il quadro generale di gestione dei rischi, è progettata ed eseguita per ridurre al minimo i possibili effetti negativi sul funzionamento del mercato delle obbligazioni societarie. Tale obiettivo di "neutralità rispetto al mercato" è perseguito mediante la flessibilità e l'adeguamento alle condizioni dello stesso.

È possibile impiegare diversi indicatori per valutare se l'attuazione del CSPP sia coerente con il principio di neutralità rispetto al mercato che orienta il PAA.

L'infrastruttura, la liquidità e il funzionamento del mercato hanno carattere dinamico e subiscono l'influenza di una moltitudine di fattori che esulano dai programmi di politica monetaria. Pertanto, non è possibile attribuire al CSPP tutte le variazioni del funzionamento e della liquidità del mercato. Ad esempio, sviluppi geopolitici, tendenze stagionali ed eventi riguardanti un emittente o il settore possono generare effetti sulle condizioni generali del mercato o sui rendimenti obbligazionari di un singolo emittente.

3.1 Funzionamento del mercato

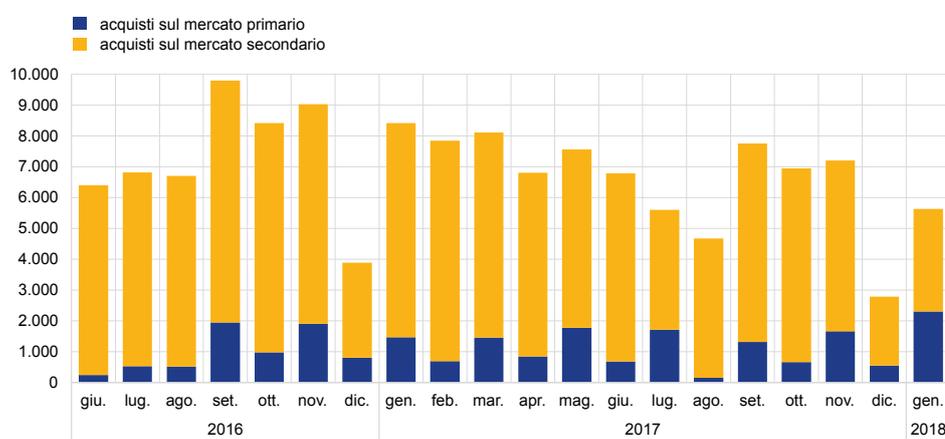
La possibilità di adeguare i volumi degli acquisti mensili eseguiti nell'ambito del CSPP consente un'attuazione flessibile del programma in risposta al variare delle condizioni del mercato, incluse le diverse emissioni

e attività sul mercato secondario. Le emissioni sul mercato primario e le condizioni di liquidità su quello secondario seguono una ben nota dinamica (solitamente forte a inizio anno e in diminuzione durante l'estate e verso la fine dell'anno). Tali andamenti sono utilizzati come input nella pianificazione dei volumi degli acquisti mensili da effettuare nel quadro del CSPP. Qualora le condizioni si rivelino radicalmente diverse da quelle previste, è possibile adeguare il CSPP aumentando o riducendo gli acquisti rispetto al progetto iniziale. Dall'avvio del programma, gli acquisti mensili netti eseguiti nell'ambito del CSPP hanno evidenziato considerevoli oscillazioni, passando da circa tre miliardi nei mesi di scarsa liquidità del mercato e ridotta attività sul mercato primario a quasi dieci miliardi nei mesi più attivi (cfr. grafico 13).

Grafico 13

Acquisti netti sui mercati primario e secondario eseguiti nel quadro del CSPP

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2018.

La flessibilità della suddivisione del CSPP tra acquisti sui mercati primario e secondario fornisce un ulteriore mezzo di adeguamento alle condizioni del mercato.

L'Eurosistema non ha un obiettivo prestabilito di suddivisione dei volumi complessivi di acquisto tra i mercati primario e secondario. Ciò le consente di adeguarsi al mutamento delle condizioni di emissione sul mercato primario e a quelle di liquidità sul mercato secondario, che possono rivelarsi imprevedibili. Il grafico 13 mostra la variabilità della suddivisione degli acquisti tra mercato primario e secondario. Nel complesso, quando partecipa alle emissioni sul mercato primario, l'Eurosistema punta a bilanciare l'obiettivo dei volumi di acquisto nell'ambito del programma con la necessità di garantire il funzionamento continuo del mercato. Analogamente, quando esegue acquisti sul mercato secondario, tiene conto, tra le altre cose, delle condizioni generali del mercato e della scarsità di strumenti di debito specifici.

Il portafoglio dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del CSPP è contenuto in termini relativi e ciò riduce il rischio di impatti ingenti e negativi sul funzionamento del mercato.

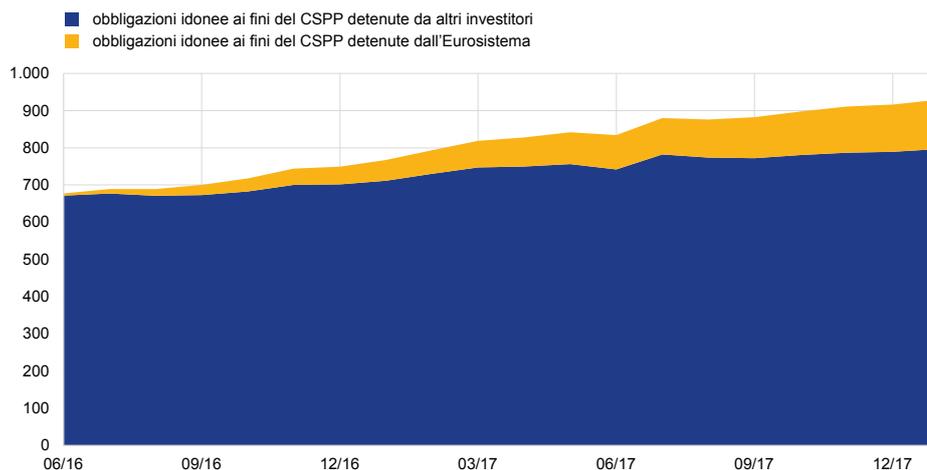
A quasi due anni dall'attuazione del programma, il totale delle quote detenute ammonta a circa 150 miliardi di euro (al costo ammortizzato) e costituisce attualmente il 17 per cento dell'universo dei titoli idonei ai

fini del CSPP. Tuttavia, a causa dell'aumento delle emissioni descritto nella sezione precedente, è cresciuto in termini assoluti anche il volume dei titoli idonei detenuto da altri operatori di mercato (cfr. grafico 14). L'importante ruolo che gli altri operatori hanno continuato a svolgere riduce al minimo l'impatto sulla determinazione e sul meccanismo di rivelazione dei prezzi.

Grafico 14

Universo dei titoli idonei ai fini del CSPP e quota detenuta dall'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonti: banca dati delle attività idonee (Eligible Assets Database, EADB) ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2018.

3.2 Condizioni di liquidità

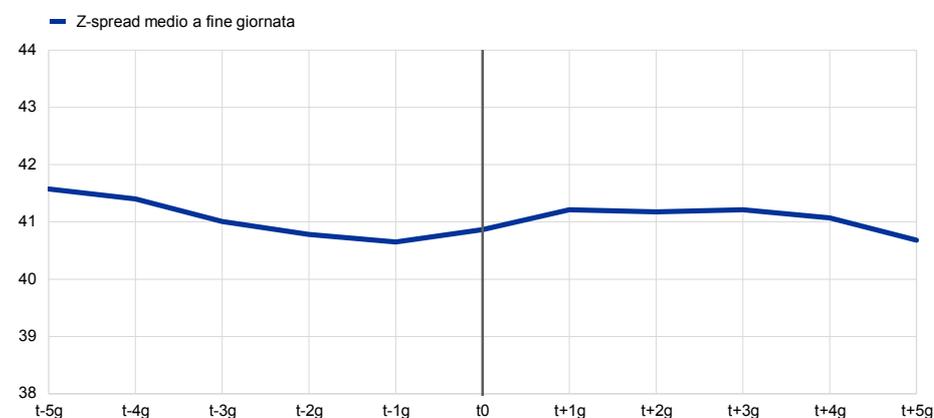
È complesso valutare l'impatto che il CSPP esercita sulla liquidità del mercato, poiché non è agevole quantificare quest'ultima mediante una semplice statistica. Di solito, si definiscono liquidi i mercati nei quali un operatore è in grado di eseguire una transazione senza generare impatti consistenti sui prezzi. Per seguire tale aspetto nel tempo in modo completo è necessario l'ausilio di diversi indicatori quantitativi.

Una valutazione delle singole operazioni suggerisce che l'impatto di breve termine delle negoziazioni avvenute nel quadro del CSPP sul mercato è stato contenuto. Per valutare l'impatto è stato condotto uno studio di evento incentrato sulle operazioni più consistenti effettuate nell'ambito del CSPP. Secondo lo studio, tali operazioni non hanno avuto impatti rilevanti sulla fissazione dei prezzi delle obbligazioni sul mercato, dal momento che i differenziali dei titoli interessati non hanno subito significative modifiche prima e dopo le operazioni (cfr. grafico 15). Pertanto, mentre il CSPP potrebbe aver contribuito alla generale compressione dei differenziali sui mercati delle obbligazioni societarie, le singole operazioni non avrebbero avuto un impatto distorsivo sulla determinazione dei prezzi di specifici titoli. Si può quindi concludere che il processo di formazione dei prezzi relativi sia sostanzialmente inalterato.

Grafico 15

Impatto delle grandi operazioni eseguite nel quadro del CSPP sui differenziali

(punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico si basa sulle 58 maggiori operazioni compiute nell'ambito del CSPP sul mercato secondario, nel quale non sono state eseguite altre operazioni connesse al programma nei cinque giorni precedenti e successivi e sono disponibili per tutti i giorni le informazioni relative ai prezzi.

L'evoluzione dell'entità media delle operazioni condotte nel quadro del CSPP suggerisce inoltre il permanere su livelli adeguati delle condizioni di liquidità (cfr. grafico 16).

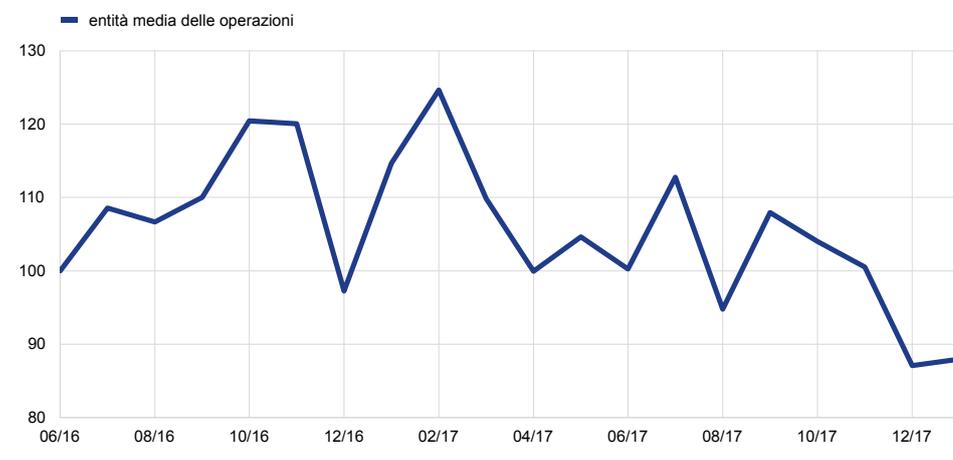
Se dall'avvio del CSPP le condizioni di liquidità si fossero deteriorate, molto probabilmente l'Eurosistema avrebbe dovuto adeguarsi ricorrendo a un numero maggiore di operazioni di più piccola entità.

Un'analisi dell'entità media di tutte le operazioni condotte nell'ambito del CSPP sul mercato secondario evidenzia un calo soltanto lieve della stessa a oltre un anno dall'attuazione del programma. Tuttavia, l'Eurosistema si è adeguato alle condizioni del mercato riducendo occasionalmente l'entità media delle proprie operazioni, in particolare quando la liquidità è di norma bassa in virtù di tendenze stagionali (ad esempio, nel mese di dicembre).

Grafico 16

Entità media delle operazioni condotte nell'ambito del CSPP sul mercato secondario

(indice: giugno 2016 = 100; dati mensili)



Fonte: BCE.

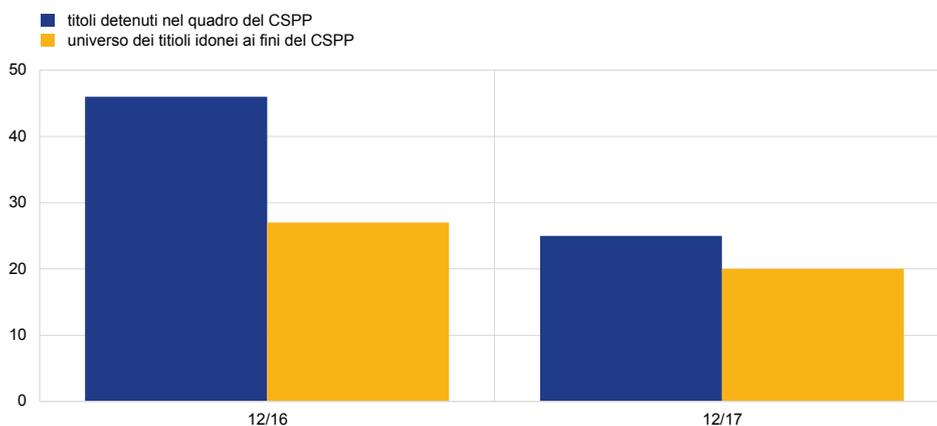
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2018.

In rapporto ai titoli complessivamente detenuti, l'Eurosistema acquista una quota di obbligazioni di recente emissione maggiore rispetto al loro peso di mercato, riducendo possibili impatti negativi sulle condizioni di liquidità. Il CSPP opera nell'ambito di un quadro generale di riferimento di politica monetaria e gestione dei rischi, che garantisce la dovuta diversificazione di emittenti, settori e paesi. Tuttavia, le quote detenute di ciascuna obbligazione possono differire dal peso che la stessa ha nell'universo dei titoli idonei ai fini del CSPP, consentendo al programma di adeguarsi alle diverse condizioni di liquidità degli strumenti idonei. Ad esempio, alcune obbligazioni, in particolare quelle più vecchie e meno liquide, sono meno disponibili sul mercato secondario¹⁹ e l'Eurosistema tende a ricevere un maggior numero di offerte di obbligazioni più recenti e più liquide. Il grafico 17 mostra che la quota di obbligazioni di recente emissione (ultimo anno) sull'insieme dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del CSPP è superiore che in un valore di riferimento di capitalizzazione del mercato; evidenzia, inoltre, che nel 2017 tale deviazione è diminuita rispetto al 2016. Si tratta di un andamento prevedibile in quanto, man mano che giungono a scadenza le obbligazioni più vecchie e liquide, tali deviazioni si riducono gradualmente e la composizione dei titoli acquistati nell'ambito del CSPP converge verso quella del valore di riferimento basato sulla capitalizzazione del mercato.

Grafico 17

Quota delle obbligazioni di recente emissione nel portafoglio di titoli detenuti nel quadro del CSPP e rispetto all'universo dei titoli idonei ai fini del programma

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi blu indicano la quota di obbligazioni idonee ai fini del CSPP emesse nell'ultimo anno sul totale dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del programma. Gli istogrammi gialli indicano la quota di obbligazioni idonee ai fini del CSPP emesse nell'ultimo anno sull'universo dei titoli idonei ai fini del programma.

Infine, dall'avvio del CSPP i differenziali denaro-lettera si sono considerevolmente contratti, suggerendo che il programma abbia fornito sostegno alle condizioni di liquidità. Un mercato liquido è solitamente

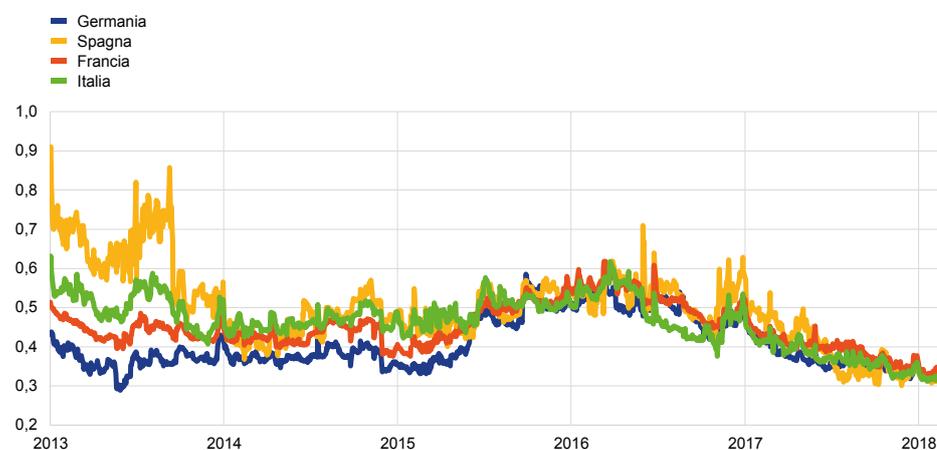
¹⁹ I titoli di recente emissione o in corso di emissione ("on the run") sono in genere considerati più liquidi sul mercato secondario. La liquidità del titolo solitamente diminuisce con il passare del tempo. Un titolo più vecchio e meno liquido viene definito "off the run".

caratterizzato da bassi differenziali denaro-lettera, ossia da una differenza contenuta tra quanto un acquirente è disposto a pagare per un'attività e quanto un venditore è disposto ad accettare. Nel 2015 i differenziali denaro-lettera sulle obbligazioni di tipo investment grade delle SNF si sono ampliati in un insieme di paesi (cfr. grafico 18), ma, dall'annuncio del CSPP a marzo 2016, tali differenziali hanno mostrato un'evidente tendenza a ridursi e sono al momento ai livelli storicamente più bassi. Tale andamento può essere considerato un effetto collaterale complessivamente positivo della presenza regolare del programma sui mercati del credito.

Grafico 18

Differenziali denaro-lettera di obbligazioni di tipo investment grade delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indici per paese sono calcolati come la media ponderata del differenziale tra il prezzo richiesto e quello offerto in percentuale del prezzo intermedio dei singoli titoli. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 febbraio 2018.

4 Osservazioni conclusive

Dall'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016, le condizioni di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro sono notevolmente migliorate. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono contratti e le emissioni obbligazionarie hanno subito un incremento. Un nutrito insieme di studi analitici attribuisce direttamente una parte considerevole di tali andamenti agli effetti del programma. Il CSPP ha anche esercitato un impatto positivo sul più ampio contesto di finanziamento per le imprese dell'area dell'euro. Si è registrato un miglioramento delle condizioni di finanziamento al di fuori dei mercati delle obbligazioni societarie e vi sono segnali del fatto che il CSPP abbia liberato disponibilità nei bilanci delle banche per l'erogazione di prestiti ad aziende non idonee ai fini del programma. Di fatto, pur avendo contribuito ad un passaggio delle SNF idonee dal finanziamento bancario a quello obbligazionario, il programma non ha determinato il calo dell'erogazione di prestiti bancari al settore delle SNF nel suo complesso.

Rassicura rilevare la sostanziale scarsità di evidenze relative a effetti collaterali avversi determinati dal CSPP sul finanziamento delle aziende e sul

funzionamento del mercato. In particolare, l'ordinata attuazione del programma, sostenuta dal ritmo flessibile degli acquisti effettuati dall'Eurosistema e dalla sua elasticità alle dinamiche del mercato primario, ha salvaguardato il funzionamento del mercato delle obbligazioni societarie e le condizioni di liquidità. Nel complesso, tali risultati supportano la valutazione circa il buon esito dell'attuazione del programma in un contesto di condizioni del mercato mutevoli e senza l'esercizio di impatti distorsivi.

a cura di **Jacopo Cimadomo, Sebastian Hauptmeier,
Alessandra Anna Palazzo e Alexander Popov**

Il presente articolo discute il concetto di condivisione dei rischi, che in generale fa riferimento alla tesi secondo cui gli operatori economici, quali famiglie e imprese, cercano di assicurare i loro flussi di consumo dalle fluttuazioni del ciclo economico nel loro paese, ovvero cercano di “smussare” le variazioni nei loro consumi dovute agli shock economici. L'articolo esamina quindi quale quota di uno shock economico può venir attenuata nell'area dell'euro, e pone a confronto tale dato con la situazione esistente negli Stati Uniti. Un raffronto del grado di condivisione dei rischi tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti va considerato alla luce di un contesto caratterizzato da architetture istituzionali e politiche diverse; ciò nonostante tale confronto fornisce alcune indicazioni economiche che possono essere interessanti. L'articolo mostra che, nel periodo compreso tra il 1999 e il 2016, mentre nell'area dell'euro l'80 per cento circa di uno shock alla crescita del PIL di un determinato paese non è stato assorbito (producendo così considerevoli differenze tra paesi in termini di crescita dei consumi), nello stesso periodo negli Stati Uniti non è stato assorbito al massimo il 40 per cento di un tale shock. Viene analizzata anche l'importanza relativa dei principali canali utilizzati per ripartire i rischi, ovvero il canale del credito, quello del capitale e il canale delle politiche di bilancio, così come il ruolo delle istituzioni europee. Questa analisi mostra che, nell'area dell'euro, la condivisione dei rischi ha luogo soprattutto attraverso il canale del capitale, ovvero attraverso la disponibilità di attività finanziarie transfrontaliere. Infine, l'articolo inquadra i risultati empirici nella prospettiva del dibattito attualmente in corso sul miglioramento dell'architettura istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) e invita i paesi dell'area dell'euro a rendere le loro economie, i loro settori bancari e le loro finanze pubbliche meno vulnerabili agli shock macroeconomici. L'articolo spiega come l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari costituiscano un requisito essenziale per realizzare una efficace condivisione dei rischi tramite i canali privati nell'area dell'euro. Lo studio mostra inoltre come l'area dell'euro beneficerebbe di un'attività centrale di stabilizzazione realizzata attraverso il bilancio per agevolare il funzionamento degli stabilizzatori economici nazionali in presenza di grandi shock economici e quindi accrescere la capacità di tenuta dell'UEM.

1 Introduzione

L'esperienza della Grande recessione nell'area dell'euro ha innescato un dibattito politico tuttora in corso sulle soluzioni da adottare per migliorare la capacità dell'unione valutaria di fare fronte agli shock economici. Questo dibattito presenta due dimensioni: una specificamente nazionale, che riguarda le riforme interne tese a migliorare la capacità di assorbimento degli shock dei singoli paesi, ad esempio attraverso riforme strutturali e la creazione di riserve di bilancio, e una dimensione comune all'area dell'euro. Con riferimento a quest'ultima, una più efficace condivisione dei rischi tra paesi potrebbe contribuire ad aumentare la capacità di tenuta dell'intera area.

Il concetto di compartecipazione internazionale al rischio si riferisce in genere all'idea che i paesi, o gli operatori economici quali famiglie e imprese, "mettono in comune i rischi" per assicurarsi contro eventi avversi che possono influenzare le loro economie. Ad esempio, essi possono ricavare sostegno dagli investimenti effettuati in altre economie che non risentono di tali eventi. La letteratura economica suggerisce che le variazioni inattese nel reddito e nel consumo (spesso indicate come "shock") danneggiano il benessere di un'economia. Per le famiglie, le aziende e il settore pubblico potrebbe quindi essere utile proteggersi contro questo tipo di shock attraverso meccanismi "privati" e "pubblici" operanti a livello inter-giurisdizionale, cioè tra gli stati o tra le regioni parte di una federazione (come gli Stati Uniti o la Germania), o a livello internazionale, cioè tra paesi diversi (per esempio nell'area dell'euro). I meccanismi privati operano attraverso due canali principali. Il primo, il "canale del risparmio" (noto anche come "canale del credito"), agisce attraverso risparmi/prestiti transfrontalieri; il settore pubblico, le famiglie e le aziende possono cioè contrarre prestiti a livello internazionale (o inter-giurisdizionale) per mantenere i propri livelli di consumo o di investimento in presenza di shock avversi. In effetti, in linea di principio, l'offerta di credito all'economia risente meno degli specifici shock nazionali quando al suo interno operano banche internazionali. Il secondo meccanismo è il "canale del mercato dei capitali", che agisce attraverso portafogli di investimento privati diversificati a livello internazionale/inter-giurisdizionale. Questi possono generare flussi di reddito non correlati alle oscillazioni dell'economia interna a condizione che quest'ultima e le altre economie non siano fortemente interconnesse e di conseguenza non attraversino cicli economici simili. Un terzo canale "pubblico" si basa su trasferimenti di bilancio tra regioni. In generale questo canale è ben sviluppato nelle federazioni mature, dove i trasferimenti dal governo federale contribuiscono ad attenuare l'impatto degli shock a livello statale o regionale.

L'evidenza empirica suggerisce che il grado di condivisione dei rischi tra i paesi dell'area dell'euro è inferiore rispetto a quello che si osserva tra le regioni federate, in particolare tra gli stati degli Stati Uniti. Dalla letteratura empirica emergono tre principali risultati. In primo luogo, negli Stati Uniti una quota pari al 60-80 per cento circa degli shock specifici dei singoli stati viene attenuato attraverso i canali di condivisione dei rischi sopra richiamati, mentre in genere per i paesi dell'area dell'euro tale percentuale non ha superato il 20 per cento dall'avvio dell'UEM¹. In secondo luogo, negli Stati Uniti i rischi vengono ripartiti soprattutto attraverso canali privati e il canale del mercato dei capitali rappresenta la quota più ampia del totale dell'attenuazione transnazionale degli shock. In terzo luogo, i trasferimenti dal bilancio federale contribuiscono in modo significativo all'assorbimento degli shock specifici dei singoli stati negli Stati Uniti (10-15 per cento), mentre nell'architettura istituzionale dell'area dell'euro manca una funzione centrale di stabilizzazione macroeconomica, per cui la mitigazione realizzata nell'area attraverso questo canale risulta trascurabile.

¹ Cfr., ad esempio, "Quarterly Report on the Euro Area Volume 15, n. 1 (2016)", *Institutional Papers*, n. 024, Commissione europea, 2016, e Alcidi, C., D'Imperio, P. e Thirion, G., "Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison", *CEPS Working Document*, n. 2017/04, maggio 2017. I risultati per l'area dell'euro potrebbero mostrare un grado maggiore di assorbimento degli shock se venissero considerati soltanto i consumi privati, come in Cimadomo, J., Furtuna, O. e Giuliadori, M., "Private and public risk sharing in the euro area", *Working Paper Series*, BCE, in via di pubblicazione.

Migliorare la capacità di assorbimento degli shock dell'area dell'euro è uno degli argomenti principali della relazione dei cinque presidenti. Il documento, pubblicato a giugno 2015 a cura del presidente della Commissione europea e redatto in stretta collaborazione con i Presidenti del Vertice euro, dell'Eurogruppo, della BCE e del Parlamento europeo, si poneva l'obiettivo di delineare un programma per rafforzare l'architettura istituzionale dell'UEM nell'ambito delle diverse aree di azione politica². Si sottolinea che “[p]er essere permanentemente in buone condizioni all'interno della zona euro, tutte le economie hanno anche bisogno di poter condividere l'impatto degli shock attraverso la condivisione dei rischi all'interno dell'UEM”. Tuttavia, per evitare trasferimenti permanenti e non indebolire gli incentivi all'attuazione di politiche rigorose nei singoli paesi servirebbe una “convergenza significativa e continua verso economie parimenti resilienti”.

Il presente articolo fornisce nuove stime del contributo relativo dei canali del risparmio, del capitale e della politica di bilancio alla condivisione dei rischi connessi ai consumi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. L'analisi empirica è basata su un campione che copre il periodo tra il 1999 e il 2016. Per l'area dell'euro, si analizza il ruolo delle istituzioni europee e dell'assistenza erogata in via ufficiale per mettere in comune i rischi, e tale analisi viene posta in relazione al dibattito in corso sul rafforzamento dell'UEM. L'articolo si basa sui precedenti studi della BCE sugli indicatori di condivisione dei rischi nell'area dell'euro, che il rapporto annuale *Financial integration in Europe* riporta con regolarità dal 2016.

2 Concetto di condivisione dei rischi

2.1 Sincronizzazione di consumi e prodotto nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

La letteratura economica illustra il concetto di condivisione dei rischi come l'idea che gli operatori economici tutelano i loro flussi di consumo dalle fluttuazioni specifiche del ciclo economico nazionale³, e sostiene che tutelare tali flussi comporti un miglioramento del benessere economico⁴. I consumi possono essere modulati attraverso canali intertemporali quali risparmi privati, programmi di assistenza sociale e trasferimenti intergenerazionali (cioè tramite il debito pubblico). Ad esempio, nei periodi di rallentamento economico i governi possono aumentare i trasferimenti alle famiglie, e finanziarli attraverso il debito pubblico, che dovrà essere rimborsato dalle generazioni future. Tuttavia, i flussi di consumo possono essere tutelati anche condividendo i rischi attraverso canali internazionali, ad esempio tramite trasferimenti tra paesi che aiutino ad attutire gli specifici shock nazionali. Di recente nell'area dell'euro si è sviluppato un dibattito sulla dimensione internazionale della condivisione dei rischi, ad esempio nel contesto della discussione relativa all'approfondimento dell'unione bancaria e dei mercati

² Cfr. Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., “[Completare l'Unione economica e monetaria](#)”, Commissione europea, giugno 2015.

³ La letteratura fa riferimento alla condivisione dei rischi connessi sia ai consumi che al reddito, mentre in questo articolo l'attenzione si concentra soprattutto sui consumi.

⁴ Cfr., ad esempio, Canova F. e Ravn, M., “International consumption risk-sharing”, *International Economic Review*, vol. 37, n. 3, 1996, pagg. 573-601.

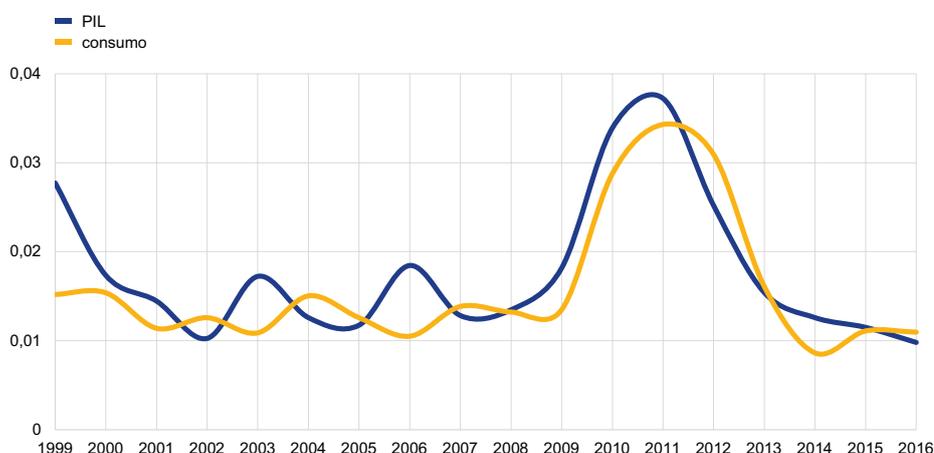
dei capitali e all'attribuzione di una capacità di bilancio all'area dell'euro. Il presente articolo prende in esame anche la condivisione dei rischi a livello internazionale⁵.

Le simulazioni sulla compartecipazione internazionale al rischio si basano in genere sul rapporto fra la crescita dei consumi e quella del prodotto nell'intera economia, tenendo conto degli shock economici mondiali e di altri fattori. L'assenza di una correlazione tra la crescita dei consumi e quella del prodotto sembrerebbe indicare che i rischi sono ripartiti in modo efficace. Sul piano empirico, nei paesi dell'area dell'euro la correlazione tra la crescita dei consumi e quella del prodotto in effetti è in genere lontana dallo zero; ad esempio nel periodo 1999-2016 si attestava intorno allo 0,40 per il Portogallo e al -0,30 per la Finlandia. In condizioni di perfetta condivisione dei rischi, i consumi sarebbero completamente slegati dalle fluttuazioni nel prodotto, ossia il coefficiente di correlazione sarebbe pari a zero per tutti i paesi. È interessante notare come, nell'area dell'euro, a partire dalla creazione dell'UEM, la dispersione tra paesi della crescita del prodotto e quella della crescita dei consumi abbiano avuto andamenti molto simili (grafico 1), mentre negli Stati Uniti la dispersione tra stati della crescita del prodotto è stata sensibilmente più pronunciata rispetto a quella della crescita dei consumi (grafico 2); ciò segnala la presenza di effetti di stabilizzazione indotti da trasferimenti federali o attraverso i canali del credito e del capitale. Questa prima indicazione sembra suggerire che la condivisione dei rischi operi in modo più intenso negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.

Grafico 1

Dispersione fra paesi del prodotto e dei consumi privati nell'area dell'euro

(deviazione standard)



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

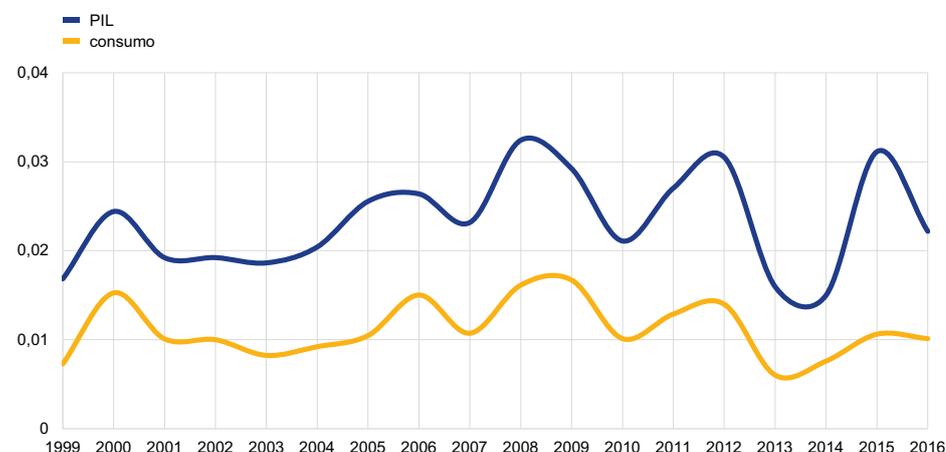
Nota: dispersione tra paesi, misurata come deviazione standard, dei consumi e del PIL pro-capite in termini reali in un campione di 11 paesi dell'area dell'euro.

⁵ Un aspetto importante di questa discussione riguarda il ruolo dei mercati finanziari: i mercati sono "completi" quando gli operatori economici possono assicurarsi contro qualsiasi tipo di rischio possa concretizzarsi. A titolo esemplificativo, le imprese possono acquistare polizze assicurative che le tutelino da variazioni avverse inattese, come un calo nella domanda dei loro prodotti. In tale contesto ipotetico la crescita dei consumi in un paese non risente di shock idiosincratici, ma solo di quelli mondiali, rispetto ai quali non è possibile tutelarsi. Tuttavia, più realisticamente, in presenza di mercati incompleti, ossia laddove gli operatori economici non dispongono di una gamma completa di polizze assicurative per tutti i possibili rischi, l'assicurazione dei rischi connessi ai consumi dovrebbe essere rinforzata tramite le istituzioni, attraverso meccanismi assicurativi come ad esempio sistemi di trasferimento di risorse o congegni di prestito tra paesi. Farhi, E. e Werning, I., "Fiscal Unions", *American Economic Review*, vol. 107, n. 12, 2017, pagg. 3788-3834, sottolineano che, anche in presenza di mercati completi, una condivisione dei rischi realizzata a livello pubblico potrebbe apportare dei benefici, dal momento che gli operatori non potrebbero eguagliare del tutto gli effetti di stabilizzazione positivi indotti dalle istituzioni pubbliche.

Grafico 2

Dispersione fra stati del prodotto e dei consumi privati negli Stati Uniti

(deviazione standard)



Fonti: Federal Reserve Bank of St. Louis (banca dati FRED), Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni della BCE.
Nota: dispersione tra paesi, misurata come deviazione standard, dei consumi e del PIL pro-capite in termini reali in un campione 50 stati degli USA.

2.2 Letteratura sulla condivisione dei rischi a livello internazionale

La letteratura empirica sulla condivisione dei rischi si è basata su test più sofisticati di quelli presentati sopra ma è comunque incentrata sul rapporto tra consumi e prodotto. In particolare, gli studi hanno esaminato in quale misura vengono ripartiti i rischi nelle unioni monetarie dotate di una politica fiscale comune (Stati Uniti, Germania) e nelle unioni monetarie che ne sono prive (l'area dell'euro). Il primo caso mostra in generale un livello elevato di condivisione dei rischi complessivi, con un forte contributo da parte dei mercati del settore privato⁶.

2.2.1 Unioni monetarie dotate di una politica fiscale comune

In un contributo fondamentale sugli Stati Uniti, Asdrubali, Sorensen e Yosha hanno indicato che, per il periodo tra il 1963 ed il 1990, è stato attenuato il 75 per cento degli shock relativi al prodotto lordo pro capite dei singoli stati⁷. Ciò implica che solo un quarto circa delle variazioni inattese nel reddito specifico dei singoli stati non è stato assorbito. Il 13 per cento di tali shock è stato attenuato attraverso trasferimenti fiscali e sistemi di sovvenzione federali. A tal proposito, occorre notare che in diversi stati degli Stati Uniti vige la regola del pareggio di bilancio, che prevede un ruolo marginale per le politiche di bilancio anticicliche a livello statale. Per quanto riguarda gli altri canali, il 39 per cento è stato mitigato attraverso le assicurazioni o le partecipazioni proprietarie incrociate e il 23 per cento attraverso crediti e prestiti. In altri termini, negli Stati Uniti il 62 per cento degli shock specifici dei singoli stati è stato attenuato attraverso transazioni di mercato, un valore pari a quasi cinque volte

⁶ Per un'indagine precedente sulla letteratura relativa alla condivisione dei rischi macro, cfr. la monografia A di *Financial Integration in Europe*, BCE, 2016.

⁷ Asdrubali, P., Sorensen, B., e Yosha, O., "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n. 4, 1996, pagg. 1081-1110.

il contributo del governo federale alla riduzione delle fluttuazioni nel reddito. Inoltre, alcuni studi hanno mostrato che la condivisione dei rischi negli Stati Uniti è cresciuta nel tempo. Tale crescita potrebbe essere in parte ascrivibile alla deregolamentazione del settore bancario⁸. Gli studi incentrati sulle unioni monetarie, caratterizzate da grandi governi federali, come il Canada, riscontrano dati simili a quelli ottenuti per gli Stati Uniti in termini di canali di redistribuzione dei consumi e di quota complessiva attenuata e non degli shock economici⁹.

I lavori sui paesi europei sono più rari, e in genere indicano una maggiore ripartizione dei rischi nei paesi con regioni più integrate sotto il profilo fiscale e finanziario. Alcuni autori hanno analizzato il caso tedesco. Ad esempio, Hepp e von Hagen¹⁰ riscontrano un livello di condivisione dei rischi molto elevato tra le regioni tedesche. In particolare, dalla loro analisi emerge che in Germania, prima dell'unificazione, il 91 per cento delle variazioni inattese del prodotto lordo pro capite di uno stato veniva attenuato (ossia, solo il 9 per cento non veniva assorbito); la maggior parte (54 per cento) è stata attenuata attraverso trasferimenti fiscali e sistemi di sovvenzione federali, il 20 per cento attraverso i mercati dei capitali e il 17 per cento attraverso quelli del credito. Dopo l'unificazione, la componente della condivisione dei rischi non mitigata ha raggiunto il 20 per cento. Allo stesso tempo, il contributo della ripartizione dei rischi operata attraverso i canali privati è salito al 69 per cento e la maggior parte (51%) è stata attenuata attraverso i mercati dei capitali. Questo indica che la condivisione dei rischi conseguita attraverso la detenzione di attività produttive transfrontaliere può svolgere un ruolo di rilievo in un contesto contraddistinto da regioni con un grado di sviluppo economico sufficientemente eterogeneo.

2.2.2 Condivisione dei rischi tra i paesi dell'area dell'euro

È ragionevole ipotizzare che ci sia una minore condivisione dei rischi tra i paesi dell'Europa rispetto a quelli delle federazioni già mature. Questo si è chiaramente verificato negli anni precedenti all'introduzione dell'euro, caratterizzati da mercati finanziari relativamente poco sviluppati, da mercati del lavoro rigidi, da una bassa mobilità professionale e dall'assenza di un regime fiscale e di trasferimenti di tipo federale simile ad esempio a quello degli Stati Uniti. Gli studi svolti in precedenza indicano che nel periodo antecedente alla creazione dell'UEM è stata attenuata una quota pari al massimo al 40 per cento delle specifiche variazioni del PIL nazionale¹¹. Quando è stata avviata l'UEM, si riteneva in generale che la creazione di una moneta unica avrebbe di per sé accresciuto la redistribuzione dei redditi e dei consumi. In linea di principio l'esistenza di una moneta unica dovrebbe ridurre

⁸ Athanasoulis, S. e van Wincoop, E., "Risk sharing within the United States: What do financial markets and fiscal federalism accomplish?", *Review of Economics and Statistics*, vol. 83(4), pagg. 688-698; Demyanyk, Y., Ostergaard, C. e Sorensen, B., "U.S. Banking Deregulation, Small Businesses, and Interstate Insurance of Personal Income", *Journal of Finance*, vol. 62, n. 6, 2007, pagg. 2763-2801.

⁹ Cfr., ad esempio, Crucini, M.J., "On International and National Dimensions of Risk Sharing", *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n. 1, 1999, pagg. 73-84.

¹⁰ Hepp, R. e von Hagen, J., "Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006", *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n. 1, 2013, pagg. 1-24.

¹¹ Sorensen, B. e Yosha, O., "International risk sharing and European monetary unification", *Journal of International Economics*, vol. 45, n. 2, 1998, pagg. 211-238; Afonso, A. e Furceri, D., "EMU enlargement, stabilization costs and insurance mechanisms", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 2, 2008, pagg. 169-187.

i costi dell'interscambio e della raccolta di informazioni e quindi accrescere la detenzione di attività finanziarie transfrontaliere. L'eliminazione del rischio di cambio avrebbe potuto offrire ulteriori incentivi agli investimenti diretti esteri, mentre una maggiore integrazione dei mercati obbligazionari avrebbe comportato un aumento dello spessore e della liquidità dei mercati su cui contrarre o concedere prestiti. Si riteneva che la più ampia disponibilità di azioni estere, al pari dell'integrazione dei mercati bancari¹², avrebbe potuto incrementare la compartecipazione internazionale al rischio¹³ e che l'euro, favorendo l'integrazione dei mercati dei capitali tra gli Stati membri dell'UE¹⁴, avrebbe fatto sì che i rischi venissero ripartiti meglio.

I risultati empirici riportati in letteratura riguardo al periodo precedente e successivo alla creazione dell'UEM sono contrastanti¹⁵. I primi dati sui profili di condivisione dei rischi tra i paesi europei prima della creazione dell'UEM sono forniti da Sorensen e Yosha, secondo i quali solo il 40 per cento delle variazioni inattese nel PIL veniva attenuato, per metà attraverso i risparmi delle amministrazioni pubbliche e per l'altra metà tramite risparmi privati. Dopo l'introduzione dell'euro, alcuni studi hanno indicato che la condivisione dei rischi tra gli Stati membri dell'UE all'inizio ha raggiunto livelli più elevati rispetto a quelli del periodo pre-euro¹⁶, anche se in Europa la percentuale di attenuazione degli shock è rimasta inferiore rispetto ad altre aree. Tuttavia, secondo alcuni studi di fatto la ripartizione dei rischi ha subito un calo a seguito dell'introduzione dell'euro. Ad esempio, Afonso e Furceri, sulla base dell'analisi di un campione di 25 paesi europei, ritengono che prima della creazione dell'UEM venisse mitigato solo il 43 per cento delle variazioni inattese del PIL, quasi del tutto attraverso i risparmi privati e pubblici. Questi autori mostrano anche che tale quota è diminuita fino al 37 per cento dopo l'introduzione dell'euro, a indicare che i paesi membri dell'area dell'euro non sembrano aver beneficiato di un'ulteriore condivisione del rischio. Inoltre, Furceri e Zdzienicka¹⁷, a partire da un campione non bilanciato di 15 paesi dell'area dell'euro, mostrano che nei periodi di recessione la quota non attenuata degli shock è sensibilmente più pronunciata rispetto alle circostanze normali, e ciò è vero in particolare in caso di gravi contrazioni, che sono persistenti e inattese. Questo risultato può essere ricondotto per lo più alla mancanza di una redistribuzione omogenea dei consumi ad opera dei risparmi privati attraverso il canale del credito. In generale, la letteratura esistente mostra che a partire dall'introduzione dell'euro i livelli di condivisione dei rischi nell'area sono rimasti sostanzialmente inferiori rispetto a quelli registrati fra le aree di una federazione quale gli Stati Uniti. Infine, secondo alcuni lavori, nei paesi che hanno sperimentato tensioni di bilancio e sono stati soggetti a programmi di risanamento

¹² Demyanyk, Y., Ostergaard, C. e Sorensen, B., op. cit.

¹³ Sorensen, B., Wu, Y.-T., Yosha, O. e Zhu, Y., "Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n. 4, 2007, pagg. 587-605.

¹⁴ Sorensen, B. e Yosha, O., "International risk sharing and European monetary unification", op. cit.

¹⁵ Per una rassegna della letteratura sulla condivisione dei rischi nell'UEM, cfr. Ioannou, D. e Schäfer, D., "Risk sharing in EMU: key insights from a literature review", *SUERF Policy Note*, numero 21, SUERF, novembre 2017.

¹⁶ Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B. e Yosha, O., "Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe", in Huizinga, H. e Jonung, L. (eds.), *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press, New York, 2005.

¹⁷ Furceri, D. e Zdzienicka, A., "The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?", *Open Economies Review*, vol. 26, n. 4, settembre 2015, pagg. 683-710.

i rischi possono essere stati ripartiti in misura inferiore, in quanto il risparmio delle amministrazioni pubbliche è aumentato proprio in coincidenza con la forte riduzione del PIL¹⁸. Al tempo stesso, Cimadomo e al.¹⁹ hanno mostrato di recente, sulla base di un campione ristretto di 11 paesi dell'area dell'euro e concentrandosi soltanto sui consumi privati, che l'attivazione dell'assistenza finanziaria fornita attraverso il Fondo europeo per la stabilità finanziaria (FESF)/il Meccanismo europeo di stabilità (MES) ha migliorato la condivisione dei rischi nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2).

Riquadro 1

Metodologia di stima del contributo apportato alla condivisione dei rischi da strumenti finanziari e di bilancio

a cura di Alexander Popov

Asdrubali, Sorensen e Yosha, e Asdrubali e Kim, propongono una metodologia per quantificare il contributo fornito dalle transazioni finanziarie e di bilancio transfrontaliere alla condivisione dei rischi²⁰. Nella loro definizione, la condivisione dei rischi consiste nella separazione tra la crescita dei consumi aggregati e quella del prodotto aggregato. La metodologia si fonda sulla seguente scomposizione della crescita del prodotto interno lordo pro capite in un paese i a un tempo t , $PILit$ ²¹.

$$PILit = (PILit - PNLit) + (PNLit - RDLit) + (RDLit - Cit) + Cit$$

La prima componente, $PILit - PNLit$, definita come “canale del capitale”, cattura la differenza tra prodotto interno lordo pro capite e prodotto nazionale lordo, che include, ad esempio, i redditi da attività finanziarie detenute all'estero e i redditi da lavoro derivanti da attività lavorativa all'estero. Il secondo canale, $PNLit - RDLit$, definito come “canale di bilancio”, rileva la differenza tra il prodotto nazionale lordo e il reddito disponibile lordo pro capite. Questo canale include principalmente i trasferimenti transnazionali tra governi (ad esempio, i fondi strutturali dell'UE) o, negli Stati Uniti, i trasferimenti federali, così come i trasferimenti tra privati (ad esempio, le rimesse), sebbene questi ultimi abbiano, in genere, dimensione più contenuta; pertanto, in letteratura, esso viene in genere denominato “canale della politica di bilancio”. Il terzo, $RDLit - Cit$, definito come “canale del credito”, coglie la differenza tra il reddito disponibile lordo e i consumi pro capite e include, ad esempio, i prestiti contratti all'estero da privati e pubbliche amministrazioni, sia sui mercati del credito che attraverso meccanismi assicurativi sopranazionali quali il MES²². I primi due canali rappresentano la condivisione dei rischi realizzata ex-ante, poiché si riferiscono ad accordi finanziari sottoscritti prima che si verifichi la crescita nel PIL pro capite. L'ultimo canale dà conto

¹⁸ Kalemli-Ozcan, S., Luttini, E. e Sorensen, B., “Debt crises and risk sharing: the role of markets versus sovereigns”, *NBER Working Paper*, n. 19914, National Bureau of Economic Research, febbraio 2014.

¹⁹ Cimadomo, J., Furtuna, O. e Giuliodori, M., “Private and public risk sharing in the euro area”, *Working Paper Series*, BCE, in via di pubblicazione.

²⁰ Asdrubali, P., Sorensen, B. e Yosha, O., op. cit.; Asdrubali, P. e Kim, S., “Dynamic risk sharing in the United States and Europe”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n. 4, 2004, pagg. 809-836.

²¹ Come in Asdrubali, P., Sorensen, B. e Yosha, O., op. cit., tutte le variabili sono espresse in differenze logaritmiche.

²² Il canale del credito non è coinvolto dalla redistribuzione inter-temporale, dal momento che quest'ultima opera attraverso l'indebitamento o l'erogazione di prestiti tra settori economici (ad esempio, il settore privato e la pubblica amministrazione), mentre nella scomposizione proposta reddito interno lordo (*RDL*) e consumi (*C*) si riferiscono all'economia nel suo complesso.

della condivisione dei rischi realizzata ex-post, in quanto fa riferimento a dispositivi finanziari predisposti dopo che si sono verificate variazioni inattese del PIL pro-capite.

A partire dal 2016 un indicatore basato su questa scomposizione è stato incluso in maniera regolare nel rapporto *Financial Integration in Europe* della BCE. L'analisi ivi presentata include un quarto canale, definito come il "canale del prezzo" e ricavato come differenza tra l'ICP e il deflatore del PIL. Questo si basa sull'idea che, anche se non si realizzasse una condivisione dei rischi attraverso i canali del capitale, della politica di bilancio o del credito, gli operatori economici potrebbero condividere i rischi attraverso gli effetti di valutazione del prodotto in termini di consumo.

3 Stima della condivisione dei rischi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

Esistono notevoli differenze nelle modalità di condivisione dei rischi tra, da un lato, i singoli paesi dell'area dell'euro e, dall'altro, fra i singoli Stati della federazione americana. I grafici 3 e 4 riportano diverse stime concernenti il canale del capitale, il canale della politica di bilancio e il canale del credito nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, sulla base della metodologia descritta nel riquadro 1, per il periodo compreso tra il 1997 e il 2016²³. Si tratta di stime effettuate su intervalli di dieci anni; ad esempio l'istogramma relativo al 2007 descrive il contributo medio cumulato su dieci anni del canale del capitale, del canale della politica di bilancio e del canale del credito nel periodo compreso fra il 1998 e il 2007. Per renderla comparabile con altri studi, l'analisi empirica è basata sui primi 12 paesi che hanno adottato l'euro²⁴.

La prima differenza concerne la quantità complessiva di shock assorbiti dai canali di condivisione del rischio in queste regioni. Mentre nell'area dell'euro l'80 per cento circa di uno shock alla crescita del PIL specifica di un paese non viene di norma assorbito, negli Stati Uniti tale percentuale raggiunge al massimo il 40 per cento. In secondo luogo, mentre negli Stati Uniti il canale del credito rappresenta il 20 per cento circa dei rischi messi in comune nel periodo esaminato come campione, nell'area dell'euro il suo contributo, per quanto contenuto, risulta negativo²⁵. Un apporto negativo del canale del credito alla condivisione dei rischi nell'area si traduce nel contrarre prestiti all'estero

²³ La definizione di alcune variabili nelle serie di dati relative all'area dell'euro e agli Stati Uniti presenta in alcuni casi delle lievi differenze. Alcidi, D'Imperio e Thirion, op. cit., hanno adeguato la serie di dati relativa all'area dell'euro per renderla pienamente comparabile alla serie degli Stati Uniti mostrando come le differenze fra i risultati delle serie corrette e non corrette siano trascurabili.

²⁴ L'Irlanda è esclusa dall'analisi per via di interventi di revisione insolitamente incisivi di cui sono state oggetto alcune delle principali statistiche macroeconomiche del paese relative al 2015 ed elaborate a luglio del 2016. Tali interventi hanno interessato i dati concernenti il PIL in termini reali, alcune delle sue componenti e la bilancia dei pagamenti; alcuni di essi avrebbero alimentato l'indicatore riportato nel grafico anche se non avrebbero comportato una variazione nella condivisione dei rischi. Cfr. il riquadro dal titolo "Tackling Measurement Challenges of Irish Economic Activity", *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, aprile 2017, pagg. 43-45, che presenta anche il calendario per la futura risoluzione dei problemi di misurazione.

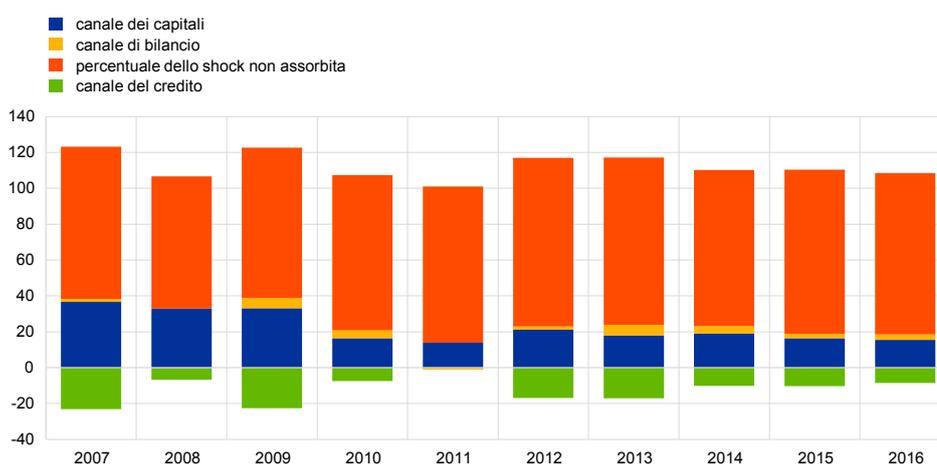
²⁵ Anche secondo altri studi incentrati sull'area (e su un raffronto tra il periodo pre-crisi e quello post-crisi) il grado di condivisione del rischio non è compromesso in maniera molto marcata nel secondo sotto-campione (cfr. ad esempio, Milano, V., "Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions", *CeLEG Working Paper*, n. 01/17, Università LUISS, marzo 2017).

quando la congiuntura economica è favorevole e nel ripagarli in tempi sfavorevoli, accrescendo in maniera prociclica la volatilità dei consumi²⁶. Questi risultati suggeriscono che il completamento dell'unione bancaria costituisce un presupposto fondamentale affinché il canale del credito contribuisca positivamente alla condivisione dei rischi, come evidenziato dall'esempio degli Stati Uniti. In terzo luogo nell'area dell'euro il canale della politica di bilancio contribuisce ad attenuare al massimo il 5 per cento di uno shock specifico nazionale, contro una percentuale prossima al 10 per cento negli Stati Uniti. Infine, il canale dei capitali negli Stati Uniti contribuisce a mitigare il 30-35 per cento di uno shock specifico di uno Stato, che corrisponde a più della metà della condivisione dei rischi complessiva. Anche nell'area dell'euro il grosso della ripartizione transfrontaliera dei rischi è riconducibile a questo canale. Tuttavia, ad eccezione del periodo compreso fra il 1998 e il 2009, il suo contributo è inferiore rispetto a quello registrato negli Stati Uniti e corrisponde in media al 20 per cento circa.

Grafico 3

Condivisione dei rischi di consumo nell'area dell'euro e relativi canali

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i contributi dei vari canali sono calcolati per mezzo di un modello di autoregressione vettoriale (VAR) i cui parametri sono stimati su dati annuali nell'arco di una finestra mobile di 10 anni. Gli istogrammi mostrano quale percentuale di uno shock alla crescita del PIL interno pari a una deviazione standard viene assorbita da ciascun canale di condivisione dei rischi. Le percentuali sono calcolate sulla base dell'impatto cumulato dello shock sulle variabili che definiscono ogni canale di condivisione dei rischi su un orizzonte decennale. La variazione delle percentuali sull'anno precedente riflette le variazioni nei parametri del modello, che vengono ricalcolati. La quota restante rappresenta la percentuale dello shock alla crescita del PIL in termini reali di uno specifico paese che non viene assorbita e che si riflette nell'aumento dei consumi specifico del paese. I singoli istogrammi possono raggiungere livelli inferiori allo 0 per cento e superiori al 100 per cento se uno o più canali hanno un effetto di amplificazione sulla crescita dei consumi specifica del paese. Le quote rappresentate in ogni istogramma ammontano complessivamente al 100 per cento.

In conclusione, le evidenze disponibili per gli Stati Uniti, sostanzialmente in linea con studi precedenti, lasciano emergere un cospicuo contributo dei canali finanziari privati alla condivisione dei rischi²⁷. Complessivamente, i canali pubblici e privati assorbono dal 60 all'80 per cento di una variazione inattesa della crescita del prodotto di uno Stato in particolare: più del 50 per cento dello smussamento è rappresentato dai mercati finanziari, mentre il resto è riconducibile alle transazioni

²⁶ In merito alla pro-ciclicità del credito transfrontaliero cfr. anche Albertazzi, U. e Bottero, M., "Foreign Bank Lending: Evidence from the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 92, supplemento 1, 2014, pagg. S22-S35.

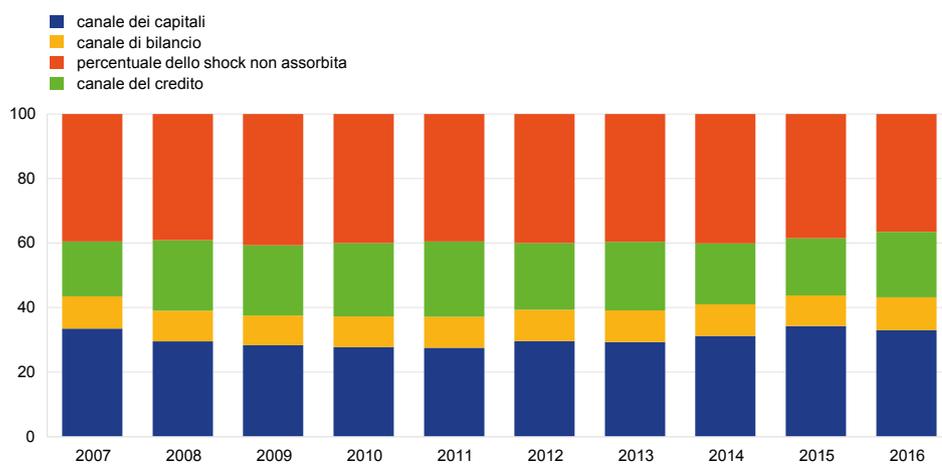
²⁷ Cfr. ad esempio, Asdrubali P., Sorensen B. e Yosha O., op. cit.

della politica di bilancio. Nell'area dell'euro l'80 per cento circa di uno specifico shock nazionale non viene assorbito; i mercati dei capitali contribuiscono ad attenuarne una percentuale compresa tra il 20 e il 40 per cento, mentre il contributo del canale della politica di bilancio è trascurabile e i mercati del credito tendono in genere a ridurre l'attenuazione degli shock relativi al PIL. Al tempo stesso, come evidenziato nel riquadro 2, negli ultimi anni le istituzioni europee sembrano aver contribuito positivamente alla condivisione dei rischi.

Grafico 4

Condivisione dei rischi di consumo negli Stati Uniti e relativi canali

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.
Nota: cfr. grafico 3.

Riquadro 2

Il ruolo delle istituzioni europee e dell'assistenza ufficiale nella condivisione dei rischi

a cura di Jacopo Cimadomo

Il presente riquadro illustra il ruolo svolto dalle istituzioni dell'UE e dall'assistenza del Fondo europeo per la stabilità finanziaria (FESF)/Meccanismo europeo di stabilità (MES)²⁸ nel migliorare la condivisione dei rischi nell'area dell'euro. Mentre la letteratura si concentra in genere sui canali privati di ripartizione dei rischi (attraverso i mercati dei capitali e del credito), studi recenti hanno dimostrato che la condivisione dei rischi può avvenire anche tramite canali pubblici a livello dell'UEM. In effetti molti prestiti sono stati indirizzati verso i paesi più vulnerabili dalle istituzioni europee, come la Commissione europea, il FESF e il MES. I trasferimenti da parte dell'Unione europea prendono in genere la forma dei fondi strutturali, anche se questi non sono stati concepiti a fini di stabilizzazione ma piuttosto per sostenere la convergenza economica. I prestiti del FESF/MES sono stati destinati a paesi dell'area dell'euro nel contesto di programmi ufficiali, allo scopo di ricapitalizzare le banche e di soddisfare le esigenze finanziarie di paesi che non riuscivano più accedere ai mercati del credito. Tali prestiti possono essere concepiti come uno strumento di ripartizione dei rischi ex-post che garantisce, almeno in via indiretta, un certo grado di attenuazione degli shock nei paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, l'assistenza ufficiale

²⁸ Cfr. l'articolo *Il Meccanismo europeo di stabilità* nel numero di luglio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

fornita tramite i prestiti del FESF/MES può aver aiutato i governi dei paesi beneficiari a mantenere un determinato livello di spesa pubblica. Può aver contribuito a finanziare stipendi e pensioni del settore pubblico, che altrimenti avrebbero subito riduzioni ancor più pesanti (ad esempio nel caso di insolvenza di uno Stato sovrano), e, pertanto, a sostenere i consumi privati (e pubblici).

Due studi recenti hanno esaminato questo canale: Milano²⁹ e Cimadomo et al³⁰. Entrambi illustrano in dettaglio il ruolo svolto dalle istituzioni europee nel migliorare la condivisione dei rischi nell'area dell'euro durante la recente crisi. Pur se basati su metodologie differenti, entrambi rilevano che le istituzioni europee hanno un effetto positivo sulla condivisione dei rischi legati ai consumi nell'area. In particolare, Cimadomo et al., utilizzando un campione di 11 paesi dell'area dell'euro nel periodo compreso tra il 2000 e il 2015, mostrano che il livello di assorbimento degli shock nazionali è aumentato di circa 17 punti percentuali dall'attivazione del FESF nel 2010, seguito dal MES nel 2012³¹. Milano, utilizzando un campione simile di paesi dell'area dell'euro, riscontra effetti ancor più significativi.

È opportuno notare che i prestiti ufficiali concessi dal FESF/MES sono contabilizzati nel canale del credito. Anche se nell'analisi empirica riportata nel grafico 3 questo canale apporta un contributo negativo alla condivisione dei rischi nell'area dell'euro, esso comprende sia i prestiti transfrontalieri concessi da soggetti del settore privato sia il credito fornito in via ufficiale dalle istituzioni sovranazionali. Milano mostra che, a differenza di queste ultime che forniscono un apporto positivo, i primi contribuiscono negativamente al canale del credito.

4 Osservazioni conclusive

Dall'esperienza acquisita nel corso della Grande recessione è emerso un consenso circa la necessità di riformare l'architettura istituzionale dell'area dell'euro, per accrescerne la capacità di far fronte a grandi shock economici. In tale contesto, la pubblicazione della relazione dei cinque presidenti dal titolo "Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa" ha aperto un dibattito ancora in corso a livello politico e accademico su come migliorare la capacità di tenuta economica dell'UEM. Questo dibattito è stato influenzato da riscontri della letteratura empirica che identificano e quantificano i canali di condivisione del rischio all'interno delle federazioni e dell'area dell'euro. Questo tipo di letteratura rileva in genere un livello di condivisione del rischio più limitato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Secondo tale letteratura inoltre, il maggior assorbimento di shock negli Stati Uniti deriva principalmente dalla maggiore efficacia della condivisione dei rischi attraverso canali privati come i mercati del credito e dei capitali. Anche la ripartizione dei rischi attraverso il canale di bilancio svolge un ruolo più importante negli Stati Uniti, per via

²⁹ Milano, V., op. cit.

³⁰ Cimadomo, J., Furtuna, O. e Giuliadori, M., op. cit.

³¹ Ciò significa che, in media, nel campione esaminato e composto da 11 paesi dell'area dell'euro, a fronte di uno shock del PIL nazionale pari all'1 per cento, 0,17 punti percentuali dello stesso sono attenuati dalle erogazioni ufficiali fornite attraverso i prestiti del FESF/MES.

della loro differente architettura politico-istituzionale e delle considerevoli dimensioni del bilancio federale.

In tale contesto, negli ultimi anni sono già stati compiuti importanti progressi a livello istituzionale verso un'autentica Unione economica e monetaria europea. Innanzitutto, nel 2012 è stato creato il Meccanismo europeo di stabilità per fornire assistenza finanziaria condizionale ai paesi dell'area dell'euro in condizioni di solvibilità ma con difficoltà di finanziamento. In secondo luogo, nel 2014 è stata varata l'Unione bancaria europea con la creazione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo di risoluzione unico. Essa garantisce l'applicazione coerente delle norme dell'UE concernenti il settore bancario riducendo così i rischi legati, ad esempio, all'esposizione dei sistemi bancari nazionali ai rispettivi sovrani.

In prospettiva, sono necessarie ulteriori riforme, principalmente lungo tre direttrici: in primo luogo, i paesi dell'area dell'euro devono incrementare la capacità interna di far fronte agli shock economici, in particolare riducendo in maniera efficace le criticità che caratterizzano l'economia, il settore bancario e le finanze pubbliche. Occorre migliorare la capacità di tenuta economica attraverso riforme strutturali che sostengano la crescita potenziale e incrementino la flessibilità del mercato. In questo senso la relazione dei cinque presidenti sollecita una "convergenza significativa e continua verso economie parimenti resilienti" nell'area dell'euro, in modo tale che la condivisione dei rischi sia basata sul principio di assicurazione e non su trasferimenti permanenti. Nel contempo i paesi dell'area dell'euro dovrebbero utilizzare l'attuale situazione economica favorevole per costituire margini di bilancio e ridurre i livelli di debito in maniera coerente con i requisiti del Patto di stabilità e crescita poiché ciò sarà importante per superare shock economici futuri.

In secondo luogo, l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari sono un presupposto fondamentale di un'efficiente condivisione dei rischi attraverso i canali privati nell'area dell'euro. Da questo punto di vista un'autentica unione dei mercati dei capitali potrebbe contribuire in maniera significativa a diversificare e ridurre il rischio. Nel 2015 la Commissione europea ha adottato un piano d'azione recante una serie di importanti misure volte ad assicurare una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese e a realizzare un vero mercato unico dei capitali in Europa. Nella valutazione intermedia del piano svolta a giugno 2017 la Commissione ha individuato progressi da compiere riguardo, tra l'altro, allo sviluppo di mercati di capitale di rischio e al mercato delle cartolarizzazioni, nonché a un migliore accesso ai mercati pubblici da parte delle imprese. Al tempo stesso sono state definite nuove priorità, ad esempio rendere più efficace la supervisione per accelerare l'integrazione dei mercati, mettere a frutto il potenziale della tecnologia finanziaria, o fintech, e utilizzare meglio i mercati dei capitali per accrescere il credito bancario e la stabilità del settore bancario.

Il completamento dell'unione bancaria ridurrà i rischi per i contribuenti e spezzerà il legame ancora esistente tra le banche e i governi nazionali. Un sistema europeo di assicurazione dei depositi è indispensabile ai fini di un sistema bancario veramente integrato e di una moneta unica. Uno strumento comune di sostegno al Fondo di risoluzione unico (che potrebbe essere fornito dal MES come proposto, ad esempio, nella comunicazione sull'approfondimento dell'UEM elaborata dalla Commissione

europea a dicembre 2017³²) rafforzerebbe ulteriormente l'unione bancaria. Un sistema europeo di assicurazione dei depositi, accompagnato da un meccanismo comune di sostegno credibile, accrescerà la fiducia dei depositanti nell'intera unione bancaria, in particolare garantendo tutele anche nel caso di grandi shock a danno del sistema bancario di un determinato paese o di parte di esso³³. Per spezzare il nesso fra banche ed emittenti sovrani saranno altresì necessarie misure volte a ridurre la tendenza delle banche a detenere più titoli pubblici nazionali che stranieri. A questo riguardo sono state avanzate diverse proposte, che variano da sanzioni normative contro la concentrazione delle esposizioni sovrane a una più generale riforma del trattamento prudenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani³⁴. La relazione della task force ad alto livello sulle attività a basso rischio (High-Level Task Force on Safe Assets) istituita dal Comitato europeo per il rischio sistemico suggerisce che la creazione di attività a basso rischio comuni all'area dell'euro potrebbe contribuire a indebolire il nesso fra banche ed emittenti sovrani³⁵. Tutte queste proposte devono essere valutate con attenzione, fra l'altro anche sotto il profilo del loro impatto sulla stabilità finanziaria dell'area.

In terzo luogo, l'area dell'euro beneficerebbe di una funzione centrale di stabilizzazione di bilancio che può agevolare il funzionamento degli stabilizzatori economici nazionali in presenza di grandi shock economici e quindi accrescere la capacità di tenuta dell'UEM. Vi sono molti modi per dare attuazione a una capacità di bilancio dell'area dell'euro, ad esempio attraverso un sistema di sussidi di disoccupazione o un fondo dell'area dell'euro per gli investimenti. Ognuna di queste possibilità presenta sfide e benefici dal punto di vista tecnico e politico. Sarà tuttavia indispensabile massimizzare gli effetti positivi sul funzionamento dell'UEM preservando al tempo stesso i fattori che incentivano la messa a punto di solide politiche di bilancio e affrontando le debolezze strutturali a livello nazionale. L'obiettivo non dovrebbe essere un aggiustamento attivo e preciso dei cicli economici nazionali o un livellamento delle entrate. Tale concetto è in linea con i principi indicati dalla relazione dei cinque presidenti, secondo la quale una capacità di bilancio non dovrebbe comportare trasferimenti permanenti in un'unica direzione.

Infine, è probabile che i progressi verso la realizzazione di un'unione di bilancio e verso una più solida unione finanziaria nell'area dell'euro si rafforzino a vicenda. Una maggiore efficienza dei mercati dei capitali, ad esempio, ridurrebbe la necessità di conseguire una stabilizzazione attraverso altri canali come la politica monetaria e di bilancio. Allo stesso tempo un'unione di bilancio e istituzioni comuni dell'UE più forti possono rafforzare le attività finanziarie transfrontaliere.

³² Cfr. ["Ulteriori tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria dell'Europa: tabella di marcia"](#), comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio e alla Banca centrale europea (6 dicembre 2017).

³³ Cfr. [Financial Integration in Europe](#), BCE, 2016.

³⁴ Cfr. [ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures](#), Comitato europeo per il rischio sistemico, marzo 2015.

³⁵ Cfr. il volume 1 della relazione della task force sulle attività a basso rischio, ["Sovereign bond-backed securities: a feasibility study"](#), Comitato europeo per il rischio sistemico, gennaio 2018.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Andamenti finanziari	S3
3 Attività economica	S8
4 Prezzi e costi	S14
5 Moneta e credito	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

-	dati inesistenti / non applicabili
.	dati non ancora disponibili
...	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 1° trim.	0,9	0,3	0,3	0,5	1,4	0,6	2,4	1,9	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	1,0	0,8	0,2	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
3° trim.	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
4° trim.	1,0	0,6	0,4	0,4	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2017 ott.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5
dic.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
feb.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)							Importazioni di beni ¹⁾					
	Purchasing Managers' Index composito					Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero	Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4	
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0	
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,2	6,7	
2017 2° trim.	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,4	53,3	51,6	0,3	1,6	-0,6	
3° trim.	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,1	1,6	
4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,6	1,4	
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,5	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	.	.	.	
2018 nov.	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,4	0,9	1,7	
dic.	53,4	54,1	54,8	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,6	1,4	
2018 gen.	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,6	3,2	
feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,4	2,9	2,5	3,2	
mar.	52,8	54,2	52,5	51,3	51,8	55,2	53,1	52,8	51,2	.	.	.	
apr.	.	54,8	.	.	.	55,2	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 set.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
ott.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
dic.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 gen.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 set.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
ott.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
dic.	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 gen.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 set.	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4
ott.	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1
dic.	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 gen.	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7
mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento			
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾	Indicatore composto del costo del finanziamento					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2017 mar.	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85		
apr.	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87		
mag.	0,06	0,46	0,39	0,81	6,31	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87		
giu.	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87		
lug.	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88		
ago.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91		
set.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89		
ott.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88		
nov.	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87		
dic.	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83		
2018 gen.	0,04	0,44	0,35	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84		
feb. ⁽⁶⁾	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,85	4,70	5,70	6,18	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84		

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore 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	
2017 mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82
apr.	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81
mag.	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76
giu.	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76
lug.	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74
ago.	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75
set.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73
ott.	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73
nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72
dic.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71
2018 gen.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,12	1,38	1,60	1,68
feb. ⁽⁶⁾	0,04	0,09	0,42	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,17	1,35	1,63	1,71

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.239	519	154	.	70	438	57	368	167	54	.	37	79	31
2017 set.	1.316	531	162	.	81	478	65	372	163	61	.	37	82	29
ott.	1.290	528	159	.	84	457	62	384	175	57	.	41	74	36
nov.	1.281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
dic.	1.239	519	154	.	70	438	57	304	139	50	.	30	55	29
2018 gen.	1.269	533	151	.	77	447	61	399	195	37	.	41	91	36
feb.	1.277	539	149	.	80	444	65	347	170	35	.	34	78	30
A lungo termine														
2015	15.249	3.786	3.287	.	1.057	6.481	637	217	68	46	.	13	81	9
2016	15.398	3.695	3.234	.	1.186	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017	15.349	3.560	3.137	.	1.190	6.819	642	249	66	75	.	17	84	7
2017 set.	15.361	3.567	3.178	.	1.177	6.804	634	224	56	56	.	17	90	5
ott.	15.341	3.579	3.163	.	1.183	6.777	640	249	76	57	.	21	85	10
nov.	15.373	3.594	3.129	.	1.187	6.819	643	229	55	64	.	23	79	8
dic.	15.349	3.560	3.137	.	1.190	6.819	642	213	46	92	.	14	54	6
2018 gen.	15.366	3.569	3.147	.	1.173	6.841	636	302	99	75	.	14	109	5
feb.	15.396	3.566	3.165	.	1.171	6.864	629	214	56	51	.	12	88	7

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
Consistenze											
2015	16.517,8	4.303,1	3.434,4	.	1.118,7	6.959,2	702,4	6.814,3	584,3	985,2	5.244,9
2016	16.639,6	4.212,9	3.369,9	.	1.245,1	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1
2017	16.588,1	4.079,3	3.291,8	.	1.259,8	7.257,3	699,8	7.959,0	613,6	1.266,1	6.079,3
2017 set.	16.676,6	4.097,8	3.339,5	.	1.257,7	7.282,0	699,6	7.932,9	657,7	1.232,6	6.042,6
ott.	16.631,0	4.106,6	3.322,0	.	1.266,3	7.233,8	702,3	8.164,0	649,6	1.297,1	6.217,3
nov.	16.654,2	4.120,6	3.282,3	.	1.268,1	7.279,8	703,5	8.005,6	638,4	1.252,4	6.114,8
dic.	16.588,1	4.079,3	3.291,8	.	1.259,8	7.257,3	699,8	7.959,0	613,6	1.266,1	6.079,3
2018 gen.	16.634,8	4.102,0	3.298,1	.	1.249,9	7.287,7	697,1	8.208,1	666,7	1.336,1	6.205,3
feb.	16.672,4	4.105,3	3.314,8	.	1.251,5	7.307,4	693,4	7.924,4	639,8	1.295,7	5.988,9
Tasso di crescita											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,7	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017 set.	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
ott.	1,0	-1,0	-0,6	.	7,4	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1
nov.	1,1	-0,7	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
dic.	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 gen.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3
feb.	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,2	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	86,9	
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,1	89,4	109,7	89,2	
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,5	
2017 2° trim.	95,3	90,3	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	89,0	
3° trim.	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	92,3	
4° trim.	98,6	93,1	93,6	87,5	80,5	91,5	115,0	92,5	
2018 1° trim.	99,6	93,9	94,8	.	.	.	117,0	93,8	
2017 ott.	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4	
nov.	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,4	
dic.	98,8	93,3	93,7	-	-	-	115,3	92,6	
2018 gen.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	93,2	
feb.	99,6	93,9	94,8	-	-	-	117,3	94,0	
mar.	99,7	94,0	95,1	-	-	-	117,7	94,2	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2018 mar.	0,1	0,1	0,3	-	-	-	0,4	0,2	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2018 mar.	6,1	5,4	6,0	-	-	-	8,4	7,2	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 2° trim.	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
3° trim.	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
4° trim.	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 1° trim.	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 ott.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
dic.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 gen.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
mar.	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2018 mar.	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,1	-1,8	1,1	-0,1	0,1	2,2	1,2	-0,1
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2018 mar.	5,8	0,2	-5,9	0,2	0,8	8,4	-1,8	2,0	2,5	6,6	9,1	15,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2017 1° trim.	25.245,3	25.690,0	-444,7	11.172,4	9.021,1	8.225,5	10.715,6	-60,7	5.181,5	5.953,3	726,6	14.231,8
2° trim.	24.718,0	25.150,8	-432,8	10.918,3	8.790,0	8.148,6	10.598,6	-46,0	5.014,4	5.762,3	682,7	13.852,5
3° trim.	24.554,9	24.904,9	-350,0	10.603,8	8.508,0	8.314,0	10.609,1	-57,2	5.019,4	5.787,9	674,8	13.740,7
4° trim.	24.648,1	24.798,0	-149,8	10.561,0	8.510,7	8.499,4	10.594,2	-51,2	4.969,3	5.693,0	669,7	13.514,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2017 4° trim.	220,7	222,0	-1,3	94,6	76,2	76,1	94,9	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
<i>Transazioni</i>												
2017 1° trim.	627,8	581,4	46,4	181,8	191,9	175,8	78,7	23,5	249,1	310,8	-2,3	-
2° trim.	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
3° trim.	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
4° trim.	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2017 set.	54,0	-25,4	79,3	14,0	4,5	67,2	28,9	-1,9	-31,8	-58,8	6,4	-
ott.	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
nov.	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
dic.	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018 gen.	311,8	296,9	14,9	37,4	11,2	87,9	66,7	0,6	183,6	219,0	2,3	-
feb.	92,5	77,9	14,6	29,8	25,0	26,5	-15,8	0,0	36,2	68,7	-0,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2018 feb.	894,5	445,2	449,2	76,9	-23,7	620,5	323,3	4,7	188,5	145,7	3,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2018 feb.	8,0	4,0	4,0	0,7	-0,2	5,6	2,9	0,0	1,7	1,3	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	10.515,8	10.031,0	5.753,8	2.169,4	2.078,4	1.016,6	638,1	418,0	29,4	484,9	4.846,9	4.362,0
2016	10.790,1	10.312,1	5.891,4	2.220,1	2.190,5	1.052,3	674,9	457,8	10,0	478,0	4.938,2	4.460,2
2017	11.168,6	10.664,0	6.073,7	2.273,9	2.287,0	1.113,4	712,7	455,4	29,5	504,6	5.286,3	4.781,7
2017 1° trim.	2.748,6	2.631,7	1.504,6	562,7	560,1	273,1	172,2	113,4	4,3	116,9	1.297,5	1.180,6
2° trim.	2.782,0	2.663,7	1.515,3	566,3	573,0	277,4	176,1	118,2	9,1	118,3	1.309,0	1.190,7
3° trim.	2.810,3	2.678,1	1.522,5	570,5	573,5	279,7	179,9	112,5	11,6	132,2	1.326,6	1.194,4
4° trim.	2.835,1	2.695,9	1.532,5	574,6	583,1	284,0	184,4	113,3	5,7	139,2	1.363,1	1.224,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,5	54,4	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 1° trim.	0,6	0,1	0,5	0,2	0,1	1,5	0,9	-4,2	-	-	1,4	0,3
2° trim.	0,7	1,0	0,5	0,4	2,0	1,1	2,1	4,2	-	-	1,2	1,8
3° trim.	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,3	0,2	2,0	-5,1	-	-	1,7	0,7
4° trim.	0,7	0,3	0,2	0,3	1,2	0,7	2,3	0,3	-	-	2,2	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,4	1,9	1,7	1,2	2,9	3,3	5,2	-1,2	-	-	5,1	4,3
2017 1° trim.	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,2	3,6	6,9	-	-	4,8	4,7
2° trim.	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,0	4,4	1,0	-	-	4,5	4,5
3° trim.	2,7	2,0	1,9	1,4	2,5	3,5	6,2	-4,9	-	-	5,8	4,5
4° trim.	2,8	1,6	1,5	1,4	3,0	3,6	7,6	-5,0	-	-	6,6	4,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 1° trim.	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,5	-	-
2° trim.	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
3° trim.	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
4° trim.	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 1° trim.	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
2° trim.	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
3° trim.	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
4° trim.	2,8	1,6	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,2	-0,2	1,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.443,6	153,9	1.900,3	468,5	1.782,4	433,2	464,0	1.073,1	1.026,2	1.811,6	330,4	1.072,2
2016	9.680,7	151,6	1.936,8	489,0	1.831,1	451,3	454,0	1.100,6	1.071,1	1.857,5	337,6	1.109,4
2017	10.012,7	164,4	1.998,9	513,6	1.907,6	467,7	453,1	1.132,5	1.123,4	1.906,1	345,4	1.156,0
2017 1° trim.	2.464,7	40,5	490,5	125,7	469,2	115,0	112,8	279,7	275,2	470,7	85,2	284,0
2° trim.	2.494,1	40,8	497,2	127,9	476,4	116,7	113,0	282,1	279,2	474,8	86,0	287,8
3° trim.	2.519,9	41,3	504,1	129,5	479,7	117,7	113,9	284,6	283,2	478,9	86,9	290,4
4° trim.	2.541,5	41,8	510,9	131,4	483,4	118,5	113,5	286,0	286,5	482,0	87,3	293,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 1° trim.	0,7	1,5	0,3	1,3	1,2	1,2	-0,1	0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2° trim.	0,7	-0,3	1,1	0,8	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
3° trim.	0,7	0,5	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
4° trim.	0,7	0,1	1,6	1,1	0,6	0,8	0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	0,9	3,0	2,7	2,9	4,5	0,1	1,3	3,6	1,3	1,1	2,6
2017 1° trim.	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,6	1,2	3,5	1,1	0,9	2,6
2° trim.	2,4	0,1	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,9	3,0
3° trim.	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,5	4,0	1,5	1,4	2,6
4° trim.	2,8	1,8	4,6	3,6	3,0	4,3	1,0	1,5	4,0	1,3	1,4	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 1° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2017 1° trim.	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2° trim.	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
3° trim.	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-
4° trim.	2,8	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,2	0,6	-0,2	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,3	0,9
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,2	1,1	1,5	1,7	3,2	-0,9	2,2	3,4	1,3	1,4
2017 1° trim.	1,6	1,8	0,0	0,9	0,9	1,1	1,8	3,4	-0,5	1,0	3,3	1,3	0,8
2° trim.	1,6	2,0	-0,6	0,1	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,8	2,6	3,3	1,2	1,4
3° trim.	1,7	2,1	-0,4	-0,9	1,3	1,8	1,8	3,1	-0,9	2,3	3,4	1,3	2,2
4° trim.	1,6	1,9	-0,4	-0,7	1,2	2,2	1,4	3,1	-1,3	2,8	3,5	1,3	1,1
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
2017	100,0	81,2	18,8	4,1	15,3	6,7	25,7	3,0	2,6	1,0	13,4	21,9	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,9
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,3	0,6	0,0	1,5	2,1	0,6	2,2	2,9	1,0	0,9
2017	1,4	1,9	-0,6	-1,1	1,1	1,5	1,6	3,3	-0,8	2,3	3,3	1,0	0,9
2017 1° trim.	1,2	1,7	-0,7	-1,0	0,7	1,2	1,4	3,4	-0,1	0,9	3,2	0,8	0,1
2° trim.	1,5	2,0	-0,4	-1,2	1,1	1,1	2,0	3,7	-1,1	2,4	3,2	1,0	1,0
3° trim.	1,8	2,3	-0,2	-1,0	1,6	1,9	2,1	3,4	-0,4	2,3	3,5	1,1	1,8
4° trim.	1,8	2,3	-0,4	-0,6	1,8	3,0	1,6	3,3	-1,2	3,9	3,6	1,2	0,5
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,0
2017	-0,2	0,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,4
2017 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,6	-1,9	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6
2° trim.	-0,1	0,0	0,2	-1,3	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
3° trim.	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,4	0,3	0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,4
4° trim.	0,2	0,3	0,0	0,1	0,6	0,8	0,2	0,2	0,1	1,1	0,1	-0,1	-0,6

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,255	10,0	5,0	13,290	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7
2017	162,635	4,1	14,754	9,1	4,4	12,086	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,118	9,5	1,9
2017 1° trim.	161,766	4,3	15,377	9,5	4,8	12,617	8,5	2,760	19,5	7,951	9,1	7,426	9,9	1,9
2° trim.	162,351	4,2	14,864	9,1	4,5	12,151	8,2	2,713	19,1	7,685	8,8	7,179	9,6	1,9
3° trim.	163,317	4,0	14,587	9,0	4,2	11,953	8,0	2,634	18,5	7,571	8,6	7,016	9,3	1,9
4° trim.	163,107	3,9	14,187	8,7	4,2	11,621	7,8	2,566	18,0	7,338	8,4	6,850	9,1	2,0
2017 set.	-	-	14,457	8,9	-	11,837	8,0	2,620	18,4	7,493	8,5	6,963	9,2	-
ott.	-	-	14,317	8,8	-	11,717	7,9	2,600	18,2	7,406	8,5	6,912	9,2	-
nov.	-	-	14,186	8,7	-	11,625	7,8	2,560	17,9	7,329	8,4	6,857	9,1	-
dic.	-	-	14,059	8,6	-	11,520	7,7	2,539	17,8	7,279	8,3	6,780	9,0	-
2018 gen.	-	-	14,057	8,6	-	11,529	7,7	2,528	17,7	7,283	8,3	6,774	9,0	-
feb.	-	-	13,916	8,5	-	11,396	7,7	2,520	17,7	7,246	8,3	6,670	8,9	-

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 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,8	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	2,8	8,8
2016	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,3	2,9	7,9	2,2	1,4	3,1	0,9	5,6
2017 2° trim.	2,5	2,6	3,3	2,2	1,9	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,1	1,5	6,0
3° trim.	4,0	4,4	4,6	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,5	1,3	4,0	0,4	5,5
4° trim.	4,1	4,8	5,4	6,1	2,2	-0,6	2,7	9,6	2,0	0,8	2,9	0,0	6,3
2018 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,3
2017 ott.	2,7	3,4	5,2	1,6	4,2	-2,6	3,0	9,2	0,2	-0,5	0,5	-0,2	5,9
nov.	4,7	5,4	4,9	9,2	0,5	-0,7	2,7	10,4	3,7	1,7	5,5	0,4	8,6
dic.	5,2	5,6	6,2	7,8	2,1	1,3	1,9	9,1	2,0	1,3	2,9	-0,2	4,4
2018 gen.	3,7	6,0	5,2	8,8	3,0	-8,9	6,9	9,2	1,5	0,0	3,0	-1,0	6,4
feb.	2,9	2,5	2,9	2,2	2,1	5,7	0,4	6,4	1,8	1,2	2,3	-0,1	4,8
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 ott.	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	-1,3	0,1	0,7	-1,1	-1,6	-1,2	-0,2	-2,8
nov.	1,5	1,6	0,7	2,7	0,4	2,5	0,3	1,8	2,0	1,4	2,9	0,5	4,4
dic.	-0,1	-0,3	1,1	-1,7	0,2	0,9	0,8	1,7	-1,0	-0,3	-1,5	-0,3	0,4
2018 gen.	-0,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-5,4	-0,8	-2,1	-0,3	-0,7	0,0	-0,1	0,1
feb.	-0,8	-2,0	-0,8	-3,6	-1,0	6,8	-0,5	0,0	0,1	0,8	-0,5	0,9	-0,6
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
1999-2014	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 2° trim.	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
3° trim.	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
4° trim.	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 1° trim.	113,9	7,8	.	0,5	4,7	3,7	16,9	.	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 nov.	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
dic.	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 gen.	114,9	9,1	84,5	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
feb.	114,2	8,0	-	0,1	4,3	4,5	17,6	-	58,6	59,6	56,2	57,1
mar.	112,6	6,4	-	0,1	5,2	1,6	16,3	-	56,6	55,9	54,9	55,2
apr.	.	.	-	0,4	.	.	.	-	56,0	55,8	55,0	55,2

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,4	4,9	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,5	1,9	1,4	3,3	2,5	33,2	6,4	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,9	5,6	4,3	4,5	33,1	7,8	135,2	4,0	6,1	2,1
2017 1° trim.	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,1	7,2	135,4	4,6	9,9	2,5
2° trim.	12,1	93,1	1,2	2,0	5,2	5,0	4,7	32,9	6,5	134,2	4,2	10,2	2,5
3° trim.	12,0	93,0	1,5	2,1	6,7	5,0	5,2	33,2	6,6	133,0	4,4	4,1	2,6
4° trim.	.	.	1,4	2,0	7,4	5,1	6,0	33,5	6,9	.	3,6	2,7	2,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni).

Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2017 1° trim.	958,1	870,5	87,6	560,5	484,9	206,7	188,7	164,4	138,2	26,5	58,6	7,4	17,6
2° trim.	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
3° trim.	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
4° trim.	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2017 set.	330,9	291,7	39,2	194,8	161,5	71,7	62,1	55,5	46,0	9,0	22,2	2,2	3,1
ott.	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
nov.	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
dic.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018 gen.	329,6	290,5	39,0	196,5	167,5	71,3	62,7	53,0	42,1	8,7	18,2	2,9	1,8
feb.	324,8	289,7	35,1	193,8	165,9	71,7	62,8	51,1	44,8	8,2	16,2	2,1	1,6
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 feb.	3.926,8	3.518,8	408,1	2.306,1	1.950,7	853,6	751,8	659,6	565,0	107,4	251,3	33,4	45,8
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 feb.	35,1	31,5	3,7	20,6	17,5	7,6	6,7	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,4

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

3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi 3	Beni di investimento 4	Beni di consumo 5		Beni intermedi 8	Beni di investimento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 11	Settore petrolifero 12		
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 1° trim.	11,2	14,3	541,5	258,8	110,9	161,9	451,0	488,0	279,5	78,9	121,5	346,7	59,5
2° trim.	5,4	10,1	545,5	257,2	112,7	163,0	456,3	488,4	275,9	81,1	123,9	355,0	52,2
3° trim.	6,0	7,9	547,1	257,0	114,3	164,1	459,7	485,5	272,8	80,7	122,7	354,8	48,4
4° trim.	6,1	7,5	562,0	268,2	115,5	167,1	471,2	499,5	285,2	80,8	124,8	359,5	58,9
2017 set.	5,2	5,5	184,9	87,0	39,2	54,9	155,5	161,3	90,9	26,9	40,8	117,2	16,5
ott.	9,0	10,7	181,4	86,7	36,7	54,0	151,8	163,0	92,5	27,1	41,3	119,1	17,7
nov.	8,5	9,1	188,8	90,4	38,5	56,1	157,8	167,8	95,3	27,2	42,4	120,0	19,7
dic.	0,8	2,6	191,8	91,1	40,3	57,0	161,6	168,6	97,4	26,4	41,2	120,4	21,5
2018 gen.	9,0	5,8	190,5	92,7	38,3	56,7	158,9	170,3	98,2	27,6	41,6	120,1	23,1
feb.	3,0	1,6	186,1	.	.	.	155,2	165,1	.	.	.	115,8	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 1° trim.	6,7	3,6	121,2	121,0	119,7	125,1	120,7	110,6	111,3	108,9	110,8	112,9	108,8
2° trim.	1,6	2,5	122,4	121,0	121,7	125,6	122,1	112,9	112,8	113,1	114,2	116,3	104,5
3° trim.	3,8	3,3	123,9	121,8	124,5	128,0	124,0	114,3	113,9	115,0	113,8	117,7	100,3
4° trim.	4,5	3,9	126,5	125,8	125,2	130,4	126,8	114,5	114,8	112,6	115,1	118,1	106,6
2017 ago.	5,1	5,3	124,8	122,2	125,6	129,9	125,1	115,5	115,3	118,4	114,2	119,8	100,6
set.	3,1	1,2	125,9	124,0	128,4	128,5	126,2	113,8	113,2	115,4	114,1	117,2	98,3
ott.	6,9	7,5	123,0	122,7	121,1	126,1	123,0	114,6	114,8	116,4	115,0	119,0	102,7
nov.	6,7	4,1	127,6	126,9	124,9	132,4	127,5	115,2	114,6	114,5	116,8	118,1	105,4
dic.	-0,2	-0,2	128,9	127,8	129,6	132,8	130,0	113,8	115,1	107,0	113,7	117,1	111,9
2018 gen.	8,7	4,9	128,0	128,9	123,5	133,0	127,9	114,5	114,9	112,9	114,5	116,9	114,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2017 2° trim.	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3	
3° trim.	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1	
4° trim.	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2	
2018 1° trim.	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,4	1,2	1,9	
2017 ott.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1	
nov.	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2	
dic.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2	
2018 gen.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9	
feb.	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8	
mar.	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
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
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 2° trim.	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
3° trim.	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
4° trim.	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 1° trim.	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2017 ott.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
nov.	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4
dic.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4
2018 gen.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
feb.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
mar.	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ²⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,1
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,8	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	4,3
2017 1° trim.	100,7	4,1	4,0	2,0	3,0	0,8	1,7	2,4	0,1	10,5	1,9	3,7	3,3
2° trim.	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,5
3° trim.	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	0,9	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	4,4
4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	5,1
2017 set.	100,9	2,9	2,9	2,2	3,2	0,9	2,1	2,9	0,2	4,4	-	-	-
ott.	101,3	2,5	2,5	2,2	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-
nov.	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	0,9	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	-
dic.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 gen.	102,4	1,6	1,9	1,7	2,8	1,0	1,0	1,3	0,4	1,2	-	-	-
feb.	102,5	1,6	1,4	1,6	2,4	1,0	0,9	1,0	0,5	2,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,2	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,2	17,2
2017 2° trim.	107,9	1,2	1,5	1,4	1,2	1,4	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
3° trim.	108,3	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
4° trim.	108,5	1,2	1,4	1,3	1,3	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,8	5,9
2018 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,6	-8,9	-14,1	-3,9	-7,8	-12,5	-2,6
2017 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,7	-12,3	-1,2	-4,8	-9,3	0,4
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,8	-15,2	-0,5	-6,3	-12,6	1,2
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,4	-14,3	-4,9	-8,0	-12,2	-3,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,4	-12,8	-6,3	-9,2	-12,6	-5,4

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 2° trim.	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
3° trim.	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
4° trim.	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 1° trim.	12,2	7,2	9,4	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 nov.	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
dic.	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 gen.	12,5	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
feb.	12,6	6,8	9,6	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
mar.	11,5	7,3	8,8	11,7	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
apr.	.	.	.	.	.	63,4	56,8	57,0	51,8

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Markit.

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 1° trim.	100,6	1,5	1,5	1,7	1,4	1,9	1,6
2° trim.	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
3° trim.	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
4° trim.	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale	Totale	Per settore di attività									
	(indice: 2010 =100)		Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,5	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	1,9	0,0	-0,5	1,1	0,0	2,0	4,3	0,8	1,2	1,4
2017	106,5	0,8	-0,1	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	4,6	2,0	1,7	1,7
2017 1° trim.	106,2	0,9	0,3	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,8	3,0	1,8	1,7	1,7
2° trim.	106,3	0,8	0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,7	6,1	2,3	1,7	2,2
3° trim.	106,4	0,6	-0,4	-1,2	-0,1	0,4	1,1	0,1	4,4	1,9	1,4	1,5
4° trim.	106,7	0,6	-1,0	-1,4	0,6	0,1	1,1	-1,0	4,9	1,7	1,8	1,4
Redditi per occupato												
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	0,9	1,3	1,4	1,4	0,3	2,3	3,1	0,8	1,3	1,7
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,5	3,7	2,2	1,7	1,5
2017 1° trim.	110,6	1,4	0,0	1,3	1,3	1,4	0,4	1,7	3,3	2,0	1,6	1,8
2° trim.	111,0	1,6	0,9	1,4	1,9	1,3	1,7	1,6	4,7	2,1	1,8	1,7
3° trim.	111,4	1,6	1,4	1,4	1,1	1,9	2,4	1,2	3,6	2,5	1,6	0,8
4° trim.	112,2	1,8	1,6	1,9	2,0	1,6	2,2	1,3	3,5	2,2	1,8	1,6
Produttività del lavoro per occupato												
2015	103,2	1,1	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-1,0	1,3	1,9	0,3	0,2	0,2	-1,1	0,0	0,0	0,3
2017	104,4	0,7	1,0	1,9	1,1	1,2	1,2	1,0	-0,8	0,2	0,0	-0,3
2017 1° trim.	104,1	0,5	-0,4	0,9	1,3	1,0	1,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1
2° trim.	104,4	0,8	0,0	1,9	2,0	1,4	1,6	0,9	-1,4	-0,2	0,1	-0,5
3° trim.	104,7	1,0	1,8	2,6	1,2	1,5	1,3	1,1	-0,8	0,6	0,2	-0,7
4° trim.	105,1	1,2	2,6	3,3	1,3	1,5	1,1	2,3	-1,3	0,4	0,1	0,3
Redditi per ora lavorata												
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	0,4	1,3	1,4	1,4	0,8	1,7	3,3	0,6	1,5	1,6
2017	113,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	3,4	2,1	2,0	1,7
2017 1° trim.	112,4	1,6	0,5	1,4	0,9	1,4	0,3	1,4	3,2	1,8	2,1	2,6
2° trim.	112,7	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	1,3	2,0	4,9	2,0	2,1	2,0
3° trim.	113,1	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,4	1,8	0,7	3,3	2,2	1,8	1,0
4° trim.	113,8	1,4	0,7	1,1	1,2	1,2	1,7	1,0	2,2	2,0	1,8	1,9
Produttività per ora lavorata												
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,7	0,4	0,8	-0,4	-1,2	-0,1	0,3	0,3
2017	106,8	0,9	2,0	1,9	1,2	1,2	1,2	1,0	-0,9	0,3	0,3	0,2
2017 1° trim.	106,3	0,8	1,5	1,1	1,2	1,4	1,5	-0,5	0,4	0,3	0,3	0,7
2° trim.	106,5	0,9	1,3	1,8	2,0	1,2	1,3	1,3	-1,2	0,0	0,3	0,0
3° trim.	106,8	0,9	1,9	2,2	1,1	1,1	1,0	0,7	-0,8	0,4	0,3	-0,3
4° trim.	107,3	1,0	2,4	2,7	0,6	1,4	0,9	2,2	-2,3	0,4	0,1	0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	11			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi					6	7		8	9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.083,9	7.159,0	1.329,6	2.221,2	3.550,8	10.709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11.399,0
2017	1.112,0	6.634,9	7.746,9	1.194,7	2.261,2	3.455,9	11.202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11.863,8
2017 1° trim.	1.087,2	6.247,9	7.335,1	1.306,3	2.225,7	3.532,0	10.867,1	74,4	531,6	100,2	706,2	11.573,2
2° trim.	1.094,9	6.383,4	7.478,3	1.259,8	2.237,4	3.497,2	10.975,5	68,2	513,7	80,1	662,1	11.637,6
3° trim.	1.103,9	6.531,0	7.634,9	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,7
4° trim.	1.112,0	6.634,9	7.746,9	1.194,7	2.261,2	3.455,9	11.202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11.863,8
2017 set.	1.103,9	6.531,0	7.634,9	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,7
ott.	1.110,0	6.547,7	7.657,7	1.218,2	2.258,6	3.476,8	11.134,6	68,9	528,1	68,4	665,4	11.800,0
nov.	1.110,2	6.613,1	7.723,3	1.202,1	2.258,9	3.461,1	11.184,4	78,4	518,8	77,4	674,6	11.859,0
dic.	1.112,0	6.634,9	7.746,9	1.194,7	2.261,2	3.455,9	11.202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11.863,8
2018 gen.	1.114,5	6.677,1	7.791,6	1.198,3	2.263,9	3.462,2	11.253,9	74,7	513,9	57,7	646,3	11.900,2
feb. ^(p)	1.115,6	6.714,3	7.829,9	1.180,2	2.265,4	3.445,6	11.275,4	73,0	499,2	63,1	635,3	11.910,7
Transazioni												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	586,5	623,5	-111,5	36,3	-75,2	548,3	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,7
2017 1° trim.	12,1	166,8	178,9	-21,0	4,4	-16,6	162,3	4,1	8,5	4,0	16,5	178,8
2° trim.	7,8	154,9	162,7	-36,7	11,3	-25,4	137,3	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,3
3° trim.	9,1	157,5	166,6	-32,6	10,8	-21,8	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,3
4° trim.	8,2	107,2	115,4	-21,3	9,8	-11,4	103,9	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,3
2017 set.	4,4	45,0	49,3	-16,4	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
ott.	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
nov.	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
dic.	1,9	24,3	26,1	-6,4	2,3	-4,1	22,0	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,2
2018 gen.	2,4	48,9	51,3	6,3	4,3	10,6	61,9	-0,7	4,5	-16,9	-13,2	48,8
feb. ^(p)	1,1	33,0	34,1	-19,7	1,4	-18,3	15,8	-2,0	-14,6	4,6	-12,1	3,7
Variazioni percentuali												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 1° trim.	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
2° trim.	3,8	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,9
3° trim.	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
4° trim.	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 set.	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
ott.	3,5	10,5	9,5	-9,7	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
nov.	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
dic.	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 gen.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,2	-1,6	-1,1	-38,7	-6,3	4,5
feb. ^(p)	2,9	9,4	8,4	-9,1	1,8	-2,3	4,9	7,9	-2,9	-35,3	-6,4	4,2

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.697,5	561,8	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 1° trim.	2.160,5	1.694,9	301,4	157,6	6,5	6.137,2	3.497,7	622,0	2.014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
2° trim.	2.190,0	1.732,0	293,6	158,0	6,4	6.188,9	3.560,3	600,8	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
3° trim.	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
4° trim.	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.697,5	561,8	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 set.	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
ott.	2.231,5	1.786,0	280,6	159,3	5,5	6.294,0	3.673,5	576,1	2.042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
nov.	2.247,7	1.797,9	282,2	159,6	7,9	6.295,4	3.682,1	568,8	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
dic.	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.697,5	561,8	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2018 gen.	2.287,2	1.823,4	294,7	158,6	10,5	6.329,8	3.724,4	556,4	2.047,4	1,7	982,3	202,1	412,6
feb. ^(p)	2.267,1	1.812,5	287,5	158,1	8,9	6.359,7	3.759,9	549,1	2.048,9	1,8	982,6	207,8	415,7
Transazioni													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,5	303,9	-81,6	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 1° trim.	81,1	79,0	6,6	-2,6	-1,9	85,1	97,3	-23,0	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
2° trim.	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,9	65,8	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
3° trim.	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,5	75,5	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
4° trim.	23,4	16,3	1,4	1,5	4,2	48,0	65,3	-21,5	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 set.	12,2	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	27,9	-6,3	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
ott.	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,6	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
nov.	17,9	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
dic.	-4,2	-11,1	5,2	0,1	1,5	8,1	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 gen.	48,4	39,7	8,9	-1,2	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-24,9	1,7	2,8
feb. ^(p)	-22,3	-12,4	-7,8	-0,5	-1,7	28,8	34,8	-7,6	1,5	0,1	-2,3	5,5	3,0
Variazioni percentuali													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 1° trim.	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,0	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
2° trim.	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,6	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
3° trim.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
4° trim.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 set.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
ott.	8,4	12,2	-7,0	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,7	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
nov.	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
dic.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 gen.	8,7	10,8	0,4	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	6,9	4,1	5,4
feb. ^(p)	6,8	9,0	-2,6	0,3	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	6,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.877,7	10.708,3	10.979,2	4.313,5	5.447,3	834,7	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,1	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 1° trim.	4.434,5	1.071,6	3.348,8	13.006,3	10.790,4	11.047,5	4.332,7	5.494,6	850,2	112,9	1.423,2	792,6
2° trim.	4.463,9	1.064,5	3.385,2	13.001,0	10.766,7	11.050,3	4.301,9	5.520,1	832,0	112,7	1.437,8	796,5
3° trim.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.049,0	10.816,1	11.103,7	4.304,9	5.554,6	844,8	111,9	1.438,8	794,1
4° trim.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,1	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 set.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.049,0	10.816,1	11.103,7	4.304,9	5.554,6	844,8	111,9	1.438,8	794,1
ott.	4.559,0	1.044,7	3.500,5	13.093,8	10.860,8	11.147,2	4.331,9	5.565,2	851,6	112,1	1.432,6	800,4
nov.	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.121,5	10.888,7	11.170,0	4.344,5	5.581,1	848,1	115,0	1.426,9	805,8
dic.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,1	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2018 gen.	4.597,4	1.031,2	3.552,0	13.182,3	10.932,0	11.228,9	4.353,1	5.603,8	862,6	112,5	1.449,3	801,0
feb. ^(a)	4.596,0	1.023,2	3.558,6	13.180,8	10.937,4	11.222,3	4.347,3	5.617,8	858,5	113,8	1.457,4	786,0
Transazioni												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,2	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	290,1	-43,4	332,9	360,7	271,7	315,4	80,0	173,3	22,0	-3,6	64,0	25,0
2017 1° trim.	77,4	-11,1	88,0	143,5	96,6	86,7	26,4	49,6	20,4	0,2	36,7	10,1
2° trim.	34,6	-5,2	39,8	55,6	24,3	49,2	0,1	34,8	-10,6	0,0	19,4	12,0
3° trim.	88,7	-10,8	99,6	73,9	75,5	86,8	20,7	40,7	14,9	-0,7	2,1	-3,8
4° trim.	89,4	-16,3	105,5	87,8	75,3	92,8	32,8	48,3	-2,7	-3,0	5,8	6,7
2017 set.	16,6	-3,5	20,4	22,0	24,0	27,3	4,5	15,6	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
ott.	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	27,6	11,2	5,3	0,2	-8,8	2,7
nov.	20,8	-1,4	22,2	43,8	35,4	32,3	16,0	18,3	-1,9	2,9	0,3	8,1
dic.	64,4	-9,1	73,4	5,7	-4,5	15,7	-10,9	18,7	-6,1	-6,2	14,2	-4,1
2018 gen.	-29,9	-0,6	-29,6	77,2	68,2	68,8	33,1	7,2	24,2	3,7	11,1	-2,0
feb. ^(a)	-0,6	-7,8	7,1	-0,8	3,0	-10,3	-7,5	14,0	-4,8	1,3	8,3	-12,1
Variazioni percentuali												
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
2° trim.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
3° trim.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
4° trim.	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 set.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
ott.	7,4	-4,2	11,5	2,7	2,5	2,8	1,7	3,1	3,6	-1,6	4,4	2,8
nov.	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
dic.	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2018 gen.	5,4	-4,4	8,7	3,0	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,5	2,2
feb. ^(a)	5,1	-4,1	8,1	2,8	2,7	3,0	1,9	3,0	4,6	2,0	4,9	0,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.313,5	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.447,3	5.727,2	615,6	4.083,3	748,4
2017	4.325,1	4.365,0	976,8	820,5	2.527,8	5.597,9	5.865,6	653,3	4.214,2	730,5
2017 1° trim.	4.332,7	4.333,8	1.006,0	802,5	2.524,2	5.494,6	5.768,9	626,9	4.123,3	744,5
2° trim.	4.301,9	4.316,1	990,8	798,6	2.512,5	5.520,1	5.798,9	635,3	4.147,7	737,1
3° trim.	4.304,9	4.326,1	978,2	812,4	2.514,3	5.554,6	5.828,8	644,7	4.179,0	730,9
4° trim.	4.325,1	4.365,0	976,8	820,5	2.527,8	5.597,9	5.865,6	653,3	4.214,2	730,5
2017 set.	4.304,9	4.326,1	978,2	812,4	2.514,3	5.554,6	5.828,8	644,7	4.179,0	730,9
ott.	4.331,9	4.352,6	992,4	816,9	2.522,6	5.565,2	5.840,5	647,7	4.186,7	730,7
nov.	4.344,5	4.365,7	987,9	822,7	2.533,9	5.581,1	5.853,2	652,2	4.197,5	731,5
dic.	4.325,1	4.365,0	976,8	820,5	2.527,8	5.597,9	5.865,6	653,3	4.214,2	730,5
2018 gen.	4.353,1	4.387,6	996,1	826,5	2.530,6	5.603,8	5.879,8	659,2	4.215,6	729,0
feb. ^(a)	4.347,3	4.377,6	989,8	821,5	2.536,0	5.617,8	5.893,7	661,9	4.223,4	732,4
Transazioni										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,2	114,4	23,9	105,5	-9,2
2017	80,0	131,3	0,7	36,3	43,1	173,3	166,1	43,4	134,0	-4,1
2017 1° trim.	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,6	43,8	11,2	39,3	-0,8
2° trim.	0,1	10,8	-1,8	2,3	-0,4	34,8	40,3	10,3	25,0	-0,6
3° trim.	20,7	33,2	-6,3	17,1	10,0	40,7	36,3	10,6	33,3	-3,3
4° trim.	32,8	55,9	2,6	10,6	19,5	48,3	45,8	11,3	36,4	0,6
2017 set.	4,5	7,4	-3,3	8,1	-0,3	15,6	11,5	2,3	13,6	-0,3
ott.	27,6	28,4	14,0	4,7	8,9	11,2	12,6	3,4	7,6	0,2
nov.	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,3	16,0	5,7	11,4	1,1
dic.	-10,9	9,9	-8,9	-0,9	-1,0	18,7	17,2	2,1	17,4	-0,7
2018 gen.	33,1	26,1	21,7	7,4	3,9	7,2	17,8	5,9	1,9	-0,6
feb. ^(a)	-7,5	-8,9	-7,5	-5,2	5,2	14,0	9,3	2,9	7,3	3,8
Variazioni percentuali										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2017 1° trim.	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
2° trim.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
3° trim.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
4° trim.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2017 set.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
ott.	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,1	2,7	6,8	3,3	-0,9
nov.	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,1	2,8	7,2	3,1	-0,8
dic.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2018 gen.	2,3	3,4	1,0	5,3	1,8	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,8
feb. ^(a)	1,9	3,1	0,5	4,6	1,7	3,0	2,9	7,3	2,9	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,8	2.090,9	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,8	205,9	121,6
2017	356,2	6.747,7	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2017 1° trim.	308,2	6.918,0	2.068,1	69,3	2.106,5	2.674,2	1.103,9	254,7	183,1	111,8
2° trim.	305,7	6.800,7	2.035,7	66,8	2.066,4	2.631,9	1.031,3	247,8	154,2	109,7
3° trim.	365,3	6.731,3	2.007,3	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,1	140,6	85,4
4° trim.	356,2	6.747,7	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2017 set.	365,3	6.731,3	2.007,3	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,1	140,6	85,4
ott.	341,8	6.720,2	1.983,1	60,8	2.012,7	2.663,5	965,6	243,6	158,3	109,5
nov.	308,9	6.696,7	1.964,8	60,1	2.016,2	2.655,5	951,8	209,4	167,6	132,7
dic.	356,2	6.747,7	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2018 gen.	316,2	6.734,0	1.959,4	60,5	2.022,5	2.691,7	817,9	352,8	133,2	85,8
feb. ^(a)	346,4	6.715,2	1.955,3	59,8	2.016,0	2.684,0	842,2	353,2	124,9	83,0
Transazioni										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-79,6	-84,8	-8,7	-71,8	85,6	-103,1	-63,0	-60,8	-27,3
2017 1° trim.	-7,5	-12,2	-16,6	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
2° trim.	-2,6	-10,9	-24,8	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,3	-28,9	-2,1
3° trim.	64,9	-23,7	-25,5	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
4° trim.	-9,2	-32,9	-17,8	-1,8	-11,3	-2,0	-78,8	-57,0	3,3	8,2
2017 set.	22,3	-15,8	-8,7	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,4	16,2	16,5
ott.	-23,3	-28,3	-25,0	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
nov.	-33,0	-3,5	2,2	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
dic.	47,2	-1,1	5,0	-0,5	5,5	-11,0	-12,4	-3,4	-23,7	-39,1
2018 gen.	-39,8	15,4	-7,4	-0,6	20,1	3,4	-29,3	6,4	-10,7	-7,8
feb. ^(a)	30,1	-29,3	-6,0	-0,7	-16,4	-6,3	15,0	-9,1	-8,3	-2,8
Variazioni percentuali										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 1° trim.	-4,3	-1,1	-3,8	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
2° trim.	-7,7	-1,1	-4,0	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
3° trim.	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
4° trim.	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 set.	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
ott.	8,6	-1,3	-5,2	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
nov.	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
dic.	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 gen.	5,0	-0,8	-4,0	-12,4	-2,3	3,3	-	-	-24,5	-19,3
feb. ^(a)	16,7	-1,3	-3,9	-13,0	-2,7	2,1	-	-	-27,1	-20,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 1° trim.	-1,3	.	.	.	.	0,9
2° trim.	-1,2	.	.	.	.	0,8
3° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
4° trim.	-0,9	.	.	.	.	1,1

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	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 1° trim.	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2° trim.	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6
3° trim.	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
4° trim.	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7

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
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,4	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 1° trim.	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2017 1° trim.	-1,7	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,4	1,0
2° trim.	-1,8	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,8
3° trim.	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2
4° trim.	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi			
	1													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2016 4° trim.	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 1° trim.	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2° trim.	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
3° trim.	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
2017 ott.	12,9	11,2	3,6	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
nov.	12,9	11,2	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
dic.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 gen.	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2
feb.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
mar.	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	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									
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
2017 1° trim.	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4
2° trim.	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8
3° trim.	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8
4° trim.	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
Debito pubblico									
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5
2017 1° trim.	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0
2° trim.	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7
3° trim.	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5
4° trim.	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 1° trim.	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
2° trim.	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
3° trim.	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
4° trim.	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 1° trim.	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
2° trim.	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
3° trim.	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
4° trim.	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2018**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito internet www.ecb.europa.eu

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 25 aprile 2018.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-003-IT-N (online)

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