



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 7 / 2019



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1    Contesto esterno	5
2    Andamenti finanziari	9
3    Attività economica	12
4    Prezzi e costi	16
5    Moneta e credito	19
<b>Riquadri</b>	<b>24</b>
1    Addio Eonia, benvenuto €STR!	24
2    L'andamento del settore dei servizi e la sua relazione con il settore manifatturiero	26
3    Un indicatore stilizzato dei cicli del mercato del lavoro nell'area dell'euro basato sulle valutazioni dei dirigenti d'azienda	31
4    Modalità di determinazione dei prezzi: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese di grandi dimensioni	36
<b>Articolo</b>	<b>42</b>
1    Le tendenze nella gestione delle riserve in valuta estera delle banche centrali e il caso della BCE	42
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

## Sintesi

Le informazioni che si sono rese disponibili dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo di inizio settembre, confermano la valutazione precedente, che evidenziava una protratta debolezza delle dinamiche di crescita nell'area dell'euro, la persistenza di pronunciati rischi al ribasso e pressioni inflazionistiche contenute. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. In particolare, essi riguardano il perdurare di incertezze connesse a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti. Al tempo stesso la crescita dell'occupazione in atto e l'aumento delle retribuzioni continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia dell'area. In tale contesto generale, nella riunione di ottobre il Consiglio direttivo ha mantenuto invariato l'orientamento di politica monetaria, confermando le decisioni assunte nella precedente riunione di settembre. L'ampio pacchetto di misure di politica monetaria, adottato nella riunione di settembre, fornisce un considerevole stimolo monetario e pertanto contribuirà all'ulteriore allentamento delle condizioni di prestito per famiglie e imprese, sostenendo l'espansione dell'area dell'euro, l'attuale accumulazione di pressioni interne sui prezzi e quindi la stabile convergenza dell'inflazione sul valore perseguito dal Consiglio direttivo nel medio termine.

Secondo gli indicatori ricavati dalle indagini, nel terzo trimestre del 2019 l'attività economica mondiale sarebbe contenuta, seppure in corso di stabilizzazione. Dopo un periodo di protratta debolezza, l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero ha registrato un miglioramento negli ultimi mesi, tornando in territorio espansivo. L'indice PMI globale per il settore dei servizi ha continuato a mostrare una tendenza espansiva nel terzo trimestre. L'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha subito una contrazione nella prima metà del 2019 per la debolezza del commercio infra-asiatico, ma gli indicatori di breve termine del commercio mondiale segnalano una crescita contenuta, ma positiva, nel terzo trimestre. Ad agosto, l'inflazione a livello mondiale è scesa al di sotto del 2 per cento, in parte per effetto del calo dell'inflazione relativa ai prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta stabile al 2,3 per cento.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre 2019, i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati e la curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto, in gran parte a causa di un ridimensionamento delle aspettative di mercato circa una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale prima della fine dell'anno. I differenziali di rendimento dei titoli sovrani sono rimasti sostanzialmente stabili, con un lieve aumento in alcuni paesi nel periodo in esame. I corsi azionari sono aumentati, nonostante tassi di sconto più

elevati, a causa di una riduzione del premio al rischio per le azioni. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

Nel secondo trimestre del 2019 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata confermata allo 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel trimestre precedente. I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a indicare un'espansione moderata seppur positiva nell'area dell'euro nella seconda metà di quest'anno. Tale rallentamento rispecchia soprattutto la perdurante debolezza del commercio internazionale, in un contesto di persistenti incertezze a livello globale, che continuano a pesare sul settore manifatturiero dell'area dell'euro e frenano la crescita degli investimenti. Allo stesso tempo, i settori dei servizi e delle costruzioni continuano a mostrare capacità di tenuta, malgrado una certa moderazione. L'espansione dell'area dell'euro è sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, da un ulteriore aumento dell'occupazione unitamente a un incremento delle retribuzioni, da un orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio nell'area, nonché dal perdurare della crescita dell'attività mondiale, seppure a un ritmo in certa misura inferiore.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa dall'1,0 di agosto allo 0,8 per cento di settembre, di riflesso al più moderato andamento della componente energetica e alimentare. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, l'inflazione complessiva registrerebbe un'ulteriore lieve riduzione, per poi tornare a crescere alla fine dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo restano generalmente contenute e gli indicatori delle aspettative di inflazione si collocano su livelli bassi. Se da un lato le pressioni sul costo del lavoro si sono intensificate a fronte di condizioni più tese nei mercati del lavoro, dall'altro la più debole dinamica di crescita ritarda la loro trasmissione all'inflazione. Ci si attende che nel medio periodo l'inflazione aumenti, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'espansione economica in atto e dalla robusta crescita salariale.

Per quanto riguarda gli andamenti monetari, la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è salita al 5,7 per cento lo scorso agosto, dopo il 5,1 per cento di luglio. La crescita di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario e l'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a fornire il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. Inoltre, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio e i prestiti al settore privato si sono mantenuti solidi al venire meno del contributo meccanico fornito dagli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e al manifestarsi di un indebolimento economico. Ad agosto il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 4,3 per cento, dopo il 4,0 per cento di luglio, mentre quello dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 3,4 per cento. Contemporaneamente, condizioni favorevoli per la raccolta bancaria e la concessione del credito hanno continuato a sostenere i flussi di prestiti e quindi la crescita economica. L'orientamento di politica monetaria accomodante della BCE contribuirà a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e a sostenere l'accesso al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Sulla base della verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che è ancora necessario un ampio grado di accomodamento monetario affinché l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Sulla base di tale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che essi si manterranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione considerato, e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che riprenderà gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre. Gli acquisti proseguiranno finché necessario al fine di rafforzare l'impatto accomodante dei tassi di riferimento della BCE e termineranno appena il Consiglio stesso comincerà a innalzare tali tassi.

Il Consiglio intende anche continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio direttivo ha ribadito la necessità di mantenere un orientamento di politica monetaria ampiamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, a sostegno delle spinte inflazionistiche di fondo e della dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. In particolare, le indicazioni prospettiche formulate dal Consiglio faranno sì che le condizioni finanziarie si adattino al mutare delle prospettive di inflazione. In ogni caso, il Consiglio resta pronto ad adeguare tutti gli strumenti a disposizione, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con l'approccio simmetrico adottato.

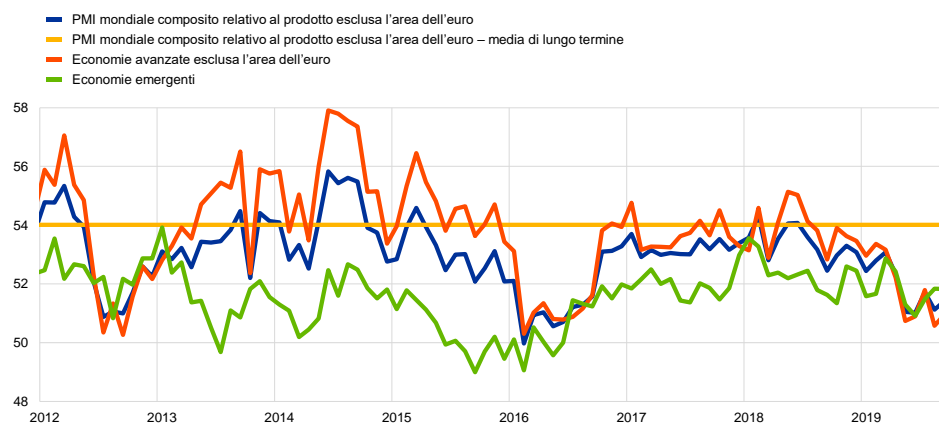
## Contesto esterno

**Gli indicatori congiunturali, basati su indagini a livello mondiale, segnalano un'attività economica debole ma in corso di stabilizzazione.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha continuato a segnalare un'espansione nel terzo trimestre del 2019, restando sostanzialmente invariato rispetto al secondo trimestre. Sia le componenti manifatturiere sia quelle relative ai servizi sono rimaste stabili. Dopo un prolungato periodo di debolezza, il PMI globale per il settore manifatturiero ha registrato un miglioramento negli ultimi mesi tornando in territorio espansivo, mentre il PMI globale per il settore dei servizi ha continuato a mostrare una tendenza espansiva nel terzo trimestre. Gli andamenti osservati hanno mostrato una notevole eterogeneità fra le varie regioni e all'interno di queste. Nel terzo trimestre del 2019 l'indice PMI composito relativo al prodotto è cresciuto negli Stati Uniti, ma è diminuito in Giappone e sceso al di sotto della soglia di espansione nel Regno Unito. Per quanto riguarda le economie emergenti, l'indice PMI è cresciuto in Brasile e in India, malgrado una netta flessione in quest'ultimo paese che lo ha portato al di sotto della soglia neutra a settembre, e diminuito lievemente in Cina e in Russia (cfr. grafico 1).

### Grafico 1

#### PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indici di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a settembre 2019. La dicitura "media di lungo termine" fa riferimento al periodo compreso tra gennaio 1999 e settembre 2019.

**I rischi per l'economia internazionale restano orientati al ribasso in un contesto caratterizzato da un ulteriore inasprimento delle controversie commerciali, dall'elevata incertezza legata alla Brexit e da una ripresa potenzialmente più lenta in diverse economie emergenti.** Un continuo acuirsi delle controversie commerciali comporterebbe probabilmente elevati costi di aggiustamento nella fase di transizione verso un nuovo regime degli scambi internazionali e ulteriori possibili interruzioni nelle catene del valore mondiali. Ciò potrebbe, a sua volta, amplificare l'impatto sull'attività economica dei dazi che sono stati già applicati. I rischi legati alla Brexit restano elevati. In diverse economie emergenti che hanno vissuto una profonda recessione, la ripresa potrebbe essere

meno vigorosa del previsto; la sua rapidità dipenderà dalla misura in cui le politiche nazionali saranno in grado di rimuovere gli impedimenti di natura strutturale agli investimenti e alla crescita potenziale. Una più lenta ripresa in queste economie si tradurrebbe in ultima analisi in una più debole crescita mondiale.

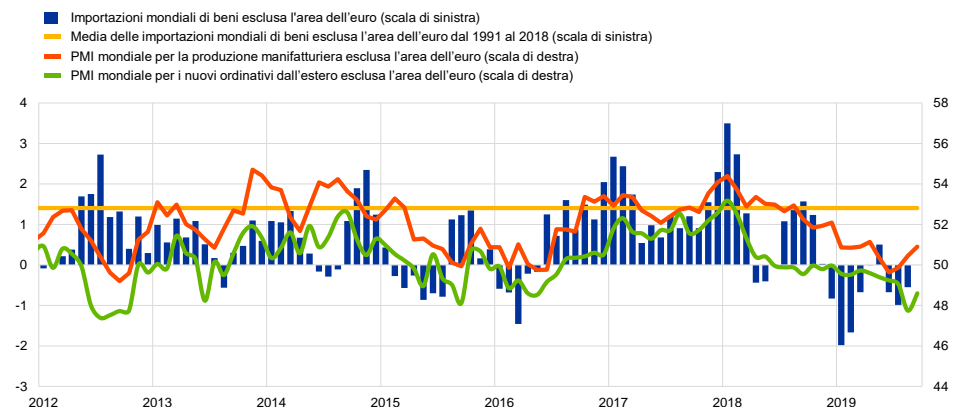
**Le condizioni finanziarie internazionali sono rimaste sostanzialmente stabili sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.** Nel mese di settembre la propensione al rischio è leggermente cresciuta, a fronte di rinnovate aspettative di un accordo commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina, di un'attenuazione dei rischi legati a una Brexit disordinata e della robustezza dei dati economici negli Stati Uniti. Tuttavia, da allora la propensione al rischio è nuovamente scemata e i corsi azionari mondiali hanno in parte subito un'inversione di tendenza rispetto ai precedenti incrementi. Benché in occasione della riunione di settembre il Federal Open Market Committee abbia ridotto ulteriormente i tassi di interesse, la debolezza dei dati economici rispetto alle attese ha indotto i mercati finanziari a prevedere un ulteriore accomodamento monetario.

**Lo slancio del commercio mondiale dovrebbe restare contenuto, poiché dazi più elevati dovrebbero entrare a pieno regime alla fine dell'anno.** Il commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha subito una contrazione nella prima metà del 2019 per via della debolezza del commercio infra-asiatico, dovuta a un rallentamento dell'economia cinese e degli scambi legati al settore tecnologico. L'andamento nel primo semestre dell'anno è stato inoltre influenzato dalla forte volatilità delle importazioni del Regno Unito, causata dall'accumulazione di scorte in previsione della Brexit. Gli indicatori a breve termine del commercio mondiale segnalano una crescita debole ma positiva. Ad agosto le importazioni mondiali di beni hanno continuato ad aumentare su base mensile, segnalando una crescita positiva del commercio mondiale nel terzo trimestre. A settembre il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero, pur restando al di sotto della soglia neutra, è cresciuto lievemente dopo cinque mesi consecutivi di flessione (cfr. grafico 2).

## Grafico 2

### Indicatori ricavati dalle indagini e commercio internazionale di beni

(scala di sinistra: variazioni percentuali rispetto ai 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 rilevazioni si riferiscono ad agosto 2019 per le importazioni mondiali di beni e a settembre 2019 per gli indici PMI.



**L'inflazione a livello mondiale resta contenuta, nonostante le condizioni tese sul mercato del lavoro nelle principali economie avanzate.** Ad agosto l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi appartenenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è scesa al di sotto del 2 per cento, in parte per via del calo dell'inflazione dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta stabile al 2,3 per cento. Le pressioni inflazionistiche nelle principali economie avanzate sono rimaste contenute malgrado le condizioni tese sul mercato del lavoro, che finora si sono tradotte in incrementi salariali solo modesti. Complessivamente, le pressioni inflazionistiche di fondo dovrebbero restare moderate nel breve e medio termine.

**Malgrado una certa volatilità nel breve periodo, il prezzo del petrolio è rimasto sostanzialmente invariato.** Il 14 settembre 2019 un attacco con droni ad alcune installazioni petrolifere dell'Arabia Saudita ha causato una riduzione dell'offerta mondiale di petrolio pari a circa il 6 per cento. I corsi petroliferi erano cresciuti notevolmente a seguito di tale attacco, ma al 30 settembre 2019 erano già tornati ai livelli osservati prima dell'attacco, poiché l'Arabia Saudita ha fatto ricorso a scorte e capacità produttiva inutilizzata al fine di stabilizzare l'offerta in un contesto caratterizzato da timori legati alla domanda globale di petrolio. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono rimasti eterogenei, con quelli dei metalli che sono diminuiti e quelli dei prodotti alimentari che sono aumentati.

**Negli Stati Uniti l'attività economica ha mostrato complessivamente una buona capacità di tenuta.** Nel secondo trimestre del 2019 il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 2,0 per cento, dopo il 3,1 per cento del trimestre precedente. Tale decelerazione riflette principalmente l'inversione di tendenza di fattori di natura temporanea, legati alle esportazioni nette e alle scorte nel settore privato, che hanno sostenuto la crescita del PIL nel primo trimestre. Complessivamente, si prevede che la robustezza del mercato del lavoro, una solida spesa per consumi e lo stimolo fiscale derivante dalla rimozione dei tetti alla spesa nell'esercizio finanziario 2020-2021 sosterranno l'economia nel breve termine, più che compensando i segnali di debolezza del settore manifatturiero. Grazie all'allentamento monetario deciso dal Federal Open Market Committee, le condizioni finanziarie restano favorevoli. Nel contempo, le continue tensioni commerciali e un contesto esterno meno favorevole accrescono l'incertezza relativa alle prospettive economiche.

**In Giappone l'attività economica resta debole in quanto la solidità dei consumi interni viene controbilanciata dalla debolezza delle esportazioni.** Il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso trimestrale pari allo 0,3 per cento nel secondo trimestre, per effetto di una dinamica di fondo della crescita piuttosto debole. Il rallentamento economico mondiale ha avuto effetti negativi sull'economia del Giappone, orientata alle esportazioni, e tale fattore ha smorzato il clima di fiducia fra le grandi imprese manifatturiere. La crescita è stata sostenuta dai consumi, che sono stati in parte anticipati in previsione dell'aumento dell'imposta sul valore aggiunto dall'8 al 10 per cento a ottobre 2019. Lo slancio complessivo della spesa per consumi personali resta tuttavia limitato, a causa dell'impatto negativo delle cattive condizioni meteorologiche, dell'erosione della fiducia dei consumatori e dei contenuti incrementi



salariati. La Banca del Giappone ha mantenuto invariata la politica monetaria nel mese di settembre, pur menzionando la necessità di “riesaminare” gli andamenti economici e dei prezzi in occasione della riunione di ottobre. Nel contempo l’inflazione resta contenuta, malgrado alcune tensioni sul mercato del lavoro. L’inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull’IPC è scesa ulteriormente allo 0,2 per cento a settembre, mentre l’inflazione di fondo al netto della componente alimentare ed energetica è diminuita allo 0,3 per cento.

**Nel Regno Unito l’incertezza legata alla Brexit continua a gravare sulle prospettive economiche.** Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Tale andamento riflette, in gran parte, un rimbalzo negativo dopo la forte crescita osservata nel primo trimestre, sostenuta essenzialmente da un accumulo di scorte nel periodo precedente la fine di marzo, data inizialmente prevista per l’uscita del paese dall’Unione europea. In prospettiva, gli indicatori ricavati dalle indagini mostrano un ulteriore indebolimento dei consumi, degli investimenti delle imprese e della crescita delle esportazioni negli ultimi trimestri del 2019, dal momento che l’incertezza legata alla Brexit continua a gravare sul clima di fiducia. Al tempo stesso, si prevede che la maggiore spesa pubblica, annunciata dal governo a settembre, porterà la crescita del PIL in territorio positivo per il resto dell’anno.

**In Cina, la crescita del PIL resta moderata poiché andamenti ciclici sfavorevoli si aggiungono al rallentamento strutturale in corso.** Nel terzo trimestre del 2019 il PIL in termini reali è sceso al 6,0 per cento sul periodo corrispondente per effetto di una decelerazione del contributo fornito dalle esportazioni nette. La produzione industriale e gli investimenti si sono indeboliti ulteriormente ad agosto, evidenziando le crescenti perdite sofferte dalle imprese manifatturiere cinesi a causa delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Dal lato positivo, l’indice PMI per il settore manifatturiero è tornato oltre la soglia di espansione a settembre, segnalando una possibile inversione di tendenza. Inoltre ad agosto le vendite di autovetture hanno registrato una leggera ripresa rispetto ai minimi toccati all’inizio del 2019, anche se la crescita sui dodici mesi resta in territorio negativo. Complessivamente, il rallentamento della crescita in Cina è dovuto sia a fattori ciclici sia a fattori strutturali. Il rallentamento strutturale è determinato da un riequilibrio dell’economia a scapito degli investimenti e implica un rallentamento della crescita potenziale che riflette principalmente un più lento ritmo di accumulazione del capitale e andamenti demografici sfavorevoli. Nel contempo, fattori ciclici avversi legati a una maggiore debolezza dell’attività manifatturiera, in un contesto caratterizzato dalle incertezze connesse alle tensioni commerciali, accrescono la pressione al ribasso sulla crescita. Le misure fiscali e di politica monetaria restano favorevoli al fine di stabilizzare la crescita.

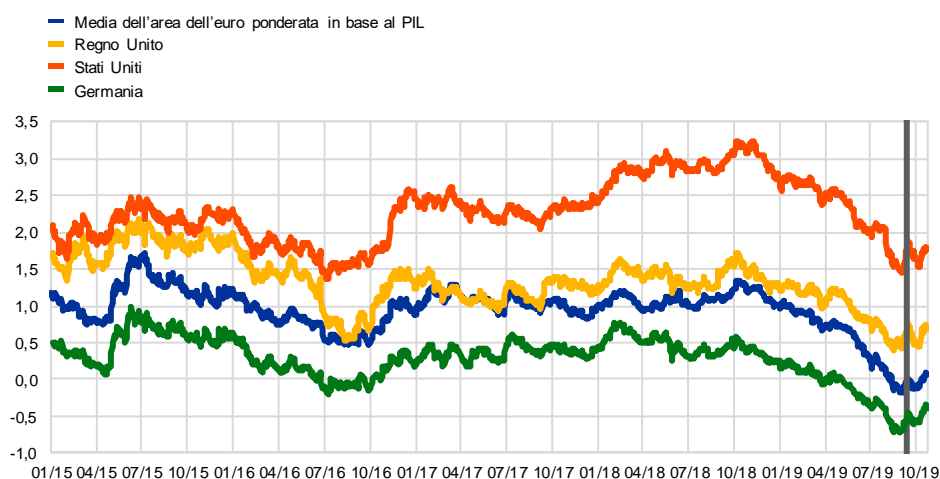
## 2 Andamenti finanziari

**I rendimenti sovrani a lungo termine nell'area dell'euro sono lievemente aumentati, pur con alcune fluttuazioni, interrompendo la tendenza al ribasso iniziata alla fine del 2018.** Nel periodo in esame (dal 12 settembre al 23 ottobre 2019), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un aumento di 11 punti base, collocandosi allo 0,06 per cento (cfr. grafico 3), sulla scorta di tassi privi di rischio maggiori a fronte di un'attenuazione delle tensioni politiche a livello mondiale. Nel periodo in esame anche i rendimenti dei titoli di Stato decennali nel Regno Unito sono aumentati, attestandosi intorno allo 0,69 per cento, mentre negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli equivalenti sono leggermente scesi, all'1,77 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 (12 settembre 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono al 23 ottobre 2019.

**Nel periodo in esame, i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS (Overnight Index Swap) privo di rischio sono rimasti sostanzialmente stabili.** I differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi e italiani sono saliti, rispettivamente, di 3, 5 e 7 punti base, arrivando al -0,24, allo 0,07 e all'1,23 per cento. In Spagna, Portogallo e Grecia, invece, i differenziali sono scesi, rispettivamente, di 9, 15 e 34 punti base, toccando lo 0,43, lo 0,35 e l'1,47 per cento e lasciando inalterato allo 0,21 per cento il differenziale ponderato per il PIL relativo all'area dell'euro.

**Gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro sono aumentati a seguito della diminuzione del premio per il rischio azionario.** Nel periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate, rispettivamente, del 5,2 e dello 0,2 per cento. L'effetto negativo sulle quotazioni azionarie derivanti dall'incremento dei tassi privi di rischio e dalla lieve diminuzione delle aspettative riguardo agli utili societari di lungo periodo è stato più che compensato dal calo del premio per il rischio azionario,

che potrebbe essere in parte determinato da una certa attenuazione delle tensioni commerciali a livello mondiale e dei timori correlati all'imminenza della Brexit.

**Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono rimasti stabili.** I summenzionati incrementi dei corsi azionari non hanno avuto effetto sull'andamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto ai tassi privi di rischio sono rimasti praticamente invariati dall'inizio del periodo in esame e si attestano rispettivamente a 67 e 146 punti base. Nel complesso, sebbene siano al momento più elevati rispetto ai livelli minimi toccati all'inizio del 2018, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie rimangono circa 25 punti base al di sotto dei valori osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo avvio del programma di acquisto delle attività del settore societario.

**Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento €STR (Euro short-term rate) si sono attestati in media rispettivamente a -45 e -54 punti base.** Entrambi i tassi sono circa 10 punti base al di sotto dei livelli medi registrati ad agosto 2019, di riflesso alla riduzione del tasso sui depositi presso la Banca centrale del 18 settembre 2019. La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base (cfr. il riquadro 1). La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 74 miliardi di euro, a circa 1.687 miliardi. Il calo riflette principalmente i rimborsi volontari di prestiti concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) e, in misura minore, un aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità.

**Nello stesso periodo, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto, a indicare una riduzione delle aspettative del mercato di un nuovo taglio del tasso sui depositi presso la Banca centrale.** La curva raggiunge un punto minimo all'incirca del -0,53 per cento all'inizio del 2021, e ciò indica che un'ulteriore riduzione del tasso sui depositi non è più pienamente incorporata nei prezzi. Nel complesso, la curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2026, riflettendo il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tempo contrassegnato da tassi di interesse negativi.

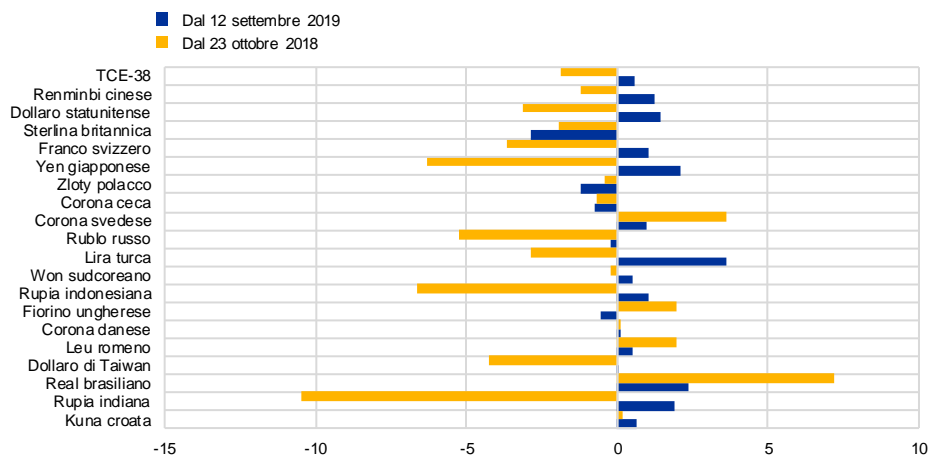
**Per quanto concerne i mercati dei cambi, nel periodo in esame l'euro si è complessivamente rafforzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4), sostenuto da un ampliamento dei differenziali di interesse.** Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato dello 0,6 per cento. Ciò riflette un apprezzamento dell'euro rispetto alle valute più importanti, tra cui il dollaro statunitense (dell'1,5 per cento), il renminbi cinese (dell'1,3 per cento), lo yen giapponese (dell'2,1 per cento) e il franco svizzero (dell'1,0 per cento), nonché nei confronti della maggior parte delle valute delle economie emergenti. Nello stesso periodo, l'euro si è indebolito nei confronti della sterlina britannica (del 2,8 per cento) a fronte di notizie che indicano maggiori probabilità di una Brexit ordinata, e si è deprezzato leggermente anche rispetto allo

zloty polacco (dell'1,2 per cento), alla corona ceca (dello 0,7 per cento) e al fiorino ungherese (dello 0,5 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. Una variazione positiva (negativa) corrisponde ad un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate tenendo conto dei tassi di cambio vigenti il 23 ottobre 2019.

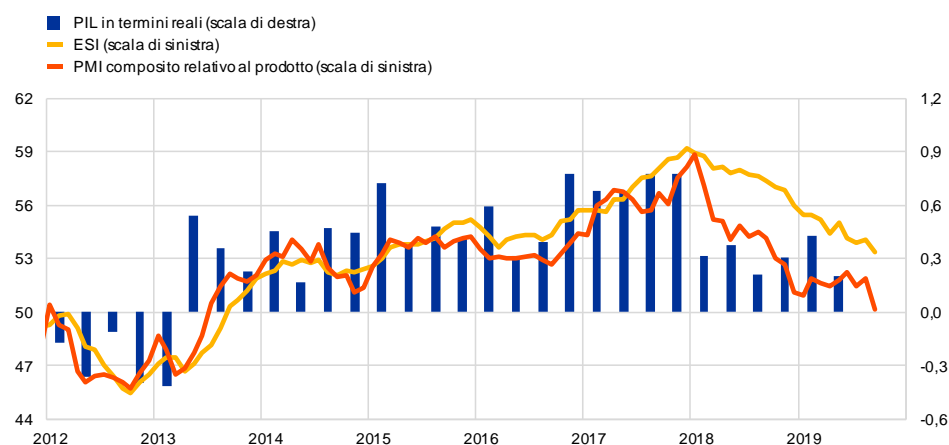
## 3 Attività economica

**La crescita del PIL in termini reali ha subito un rallentamento nel secondo trimestre del 2019 per effetto dei deboli scambi commerciali.** Nel secondo trimestre del 2019 il prodotto dell'area dell'euro è cresciuto, in termini reali, dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,4 nel primo trimestre (cfr. grafico 5). La domanda interna ha continuato a contribuire positivamente alla crescita del PIL, mentre il contributo dell'interscambio netto è stato negativo. La variazione delle scorte ha fornito un contributo neutro (prossimo a zero). Gli indicatori economici segnalano un proseguimento della crescita, seppure debole, nella seconda metà del 2019.

### Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit ed elaborazioni della 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 del Purchasing Managers' Index (PMI). Le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre 2019 per il PIL reale e a settembre 2019 per l'ESI e il PMI.

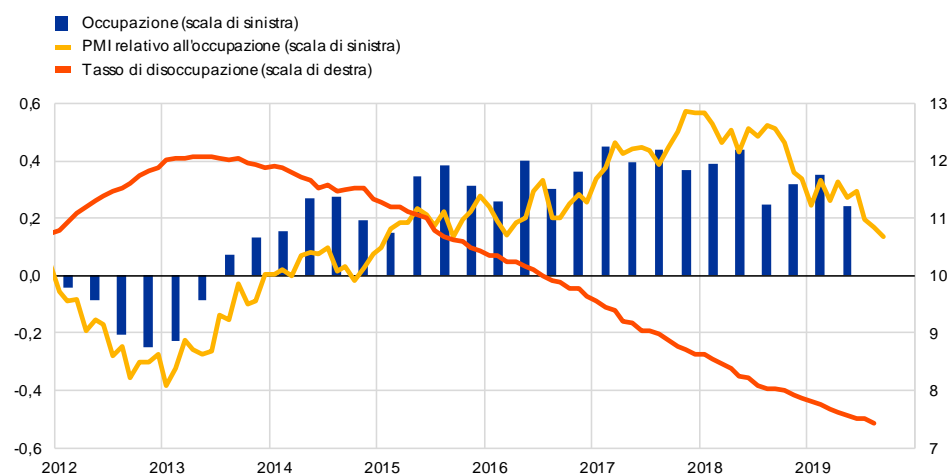
**I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno mantenuto la loro capacità di tenuta.** Nel secondo trimestre del 2019 l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento, in ribasso dallo 0,4 del primo trimestre e in linea con la moderata crescita del prodotto. La crescita dell'occupazione è stata generalizzata tra i diversi paesi e settori. L'occupazione è cresciuta per 24 trimestri consecutivi dalla metà del 2013, con il numero di occupati che è aumentato di circa 11,2 milioni. In termini congiunturali, la crescita della produttività oraria è stata pari a zero nel secondo trimestre del 2019, dopo il lieve incremento nel primo.

**In prospettiva, i dati più recenti e le ultime indicazioni derivanti dalle indagini continuano a mostrare una crescita positiva, seppur moderata, dell'occupazione.** Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,4 per cento ad agosto, in calo dal 7,5 per cento di luglio. Le indicazioni a breve termine derivanti dalle indagini, malgrado il calo rispetto ai livelli osservati nel 2018, suggeriscono che la crescita dell'occupazione nel prossimo futuro continuerà a essere positiva, sostenuta dal settore dei servizi.

## Grafico 6

### Occupazione, indice PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(scala di sinistra: variazione percentuale sul trimestre precedente; indice di diffusione; scala di destra: percentuali della forza 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 rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019 per l'occupazione, a settembre 2019 per il PMI e ad agosto 2019 per il tasso di disoccupazione.

**Il miglioramento dell'occupazione continua a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.** Nel secondo trimestre del 2019 i consumi privati sono saliti dello 0,2 per cento in termini congiunturali, dopo aver registrato un incremento lievemente superiore nel periodo precedente. Il recente rallentamento economico non ha avuto ripercussioni sul reddito disponibile reale delle famiglie. Nel secondo trimestre la crescita su base annua del reddito disponibile reale lordo è salita al 2,2 per cento, dal 2,1 del primo trimestre. Nel complesso, l'aumento dell'occupazione ha mostrato una buona capacità di tenuta durante il rallentamento, sostenendo il reddito da lavoro. Inoltre, la riduzione dell'imposizione diretta e dei contributi previdenziali per effetto delle politiche fiscali adottate in diversi paesi dell'area dell'euro ha influito positivamente sul potere di acquisto delle famiglie. Il tasso di risparmio è aumentato ulteriormente nel secondo trimestre del 2019, riflettendo una crescita del reddito superiore a quella dei consumi.

#### **In prospettiva, i consumi privati dovrebbero continuare a crescere stabilmente.**

I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano un lieve calo della crescita dei consumi nel terzo trimestre del 2019, rispetto al secondo. Tuttavia, il quadro di una stabile dinamica dei consumi è confermato anche da altri indicatori. La fiducia dei consumatori, in calo dalla fine del 2017, si è stabilizzata nel corso del 2019 e, a ottobre, si è attestata a un livello prossimo a quello registrato all'inizio dell'anno. Anche i risultati delle indagini più recenti evidenziano condizioni del mercato del lavoro favorevoli, che dovrebbero continuare a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.

**In un contesto di elevata incertezza e bassi margini di profitto, gli investimenti delle imprese dovrebbero rimanere contenuti, seppur sostenuti da condizioni di finanziamento favorevoli.** Nel secondo trimestre del 2019 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono cresciuti dell'11 per cento sul periodo precedente. Ciò

è riconducibile, in gran parte, a un forte aumento registrato in Irlanda in conseguenza dell'apertura e della volatilità dei flussi di capitali nell'economia irlandese. I dati più recenti indicano una protratta ma moderata crescita degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro nel breve termine. In luglio e agosto la produzione industriale dei beni di investimento si è attestata, in media, su un valore dello 0,5 per cento superiore al suo livello medio registrato nel trimestre precedente. Tuttavia il clima di fiducia registrato nel settore industriale rispetto alla produzione di beni di investimento è ulteriormente peggiorato in settembre, nel contesto di un'intensificazione delle dispute commerciali e dei rischi geopolitici. I deboli margini di profitto, su un percorso discendente sin dalla metà del 2017, denotano un freno alla crescita degli investimenti delle imprese. Inoltre, il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, in continuo calo dal primo trimestre del 2018, ha raggiunto un valore prossimo alla sua media storica nel terzo trimestre di quest'anno, dopo essersi mantenuto al di sopra di tale valore per oltre due anni. Più in positivo, le condizioni di finanziamento favorevoli, che si riflettono nell'accesso al credito per le società non finanziarie, continueranno a sostenere gli investimenti societari.

**La crescita degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbe mantenersi debole nel breve termine.** La crescita trimestrale degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale ha subito una battuta d'arresto nel secondo trimestre del 2019, dopo l'1,4 per cento del periodo precedente, facendo registrare il peggior risultato in quattro anni. I recenti indicatori di breve termine e gli ultimi risultati delle indagini evidenziano una dinamica debole nel terzo trimestre, pur mantenendosi al di sopra delle medie storiche. L'indicatore del clima di fiducia relativo al settore delle costruzioni della Commissione europea delinea un andamento positivo, per quanto in decelerazione, nel terzo trimestre. Analogamente, nel terzo trimestre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto nelle costruzioni si è attestato al di sotto del livello medio registrato nel trimestre precedente indicando una crescita sostanzialmente piatta nel settore delle costruzioni.

**Nel secondo trimestre, le esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area dell'euro hanno ristagnato e sono cresciute le importazioni di beni e servizi, mentre l'interscambio interno all'area si è ulteriormente indebolito.** Dopo un breve recupero nel primo trimestre, nel secondo trimestre del 2019 le esportazioni di beni e servizi all'esterno dell'area hanno ristagnato e si è registrata un'inversione di tendenza nell'accumulo di scorte nel Regno Unito. Sulle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno gravato, in particolare, gli andamenti dei beni intermedi e di investimento. Nel secondo trimestre, le importazioni di beni e servizi dall'esterno dell'area dell'euro sono aumentate in conseguenza della forte crescita delle importazioni irlandesi, mentre sono diminuite sia le esportazioni sia le importazioni all'interno dell'area dopo una lieve ripresa nel primo trimestre. I dati mensili mostrano che in agosto gli scambi commerciali in termini nominali nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati su livelli deboli, e che il commercio all'interno dell'area e quello al suo esterno si sono collocati su percorsi divergenti. Mentre le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno registrato una lieve ripresa ad agosto (con un incremento dello 0,4 per cento, su base mensile, rispetto a



un aumento dello 0,2 per cento a luglio), le importazioni di beni dall'esterno dell'area hanno subito una contrazione dell'1,2 per cento. Le esportazioni di beni all'interno dell'area hanno continuato a indebolirsi (dell'1,6 per cento rispetto al mese precedente) e nel contempo sono diminuite anche le importazioni, dello 0,4 per cento. Gli indicatori anticipatori segnalano una protratta, debole crescita delle esportazioni al di fuori dell'area. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero e i giudizi sugli ordinativi delle esportazioni nelle indagini svolte dalla Commissione europea sono scesi nuovamente in settembre. Contemporaneamente, gli indicatori basati sul trasporto di merci su navi sono orientati a valori prossimi ai minimi storici.

**I dati più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali segnalano un'espansione economica moderata ma positiva nella seconda metà di quest'anno.** Questo profilo di crescita può essere principalmente attribuito alla debolezza del commercio internazionale e al perdurare delle incertezze. Nei mesi di luglio e agosto, ad esempio, la produzione industriale si è attestata, in media, su valori inferiori al livello medio osservato nel secondo trimestre, segnalando un ulteriore calo della produzione nel terzo. Quanto ai dati delle indagini più recenti, nel terzo trimestre l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e il PMI composito relativo al prodotto hanno registrato livelli inferiori alle rispettive medie nel secondo trimestre. In entrambe le indagini il calo nel settore manifatturiero è stato più pronunciato rispetto a quello del settore dei servizi (cfr. il riquadro 2 per un'analisi più approfondita della relazione tra gli andamenti nei settori dei servizi e manifatturiero).

**In prospettiva, l'espansione dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli.** La crescita dovrebbe inoltre essere sostenuta anche da ulteriori incrementi dell'occupazione, da un aumento delle retribuzioni e dall'espansione in corso dell'attività mondiale, anche se a un ritmo più moderato. I risultati dell'ultima [Survey of Professional Forecasters della BCE](#) condotta agli inizi di ottobre, mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato per il 2019, il 2020 e il 2021 sono state riviste al ribasso rispetto all'edizione precedente, svoltasi all'inizio di luglio.

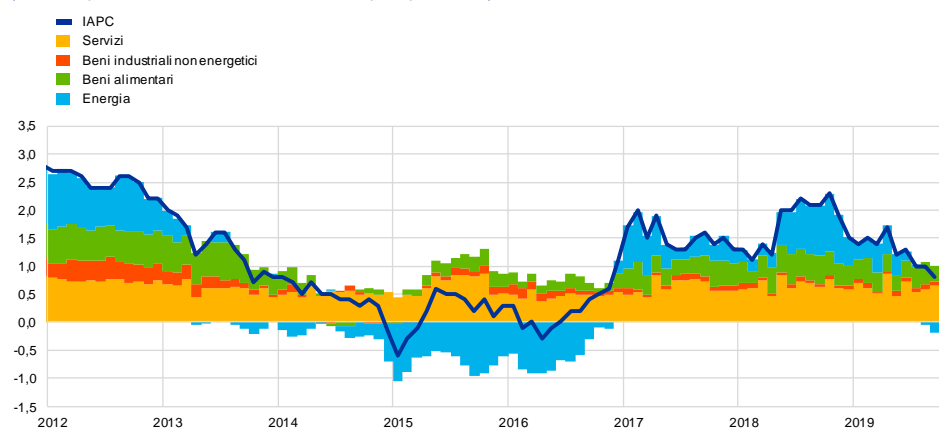
**I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso.** In particolare, essi riguardano la prolungata presenza di incertezze connesse a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

**A settembre 2019 l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa allo 0,8 per cento, dall'1,0 di agosto.** L'inflazione complessiva si è ridotta in seguito a un calo delle componenti relative ai beni alimentari ed energetici. Quest'ultima si è ulteriormente ridimensionata rispetto ai tassi elevati osservati alla fine del 2018, facendo registrare valori negativi a settembre.

### Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a settembre 2019. I tassi di crescita per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

**Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute e hanno continuato a registrare movimenti laterali.** L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari a settembre è salita all'1,0 per cento, dallo 0,9 per cento di agosto, e resta influenzata da modifiche metodologiche<sup>1</sup>. A settembre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle componenti legate ai viaggi e all'abbigliamento si è attestata all'1,1 per cento, rimanendo invariata da maggio. Anche i segnali provenienti da altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore<sup>2</sup>, hanno indicato una prosecuzione dei movimenti laterali generalizzati già osservati da diversi trimestri.

**Le pressioni inflazionistiche sui prezzi per i beni industriali non energetici inclusi nello IAPC si sono lievemente indebolite.** Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non

<sup>1</sup> Si stima che le variazioni nella metodologia statistica di calcolo dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania abbiano avuto un impatto al ribasso sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari nell'area dell'euro. Per maggiori informazioni cfr. il riquadro "Dampening special effect in the HICP in July 2019", all'interno dell'articolo "[Economic conditions in Germany](#)", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto 2019, pagg. 57-59.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni su tali misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#), nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

alimentari si è attestato allo 0,8 per cento ad agosto, rimanendo invariato rispetto al mese precedente. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari ha evidenziato un moderato calo, allo 0,4 per cento in agosto dallo 0,6 di luglio. Nei primi stadi della catena produttiva, l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi si è lievemente indebolita, passando da -0,3 per cento a luglio a -0,4 per cento ad agosto. Analogamente, l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni intermedi ad agosto è scesa a -0,3 per cento, dallo 0,0 per cento di luglio. Anche l'inflazione mondiale dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici è scesa ulteriormente al 2,0 per cento ad agosto, dal 2,5 per cento di luglio, collocandosi al di sotto del suo valore medio di lungo periodo, pari al 2,3 per cento.

**La crescita dei salari è rimasta sostenuta.** La crescita tendenziale dei redditi per occupato si è attestata al 2,3 per cento nel primo trimestre del 2019 e al 2,2 per cento nel secondo trimestre. I valori relativi ai primi due trimestri dell'anno in corso hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali in Francia, in seguito a modifiche legislative<sup>3</sup>. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, che esclude i contributi previdenziali ed è pertanto esente dagli effetti delle modifiche legislative in Francia, è stata del 2,5 per cento nel secondo trimestre, dopo il 2,6 per cento del primo trimestre e il 2,3 per cento medio nell'anno precedente. La crescita tendenziale del reddito per occupato si è stabilizzata, a partire dalla metà del 2018, su un livello lievemente al di sopra della sua media storica, pari al 2,1 per cento<sup>4</sup>.

**Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si sono mantenuti su valori modesti, mentre quelli basati sulle indagini campionarie sono lievemente diminuiti.** Il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,20 per cento il 23 ottobre 2019, sostanzialmente in linea con il livello osservato a inizio settembre e otto punti base al di sopra del nuovo minimo storico dell'1,12 per cento toccato il 3 ottobre 2019. Pur confermando la tendenza crescente evidenziata nel periodo in esame, la probabilità di deflazione derivata dai mercati rimane modesta. Al tempo stesso, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. I risultati della [Survey of Professional Forecasters della BCE \(SPF\)](#) per il quarto trimestre del 2019 evidenziano previsioni puntuali per il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC che si attestano su una media dell'1,2 per cento per il 2019 e il 2020 e sull'1,4 per cento per il 2021. Tali previsioni corrispondono a una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2019 e il 2021, e di 0,2 punti percentuali per il 2020 rispetto alla rilevazione precedente. Le revisioni sono principalmente attribuibili a prezzi del petrolio più bassi, a più deboli prospettive di crescita, agli inattesi andamenti negativi dell'inflazione registrati di recente e alle accresciute incertezze

<sup>3</sup> Tali modifiche riguardano la riduzione permanente degli oneri previdenziali a carico dei datori di lavoro in Francia, in sostituzione del credito di imposta per l'impiego e la competitività (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE), introdotta nel primo trimestre del 2019.

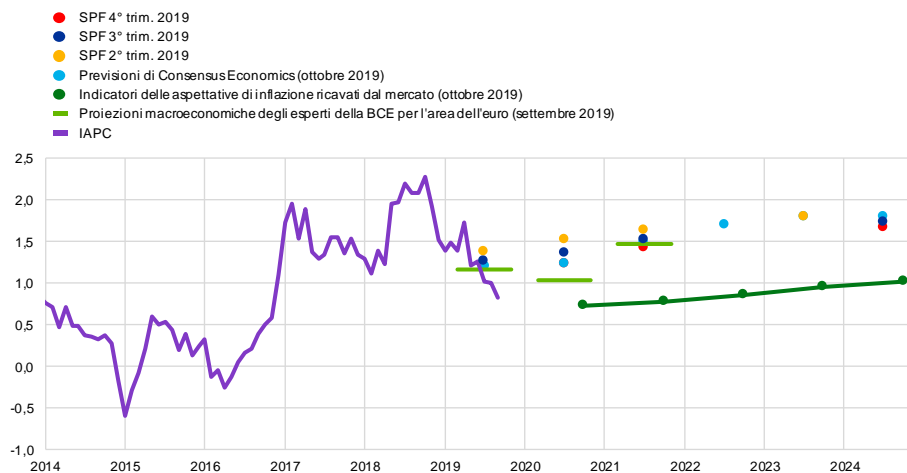
<sup>4</sup> La media storica si basa su dati che vanno dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2019.

riguardanti gli scambi commerciali e la Brexit. La media delle aspettative di inflazione a più lungo termine rimane all'1,7 per cento.

### Grafico 8

#### Indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro (settembre 2019) e Consensus Economics (17 ottobre 2019).

Note: l'indagine SPF relativa al quarto trimestre del 2019 è stata condotta tra il 1° e il 7 ottobre 2019. La curva delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime rilevazioni si riferiscono al 23 ottobre 2019.

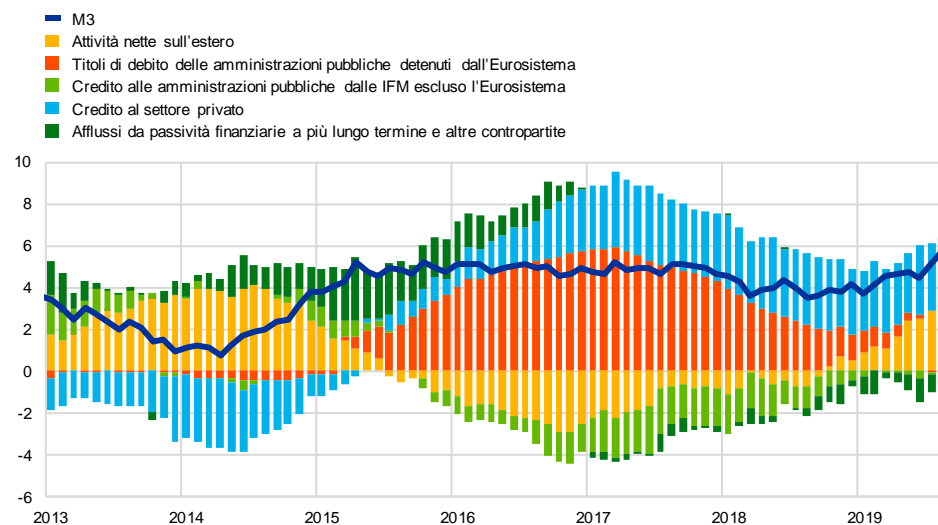
### La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta ad agosto.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 è salito al 5,7 per cento ad agosto, dal 5,1 per cento di luglio, a seguito di un effetto base positivo (cfr. grafico 9). L'espansione di M3 ha continuato a essere sostenuta dal minore costo-opportunità di detenere tali strumenti, mentre si è progressivamente attenuato il contributo positivo fornito alla crescita sui dodici mesi di M3 dagli acquisti netti nell'ambito del PAA. L'aggregato monetario ristretto M1, che include le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato monetario ampio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, pari all'8,4 per cento ad agosto, dal 7,8 per cento di luglio, è risultato superiore di due punti percentuali al picco negativo isolato registrato a gennaio 2019. Tra le componenti di M1, l'espansione sui dodici mesi del circolante si è confermata solida, sebbene non abbia toccato livelli eccezionalmente elevati in termini storici, segnalando una sostituzione in contanti poco diffusa.

### 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 IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore societario. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2019.

### I flussi monetari esterni si sono stabilizzati e il credito al settore privato è rimasto la principale fonte di creazione di moneta.

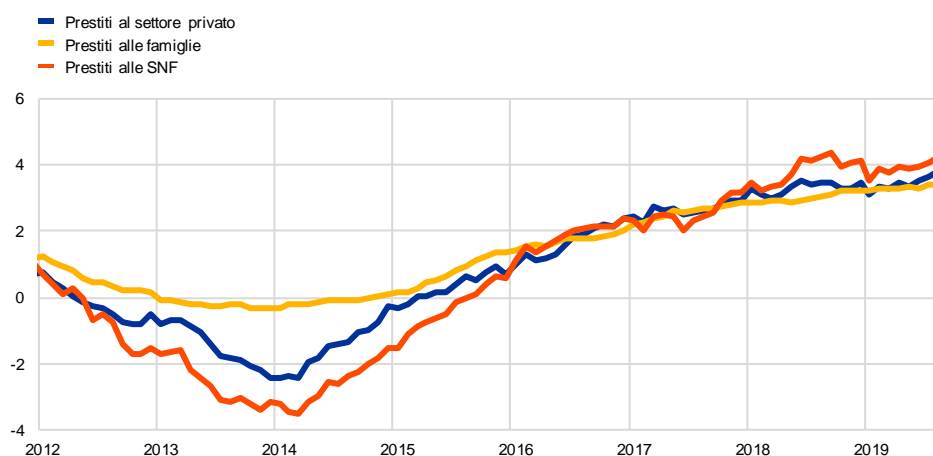
Il venir meno dell'impulso dato dal PAA alla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi rossi nel grafico 9) è stato ampiamente compensato dal contributo positivo del credito al settore privato (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9). Inoltre, i flussi monetari esterni (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 9) hanno fornito un apporto positivo alla crescita di M3 a partire da ottobre 2018. Tale andamento riflette un maggior interesse da parte degli investitori esteri nei confronti delle attività dell'area dell'euro. Il contributo alla crescita di M3 derivante dal credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro escluso l'Eurosistema

(cfr. gli istogrammi verde chiaro nel grafico 9) si è mantenuto lievemente negativo. Analogamente, il freno esercitato dalle passività finanziarie a più lungo termine sull'espansione dell'aggregato monetario ampio sui dodici mesi è rimasto contenuto (cfr. gli istogrammi verde scuro nel grafico 9).

**La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è rimasta sostanzialmente stabile.** Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è salito al 3,8 per cento ad agosto 2019, dal 3,7 per cento di luglio (cfr. grafico 10). Questo andamento è riconducibile soprattutto all'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF, al 4,3 per cento ad agosto dal 4,0 per cento di luglio, in parte ascrivibile ad un fattore una tantum. Ad agosto 2019, i prestiti alle famiglie sono cresciuti a un tasso del 3,4 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a luglio. Con riferimento a tale dinamica, il punto di svolta raggiunto a settembre 2018 dalla crescita dei prestiti alle SNF (quando ha raggiunto il massimo del 4,3 per cento) è coerente con l'andamento ciclico ritardato di tale variabile rispetto all'attività economica reale e con il rallentamento della domanda aggregata registrato nel 2018. Sulla base di tale andamento, i passati aumenti degli investimenti fissi, che rappresentano una quota significativa della crescita dei prestiti alle SNF, hanno stabilizzato gli andamenti del credito. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare dei tassi sui prestiti bancari eccezionalmente bassi e del clima generalmente favorevole dell'offerta di credito, come si evince anche dai risultati recenti dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#). Inoltre, le banche hanno realizzato progressi nel consolidamento dei bilanci.

### Grafico 10 Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2019.

**Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2019, i criteri per la concessione di credito alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve allentamento.** La percezione dei rischi correlata alle prospettive economiche ha continuato ad apportare un

contributo restrittivo, mentre le attese rilevate nella precedente edizione prevedevano che i criteri per la concessione del credito (le linee guida interne o i criteri di approvazione dei prestiti delle banche) sarebbero rimasti invariati. Nonostante il persistere delle pressioni derivanti dalla concorrenza, i termini e le condizioni del credito bancario (le condizioni effettive stabilite nei contratti di prestito) per i prestiti alle SNF e per l'acquisto di abitazioni sono divenuti più restrittivi nel terzo trimestre del 2019, principalmente per effetto dei margini più ampi sui prestiti più rischiosi. Supportata dal contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, la domanda di credito per l'acquisto di abitazioni e per i consumi ha continuato ad aumentare. Anche le prospettive favorevoli del mercato degli immobili residenziali hanno continuato a sostenere la domanda di credito per l'acquisto di abitazioni. Al contempo, la domanda di prestiti alle imprese si è mantenuta sostanzialmente stabile, in quanto, per la prima volta dal 2013, le scorte e il ricorso al capitale circolante hanno contribuito negativamente alla domanda di credito. Inoltre, secondo quanto riportato dalle banche dell'area dell'euro, il PAA continua ad avere un impatto positivo in termini di volumi di prestito erogati, posizione di liquidità e condizioni di finanziamento sul mercato, e un effetto negativo in termini di redditività. Le banche dell'area dell'euro hanno anche segnalato che, per tutte le categorie di prestiti, il tasso negativo sui depositi presso l'Eurosistema ha concorso all'aumento dei volumi di prestiti erogati e alla diminuzione dei tassi, mentre ha avuto un impatto negativo sul loro margine di interesse.

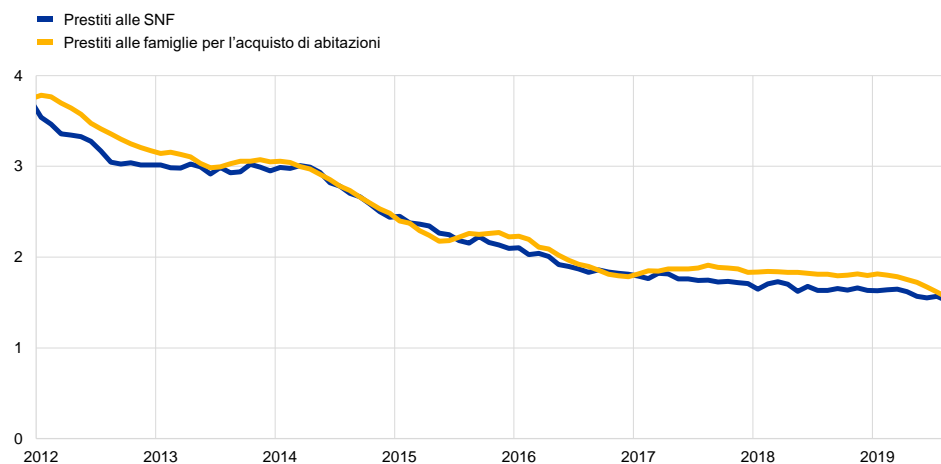
**I tassi di interesse hanno continuato a diminuire in linea con i tassi di riferimento del mercato, sostenendo in questo modo la crescita economica nell'area dell'euro.** Ad agosto 2019 i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e sui prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno toccato nuovi minimi storici, rispettivamente dell'1,52 e dell'1,56 per cento (cfr. grafico 11). La pressione concorrenziale e i costi della provvista bancaria più favorevoli hanno esercitato un effetto frenante sui tassi dei finanziamenti alle SNF e alle famiglie nell'area dell'euro. Nel complesso, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono scesi in misura significativa dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014. Tra maggio 2014 e agosto 2019, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 140 e 135 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF, inclusi quelli alle piccole imprese (supponendo che i prestiti di entità molto contenuta, fino a 250.000 euro, siano concessi principalmente a piccole imprese) è risultata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che sono stati più esposti alla crisi finanziaria. Complessivamente, ciò indica una trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari più uniforme tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.



## Grafico 11

### Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

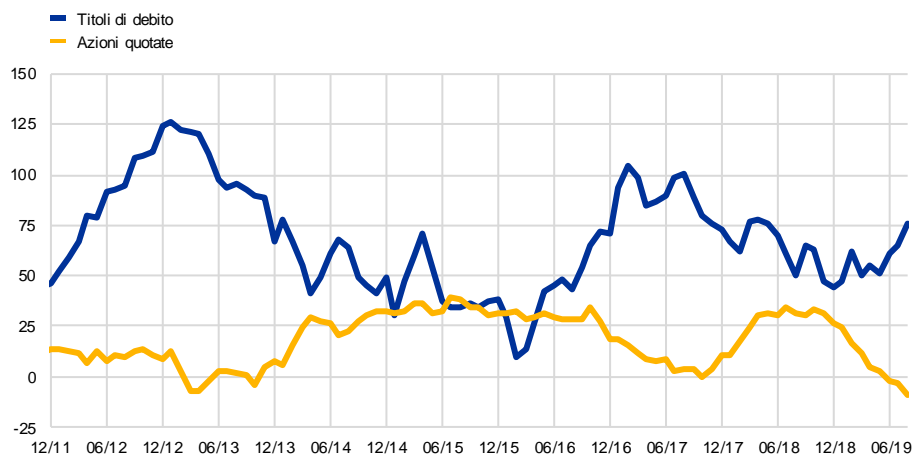
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2019.

**Ad agosto 2019 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro è stata lievemente negativa, ma ciò non ha interrotto la tendenza al rialzo dei flussi annuali avviatasi all'inizio del 2019.** Gli ultimi dati della BCE indicano che, su base netta, il flusso complessivo dei titoli di debito emessi dalle SNF ad agosto 2019 è stato lievemente negativo. Tuttavia, il dato negativo di agosto è coerente con gli andamenti stagionali della serie e riflette i rimborsi dei titoli di debito emessi da un'unica SNF di uno Stato membro. Nel complesso è proseguito l'aumento dei flussi annuali di titoli di debito, tornati ai livelli registrati alla fine del 2017 (cfr. grafico 12). I dati di mercato disponibili indicano che i flussi netti di titoli di debito emessi, sia da parte di società di qualità più elevata (investment-grade) sia da parte di società a elevato rendimento (high-yield), si sono mantenuti relativamente elevati alla fine del terzo trimestre del 2019. Ad agosto 2019 l'emissione netta complessiva di azioni quotate da parte delle SNF è divenuta lievemente negativa, proseguendo l'andamento al ribasso avviatosi alla fine del 2018 e interrotto solo temporaneamente ad aprile 2019. L'emissione negativa di azioni quotate da parte delle SNF sembra riconducibile sia alla debolezza delle attività di fusione e acquisizione, sia all'uso di operazioni di riacquisto di azioni proprie, incluse le cancellazioni, nella gestione dei bilanci societari.

## Grafico 12

### Emissioni nette di titoli di debito e azioni quotate da parte delle SNF dell'area dell'euro

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: dati mensili basati su finestre mobili di 12 mesi. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2019.

#### Si stima che i costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro siano diminuiti a partire da agosto 2019.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è collocato al 4,7 per cento ad agosto 2019 ma, secondo le proiezioni, dovrebbe essere sceso di recente a livelli simili a quelli registrati in primavera e all'inizio dell'estate. A ottobre 2019 il costo del finanziamento dovrebbe pertanto collocarsi circa 15 punti base al di sopra del minimo storico registrato ad aprile 2019, ma ben al di sotto dei livelli osservati nell'estate del 2014. La riduzione stimata del costo del finanziamento a partire da agosto 2019 è interamente giustificata dal calo del costo del capitale di rischio, che è stato solo parzialmente bilanciato da un lieve aumento del costo del debito sul mercato, attestatosi sul suo minimo storico ad agosto 2019. Il costo del capitale di rischio è diminuito a partire da agosto a causa dei minori premi per il rischio che riflettono, tra l'altro, un certo allentamento delle tensioni commerciali a livello mondiale e dei timori correlati alla Brexit. Il lieve rialzo del costo del debito sul mercato a partire da agosto riflette l'aumento nei tassi a lungo termine privi di rischio, che potrebbe essere connesso, tra l'altro, a una riduzione nelle aspettative del mercato su ulteriori diminuzioni dei tassi di interesse.

# Riquadri

## 1 Addio Eonia, benvenuto €STR!

a cura di Pascal Nicoloso e Vladimir Tsonchev

**Il 2 ottobre 2019 la BCE ha avviato la pubblicazione del nuovo tasso di riferimento overnight non garantito per l'area dell'euro: lo euro short-term rate o €STR.** L'€STR è calcolato sulla base delle operazioni in euro con controparti finanziarie segnalate ai sensi del regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari (Regolamento (UE) n. 1333/2014) e, a differenza dell'Eonia che misurava i prestiti interbancari, riflette i costi di finanziamento all'ingrosso non garantito delle banche dell'area dell'euro<sup>5</sup>. Il tasso è pubblicato alle ore 8.00 di ogni giornata operativa del sistema Target2 sulla base delle operazioni condotte e regolate nella giornata operativa antecedente. La rappresentatività del tasso è garantita da una politica di disponibilità dei dati la quale prevede che: a) almeno 20 delle banche che attualmente trasmettono le segnalazioni ai sensi del regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari forniscano le proprie informazioni; b) i cinque principali agenti segnalanti non indichino più del 75 per cento dei volumi negoziati in una determinata giornata.

Lo scorso 2 ottobre, in seguito alle raccomandazioni di un gruppo di lavoro del settore privato<sup>6</sup> e a una consultazione pubblica, lo European Money Markets Institute, amministratore dell'Eonia, ha modificato la metodologia di calcolo del tasso in modo che, fino alla cessazione del suo utilizzo prevista per il 3 gennaio 2022, esso sia fissato al livello dell'€STR più un differenziale fisso di 8,5 punti base. Si conclude così un periodo ventennale in cui l'Eonia ha costituito il riferimento per i tassi di interesse a breve termine dell'area dell'euro.

**L'avvio dell'€STR ha avuto un esito favorevole sia sul piano tecnico sia dal punto di vista dei mercati.** Il lancio del nuovo tasso di riferimento e la modifica alla metodologia di calcolo dell'Eonia sono state efficacemente comunicati e anticipati dal settore finanziario, prevenendo il verificarsi di gravi episodi di discontinuità. Ad esempio, i sistemi interni sono stati adeguati in modo da tener conto delle nuove tempistiche di pubblicazione del tasso (la mattina del giorno successivo alla data di riferimento). Inoltre, hanno avuto luogo le prime operazioni indicizzate all'€STR nel mercato degli swap over-the-counter e le prime emissioni di titoli.

**Il processo di elaborazione dell'€STR su base giornaliera si è svolto in maniera ordinata e sicura grazie all'impegno dell'intero Eurosystem e delle banche segnalanti ai sensi del regolamento.** La metodologia di calcolo dell'€STR si è dimostrata inoltre affidabile, come illustrato da due esempi. In primo luogo, il 18 settembre la trasmissione della riduzione del tasso sui depositi presso la BCE è stata completa e immediata, come dimostrano i dati precedenti l'introduzione

<sup>5</sup> Per ulteriori informazioni sull'€STR e sulla definizione della metodologia, cfr. il [sito Internet](#) della BCE.

<sup>6</sup> Per informazioni sul gruppo di lavoro sui tassi in euro privi di rischio, cfr. il [sito Internet](#) della BCE.

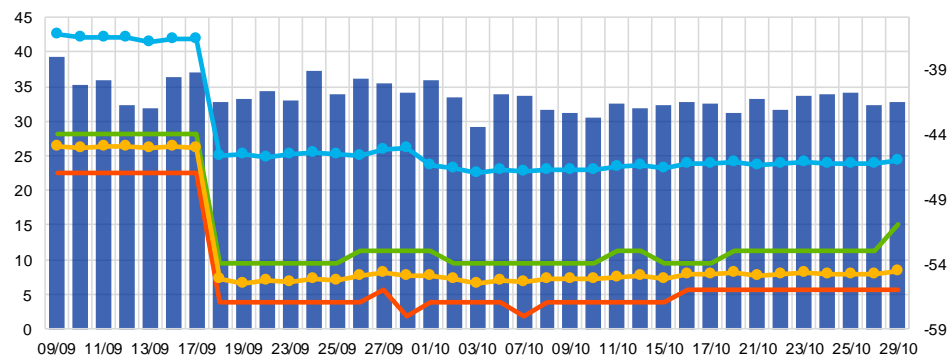
dell'€STR, e dal 1° ottobre il tasso e la distribuzione delle operazioni sottostanti al 25° e al 75° percentile non hanno subito variazioni di rilievo, con volumi compresi tra i 29 e i 35 miliardi di euro (cfr. grafico A). In secondo luogo, la giornata festiva del 3 ottobre in Germania ha esercitato un impatto trascurabile sul tasso e sulle varie metriche utilizzate ai fini del suo calcolo. Sebbene in quella data il volume sia diminuito di 4,3 miliardi di euro rispetto al giorno precedente, si è mantenuto un divario adeguato tra i parametri di partecipazione e concentrazione e le soglie di contingenza sui cui si basa la politica di disponibilità dei dati esposta nel primo paragrafo (cfr. grafico B).

## Grafico A

### €STR dal 9 settembre 2019

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: punti base)

- Volume (scala di sinistra)
- Tasso al 25° percentile (scala di destra)
- Tasso al 75° percentile (scala di destra)
- €STR (scala di destra)
- Eonia (scala di destra)



Fonte: BCE.

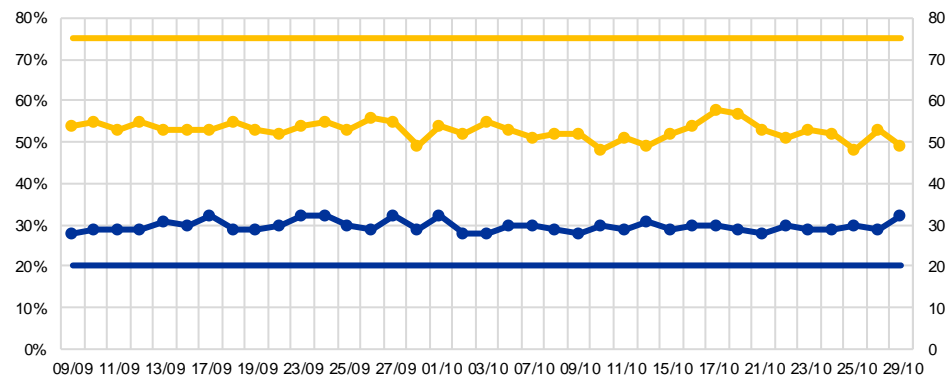
Nota: dati precedenti l'introduzione dell'€STR fino al 30 settembre, dati relativi all'€STR dal 1° ottobre.

## Grafico B

### Metriche di contingenza per il calcolo dell'€STR dal 9 settembre 2019

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: numero di banche)

- Volume soglia (scala di sinistra)
- Volume corrispondente alle 5 principali banche (scala di sinistra)
- Numero di banche partecipanti (scala di destra)
- Numero minimo di banche partecipanti (scala di destra)



Fonte: BCE.

Nota: dati precedenti l'introduzione dell'€STR fino al 30 settembre, dati relativi all'€STR dal 1° ottobre.

## 2 L'andamento del settore dei servizi e la sua relazione con il settore manifatturiero

a cura di Magnus Forsells, Neale Kennedy e Lisa Marie Timm

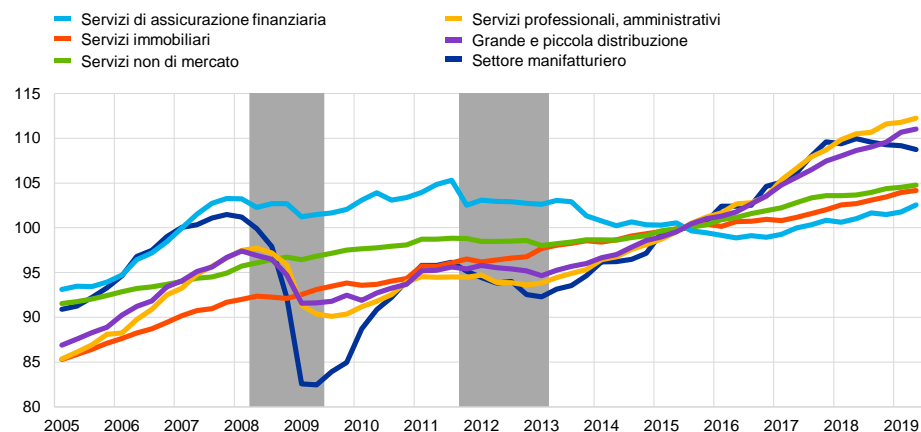
**Il presente riquadro si occupa del settore dei servizi dell'area dell'euro e della sua relazione con il settore manifatturiero, concentrandosi soprattutto sulla misura in cui il settore dei servizi potrebbe risentire del recente rallentamento nel settore manifatturiero.** La crescita economica nell'area dell'euro è stata più debole negli ultimi trimestri, riflettendo principalmente l'impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro della protratta debolezza degli scambi internazionali in un contesto influenzato dal prolungarsi delle incertezze su scala mondiale. Tuttavia, i livelli di attività nel settore dei servizi sono finora rimasti abbastanza sostenuti malgrado tale contrazione nel settore manifatturiero. Probabilmente ciò è da ricondurre alla buona capacità di tenuta degli andamenti della domanda interna, favorita dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria, che continua a sostenere i mercati del lavoro e a creare condizioni di finanziamento favorevoli. Il settore dei servizi costituisce un'importante determinante dell'attività economica complessiva nell'area dell'euro e rappresenta più del 70 per cento del valore aggiunto totale.

**Il grado di eterogeneità del settore dei servizi è elevato.** Nel considerare i servizi nel complesso, è utile distinguere tra servizi di mercato e non di mercato: quest'ultima categoria comprende settori come l'istruzione e le prestazioni sanitarie, che rappresentano circa un terzo del totale dei servizi. La crescita di tale settore tende a essere abbastanza stabile e indipendente dal ciclo economico (cfr. grafico A), come è avvenuto durante l'espansione economica a partire dal 2013 (dopo la crisi del debito sovrano) e durante il rallentamento economico a partire dal 2018. I servizi di mercato mostrano tipicamente andamenti di crescita più ciclici. Tale sottoinsieme di servizi include diversi settori, alcuni più orientati ai consumatori, come il commercio all'ingrosso e quello al dettaglio e i servizi immobiliari (che rappresentano, rispettivamente, circa il 15 e l'11 per cento del totale del valore aggiunto), e altri più orientati alle imprese fra cui le attività finanziarie e assicurative (5 per cento del valore aggiunto). A differenza del settore manifatturiero, questi settori hanno continuato ad espandersi a tassi relativamente sostenuti negli ultimi trimestri.

## Grafico A

### Confronto fra la crescita del valore aggiunto nei servizi e nel settore manifatturiero

(indice: 2015 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

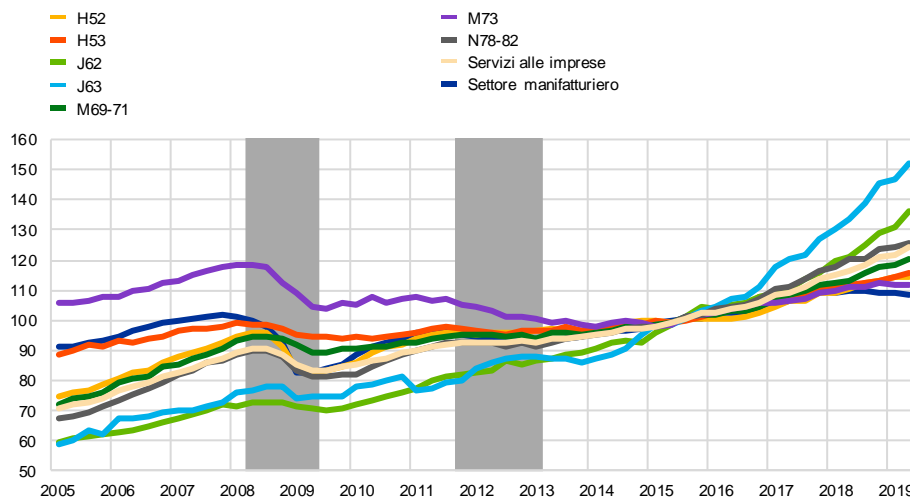
Nota: le aree in grigio segnalano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR.

**Il rischio di effetti di propagazione dal settore manifatturiero a quello dei servizi è particolarmente rilevante nell'area dei servizi alle imprese.** Il grafico B mostra gli andamenti di alcuni settori complessivamente classificabili come servizi alle imprese. Tali settori includono una parte del settore dei trasporti; una quota delle attività informatiche e dei servizi; i servizi professionali, scientifici e tecnici e alcuni servizi amministrativi e di supporto. Nel complesso essi rappresentano il 14 per cento circa del valore aggiunto totale. Anche se tali settori hanno in genere condiviso un andamento decrescente durante la crisi finanziaria del 2008-2009, nel 2011-2012 hanno mostrato una buona capacità di tenuta. Durante l'ultimo rallentamento del settore manifatturiero, hanno per lo più continuato a crescere a un ritmo sostenuto. Al tempo stesso, i tassi di crescita dei vari settori hanno mostrato differenze significative negli anni recenti. I settori ad alta intensità di conoscenza sembrano essere cresciuti molto rapidamente, ma ci sono anche segnali di rallentamento nell'attività di altri comparti intorno al volgere dell'anno.

## Grafico B

### Fatturato nei servizi alle imprese rispetto al settore manifatturiero

(indice: 2015 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i nomi dei settori si riferiscono alla classificazione NACE Rev. 2. H52: magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti; H53: servizi postali e attività di corriere; J62: programmazione, consulenza informatica e attività connesse; J63: attività dei servizi d'informazione; M69-71: attività legali e contabilità, consulenza gestionale e attività degli studi di architettura e d'ingegneria; M73: pubblicità e ricerche di mercato; N78-82: attività di fornitura del personale, servizi di prenotazione delle agenzie di viaggio e dei tour operator e attività correlate, servizi di vigilanza e investigazione, attività di pulizia e di supporto per le funzioni d'ufficio.

### L'analisi della correlazione tra il settore manifatturiero e le diverse parti del settore dei servizi conferma diversi gradi di co-movimento, soprattutto durante le fasi di rallentamento del ciclo economico.

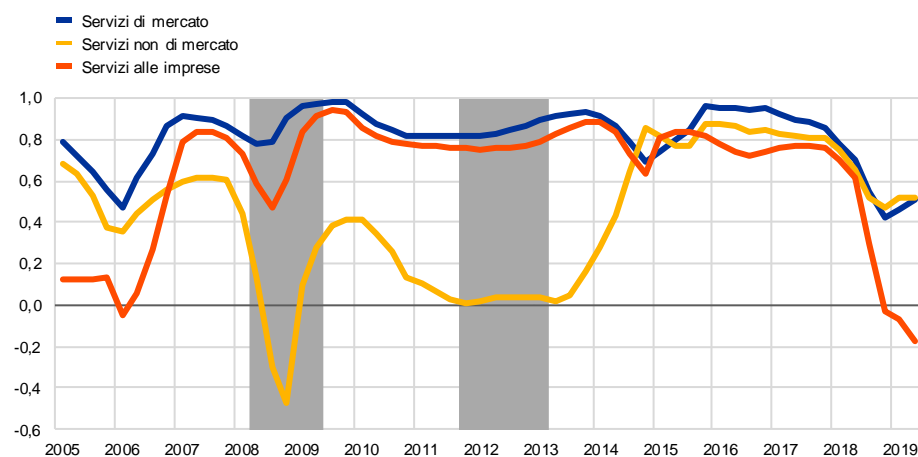
Il principale co-movimento tra il settore manifatturiero e quello dei servizi riguarda alcuni segmenti dei servizi di mercato, tra cui i servizi alle imprese. Il grafico C mostra le correlazioni su una finestra mobile di cinque anni dei tassi di crescita sui dodici mesi del settore dei servizi di mercato, dei servizi non di mercato e dei servizi alle imprese con quelli del settore manifatturiero. Le correlazioni cambiano nel tempo, in particolare quella tra i servizi non di mercato e il settore manifatturiero, che diminuisce durante i periodi di recessione. Negli ultimi anni, in cui si è registrata una crescita positiva e stabile in entrambi i settori, tale correlazione è risultata più elevata. Nel settore dei servizi di mercato e alle imprese, d'altra parte, le correlazioni sono generalmente ben più alte e stabili nell'intero periodo campionario. Di recente, però, sono diminuite, probabilmente perché la domanda interna ha mostrato una maggiore capacità di tenuta rispetto ai periodi precedenti, grazie all'orientamento molto accomodante della politica monetaria, che continua a sostenere i mercati del lavoro e a creare condizioni di finanziamento favorevoli.



### Grafico C

Correlazioni su una finestra mobile di cinque anni tra i settori dei servizi e il settore manifatturiero

(coefficienti di correlazione)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le correlazioni sono calcolate tra i tassi di crescita sul periodo corrispondente del relativo settore dei servizi e la crescita del valore aggiunto del settore manifatturiero. I servizi alle imprese sono calcolati come media ponderata delle componenti.

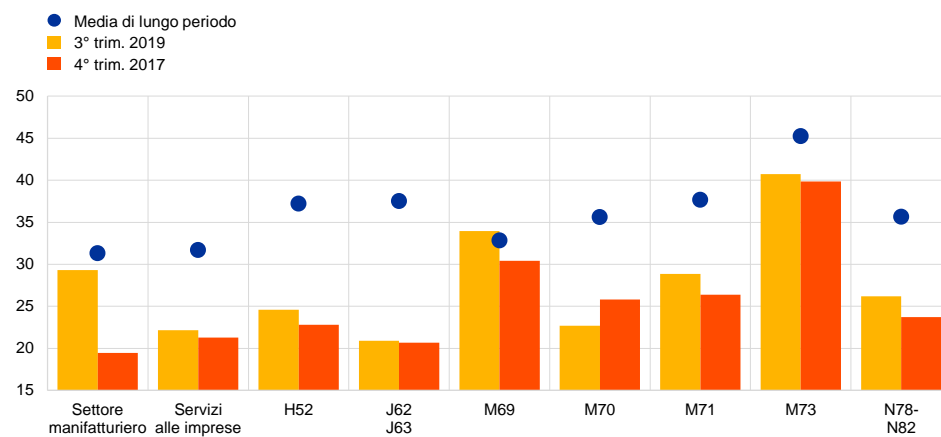
**Finora ci sono stati scarsi segnali che una domanda più contenuta abbia influenzato i servizi alle imprese, anche se i dati desunti dalle ultime indagini indicano un rallentamento della crescita.** I risultati delle indagini della

Commissione europea presso le imprese, che permettono anche di concentrarsi sui servizi alle imprese, suggeriscono che il peso dell'insufficienza della domanda quale fattore che limita la produzione dei servizi alle imprese resta al di sotto della sua media di lungo periodo e non ha subito variazioni significative negli ultimi trimestri (grafico D), al contrario di quanto avviene nel settore manifatturiero, in cui la domanda si è indebolita in maniera evidente dalla fine del 2017. Tuttavia, i risultati delle indagini più recenti mostrano una diminuzione, suggerendo un rallentamento nella crescita. Pertanto, gli andamenti nei servizi alle imprese, e in altri importanti settori dei servizi, devono essere tenuti sotto stretta osservazione nei prossimi mesi per individuare eventuali ricadute del rallentamento nella manifattura.

## Grafico D

Peso percepito dell'insufficienza della domanda quale fattore che limita la produzione nel settore manifatturiero e dei servizi alle imprese

(saldi percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Note: per una descrizione delle sotto-categorie dei servizi alle imprese cfr. la nota al grafico B. La media di lungo periodo si riferisce agli anni 2003-2019.

### 3 Un indicatore stilizzato dei cicli del mercato del lavoro nell'area dell'euro basato sulle valutazioni dei dirigenti d'azienda

a cura di Vasco Botelho

**Questo riquadro valuta l'attuale posizione ciclica del mercato del lavoro dell'area dell'euro tramite l'impiego di un indicatore stilizzato delle oscillazioni di occupazione e prodotto che utilizza i dati delle indagini relative all'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI).** Il PMI è dato da un insieme di indicatori mensili che, in virtù della loro tempestività e frequenza mensile, possono essere utilizzati per prevedere i movimenti del tasso di crescita di alcune principali variabili macroeconomiche, quali l'occupazione e il PIL in termini reali. Tuttavia i dati PMI mensili sono caratterizzati anche da un'elevata volatilità nel tempo poiché contengono informazioni relative non soltanto ai fattori strutturali e alla posizione ciclica dell'economia, ma anche alle valutazioni, da parte dei dirigenti d'azienda, riguardo alle reazioni immediate delle proprie imprese a eventi idiosincratici nel tempo. Quest'ultima componente dei dati PMI è soggetta a possibili errori di misurazione o asimmetrie informative. In quanto tale, un indicatore stilizzato del mercato del lavoro<sup>7</sup> si costruisce applicando un filtro passa-basso ai sottostanti dati PMI mensili su occupazione e prodotto, allo scopo di livellare tali dati e isolare le informazioni rilevanti nella valutazione dell'attuale posizione ciclica del mercato del lavoro.

**L'indicatore stilizzato dei cicli del mercato del lavoro nell'area dell'euro si ottiene giustapponendo gli andamenti registrati dall'indicatore PMI relativo all'occupazione a quelli dell'indicatore PMI relativo al prodotto.** Se l'indicatore PMI relativo all'occupazione segnala un livello superiore (inferiore) a 50, ci si attenderà un incremento (una diminuzione) dell'occupazione nel mese in questione. Lo stesso vale per la relazione tra il livello dell'indicatore PMI relativo al prodotto e gli andamenti attesi del PIL in termini reali in un determinato mese. Data l'interpretabilità dei dati PMI nell'aggregare gli andamenti di occupazione e PIL, l'indicatore stilizzato dei cicli del mercato del lavoro nell'area dell'euro si ottiene, a livello visivo, sovrapponendo i livelli tracciati dall'indicatore PMI per occupazione e prodotto alle rispettive variazioni su base mensile. Ciò consente l'identificazione di quattro

---

<sup>7</sup> L'approccio adottato in questo riquadro è simile a quello alla base dell'Economic Climate Tracer (ECT), l'indicatore sviluppato dalla Commissione europea che viene applicato alle indagini congiunturali condotte dalla Commissione presso famiglie e imprese. Per ulteriori informazioni su come produrre l'ECT, cfr. la relativa [documentazione metodologica](#). Le informazioni sull'ECT più recenti sono disponibili nella pubblicazione della Commissione europea [European Business Cycle Indicators: 3rd Quarter 2019](#). Le tecniche di visualizzazione dei dati impiegate nel presente riquadro sono comparabili a quelle utilizzate dalla Commissione europea. L'indicatore stilizzato qui utilizzato si distingue dall'ECT poiché applica il filtro passa-banda approssimativo presentato in Christiano, L. J. e Fitzgerald, T. J., "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, vol. 44, n. 2, 2003, pagg. 435-465, che consente la scomposizione di ciascun indicatore PMI in una componente tendenziale, una componente ciclica e una componente ad alta frequenza capace di catturare l'esuberanza dei cambiamenti nei dati PMI e di collegare tali dati a oscillazioni molto brevi osservate nell'economia (cicli inferiori a sei trimestri). L'indicatore stilizzato presentato in questo riquadro è quindi costruito sommando tra loro la componente tendenziale e quella ciclica del PMI relativo all'occupazione. Un approccio simile viene applicato al PMI relativo al prodotto per confrontare l'attuale posizione ciclica del mercato del lavoro con quella dell'attività economica.

posizioni nel ciclo del mercato del lavoro: 1) un livello superiore a 50 che evidenzia un aumento su base mensile viene interpretato come un'espansione; 2) un livello superiore a 50 che evidenzia un calo su base mensile indica un rallentamento; 3) un livello inferiore a 50 e in calo viene considerato indicativo di una fase di calo; 4) quando il livello è inferiore a 50 ma evidenzia miglioramenti mensili viene interpretato come una ripresa. Inoltre, si registra un picco positivo (o negativo) a livello locale quando l'indicatore non evidenzia variazioni nel corso del mese e si colloca a un livello superiore (o inferiore) a 50.

### **L'indicatore stilizzato del mercato del lavoro relativo all'area dell'euro segnala un rallentamento a partire da febbraio 2018, con un ritardo del dato**

**sull'occupazione rispetto a quello sul prodotto**<sup>8</sup>. Il grafico A mostra la posizione ciclica del mercato del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi sette anni, da settembre 2012 a settembre 2019. La valutazione ciclica da parte dei dirigenti aziendali riguardo gli andamenti di occupazione e produzione all'interno delle rispettive imprese è un indicatore anticipatore degli andamenti evidenziati dai dati effettivi in termini aggregati, in particolare nella fase di avvio dell'attuale ripresa. Secondo gli indicatori stilizzati basati sul PMI relativo a occupazione e prodotto, il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha segnato un recupero a partire da dicembre 2012, mentre il prodotto è su un percorso di ripresa da settembre dello stesso anno, un paio di mesi prima che l'Euro Area Business Cycle Dating Committee istituito in seno al Centre for Economic Policy Research (CEPR) annunciasse il forte calo registrato dall'economia dell'area dell'euro. A settembre 2019 il mercato del lavoro dell'area dell'euro viene ancora valutato in rallentamento, con la permanenza in tale territorio da febbraio 2018 per l'indicatore relativo all'occupazione e da ottobre 2017 per l'indicatore relativo al prodotto. Di per sé, le attuali oscillazioni di occupazione e prodotto vengono considerate coerenti con una fase più matura del ciclo, normalmente caratterizzata da movimenti tra il territorio di espansione e quello di rallentamento.

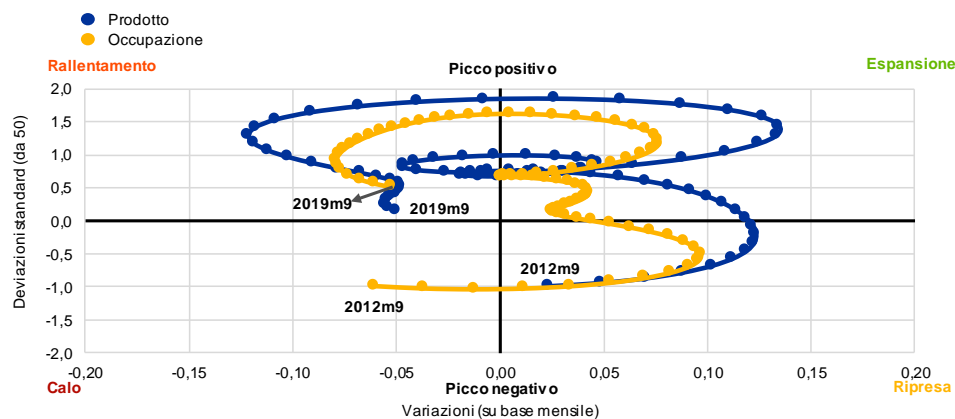
---

<sup>8</sup> Il ritardo degli andamenti dell'occupazione rispetto a quelli del prodotto è giustificato dall'esistenza di costi di adeguamento all'input di lavoro o di rigidità del mercato del lavoro a livello di impresa. L'indicatore stilizzato del mercato del lavoro conferma che, in risposta alle oscillazioni dei livelli di produzione, le imprese sono disposte ad adeguare altri fattori di produzione (anche modificando il margine intensivo dell'input di lavoro) prima di intervenire direttamente sui livelli occupazionali al proprio interno attraverso i processi di assunzione e licenziamento. Il ritardo della risposta dell'occupazione al PIL emerge in modo evidente anche nei dati di contabilità nazionale, come descritto nel riquadro *Crescita dell'occupazione e PIL nell'area dell'euro*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Indicatore stilizzato della posizione ciclica del mercato del lavoro dell'area dell'euro

(asse delle ordinate: livelli; asse delle ascisse: variazioni su base mensile; tutti i valori sono espressi in deviazioni standard da 50)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2019.

**Il rallentamento nel mercato del lavoro dell'area dell'euro è caratterizzato da una dicotomia tra la debolezza del settore manifatturiero e la capacità di tenuta del settore dei servizi (cfr. grafico B)<sup>9</sup>.** L'indicatore relativo all'occupazione

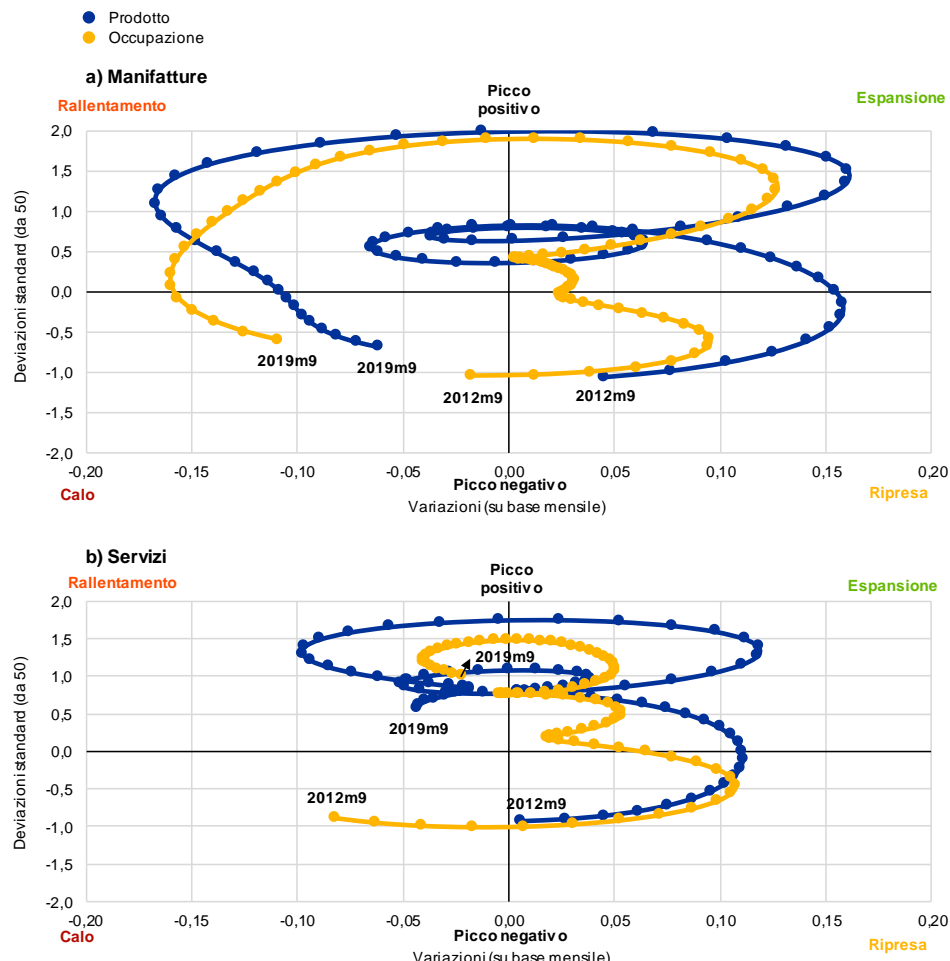
segnala che il mercato del lavoro nella manifattura è entrato in una fase di calo a maggio 2019, con un ritardo di tre mesi rispetto al prodotto e dopo che era stato dichiarato in territorio di rallentamento a partire da dicembre 2017. Al tempo stesso, vi è la percezione che l'occupazione nel settore dei servizi si muova all'interno del territorio espansione-rallentamento, con l'indicatore relativo all'occupazione in tale settore che evidenzia una maggiore capacità di tenuta rispetto all'occupazione nella manifattura. La tenuta dell'occupazione nel settore dei servizi sembra sostanzialmente in linea con gli andamenti dell'attività economica in tale settore, sebbene le variazioni del prodotto su base mensile registrate dall'indicatore siano divenute lievemente più negative negli ultimi mesi. Nel frattempo l'indicatore relativo al prodotto nel settore della manifattura è entrato in fase di calo, circostanza che potrebbe segnalare potenziali rischi correlati alla trasmissione della debolezza dalla manifattura al settore dei servizi. Da un punto di vista euristico, se gli andamenti dell'occupazione evidenziano un ritardo in entrambi i settori rispetto alle variazioni dell'attività economica, la trasmissione della debolezza del settore manifatturiero agli andamenti del prodotto nel settore dei servizi rende essenziale, per il futuro, un attento monitoraggio del mercato del lavoro dell'area dell'euro e dei canali responsabili di tale effetto.

<sup>9</sup> Cfr. il riquadro *L'andamento del settore dei servizi e la sua relazione con il settore manifatturiero*, in questo numero del Bollettino.

## Grafico B

### Indicatore stilizzato del mercato del lavoro per i settori manifatturiero e dei servizi

(asse delle ordinate: livelli; asse delle ascisse: variazioni su base mensile; tutti i valori sono espressi in deviazioni standard da 50)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2019.

**L'utilizzo di un approccio più granulare nella valutazione della posizione corrente all'interno del ciclo del mercato del lavoro indica che la debolezza nella manifattura è più pronunciata nei settori dei beni di investimento e degli autoveicoli, mentre la tenuta dei servizi è un fenomeno trasversale ai vari settori.** I dati di settembre 2019 sulla manifattura rivelano una debolezza dell'occupazione più pronunciata nel settore dei beni di investimento e dei beni intermedi, in particolare nella produzione di gomma e plastica, di macchinari e attrezzature e di autoveicoli. La debolezza dell'occupazione nel settore manifatturiero non si osserva nella posizione ciclica delle industrie produttrici di beni di consumo, un settore sostenuto da una robusta domanda interna nonostante l'attuale rallentamento dell'attività economica<sup>10</sup>. D'altra parte, la performance del mercato del lavoro nel settore dei servizi rimane sostanzialmente confinata nei territori di espansione-rallentamento, con gli andamenti dell'occupazione nelle

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro *Analisi del rallentamento della crescita registrato nel 2018*, nel numero 8/2018 di questo Bollettino.

industrie del settore dei servizi che evidenziano una certa capacità di tenuta all'attuale debolezza della manifattura.

**Nel complesso i risultati sembrano indicare che il settore dei servizi continui a sostenere la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro, mentre l'occupazione nel settore manifatturiero ha evidenziato una maggiore debolezza a partire da maggio 2019.** Rimane aperta la questione di eventuali ripercussioni negative dalla manifattura ai servizi, in particolare di debolezze derivanti dal settore dei trasporti<sup>11</sup>. Stando ai dati rilevati dall'indicatore relativo al prodotto, nel 2019 i trasporti si sono indeboliti in parallelo con le debolezze osservate nelle manifatture. In questo quadro si delineano rischi al ribasso derivanti da possibili propagazioni della debolezza dei trasporti ad altri settori dei servizi, data la centralità di tale settore nella relazione tra manifattura e servizi. In prospettiva, e tenendo conto del presunto ritardo dell'indicatore dell'occupazione rispetto alle variazioni registrate dall'indicatore relativo al prodotto, il rischio al ribasso legato alla trasmissione della debolezza della manifattura al settore dei servizi rafforza la necessità di un attento monitoraggio del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Occorre tenere presente che i dati forniti dall'indicatore analizzato in questo riquadro devono essere interpretati con cautela nei periodi caratterizzati da elevata incertezza e in corrispondenza dei punti di svolta del ciclo, poiché l'approccio metodologico può essere in certa misura soggetto ad ampie variazioni indotte dalla diffusione di nuovi dati.

---

<sup>11</sup> Tali canali di trasmissione possono essere di natura sia interna che esterna, come descritto nel riquadro *Fattori interni ed esterni alla base del calo della produzione industriale nell'area dell'euro*, nel numero 6/2019 di questo Bollettino. In particolare, gli shock esterni pertinenti all'industria dei trasporti potrebbero includere indebolimenti della domanda estera o variazioni del prezzo del petrolio mentre gli shock esterni con impatto avverso sarebbero originati da un indebolimento della domanda nell'industria dei trasporti collegato alla debolezza delle manifatture interne. Cfr. Burstein et al., "Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50(6), 2003, pagg. 1189-1214 per informazioni dettagliate sulle interconnessioni fra i trasporti e le altre industrie. La nostra analisi fornisce evidenze della centralità dell'industria dei trasporti nella relazione tra le manifatture e le restanti industrie del settore dei servizi, mettendo in luce l'importanza dei costi di distribuzione nella determinazione del prezzo (e dei costi) di vendita dei prodotti al dettaglio per i consumatori finali.

## 4 Modalità di determinazione dei prezzi: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese di grandi dimensioni

a cura di Richard Morris e Rupert de Vincent-Humphreys

**Questo riquadro riassume le conclusioni di un'indagine ad hoc condotta dalla BCE tra le imprese leader dell'area dell'euro in merito alle loro modalità di determinazione dei prezzi.** Le strategie di determinazione dei prezzi messe in atto dalle imprese sono indicatori essenziali per comprendere come i prezzi si adattino agli shock e quindi, implicitamente, l'effetto della politica monetaria sull'inflazione. Le indagini sono strumenti utili per raccogliere le evidenze in tal senso, come mostra, in particolare, il fondamentale studio di Blinder<sup>12</sup>. Le evidenze relative alle pratiche di determinazione dei prezzi delle imprese dell'area dell'euro sono state messe insieme qualche tempo fa nel contesto dell'Eurosystem Inflation Persistence Network (cfr. Fabiani et al., 2005<sup>13</sup>). La nostra indagine si basa su alcuni elementi di quelle precedenti rilevazioni e al contempo raccoglie ulteriori evidenze quantitative riguardanti le diverse dimensioni della determinazione dei prezzi.

**L'obiettivo principale dell'indagine è ottenere un quadro d'insieme delle modalità di determinazione dei prezzi da parte delle imprese, comprese le seguenti dimensioni specifiche.** Le imprese operano discriminazioni nei diversi mercati geografici, per tipologia di cliente o piattaforma commerciale? Quanto spesso rivedono e modificano i loro prezzi? Di quali considerazioni tengono conto nello stabilire i prezzi? Quali aspetti delle modalità di determinazione dei prezzi potrebbero dar luogo a rallentamenti nell'adeguamento dei prezzi? A tali quesiti hanno risposto 58 imprese non finanziarie leader che operano in tutta l'area dell'euro. Le vendite a livello mondiale di queste imprese sarebbero l'equivalente di circa il 2 per cento del prodotto dell'intera economia dell'area dell'euro. Le imprese si dividono pressoché equamente fra attività industriali e del settore dei servizi. Il campione può inoltre essere suddiviso in modo quasi identico fra: a) imprese che vendono principalmente ai consumatori; b) imprese che riforniscono aziende che vendono principalmente ai consumatori e c) imprese che riforniscono aziende le quali, a loro volta, vendono principalmente ad altre aziende. In altre parole, le risposte sono pervenute da imprese che si collocano in punti diversi della catena di approvvigionamento.

**La maggior parte delle imprese afferma di variare i propri prezzi in base al mercato geografico e alla tipologia di cliente (cfr. grafico A).** La variazione dei prezzi in base al mercato geografico è stata considerata necessaria per adeguarsi alle condizioni di domanda e offerta locali. Molte imprese affermano di aver sostenuto diversi costi di produzione a livello locale, tra cui manodopera, qualifiche dei lavoratori, imposte, costi regolamentari e logistici. Le differenze legate agli input reperiti localmente possono inoltre influire sulla qualità dei prodotti. Anche le

<sup>12</sup> Cfr. Blinder, A. S., "On sticky prices: academic theories meet the real world", in *Monetary Policy*, Gregory Mankiw, (a cura di), The University of Chicago Press, 1994.

<sup>13</sup> Cfr. Fabiani, S. et al., "The pricing behaviour of firms in the euro area – new survey evidence", *Working Paper Series*, n. 535, BCE, ottobre 2005.



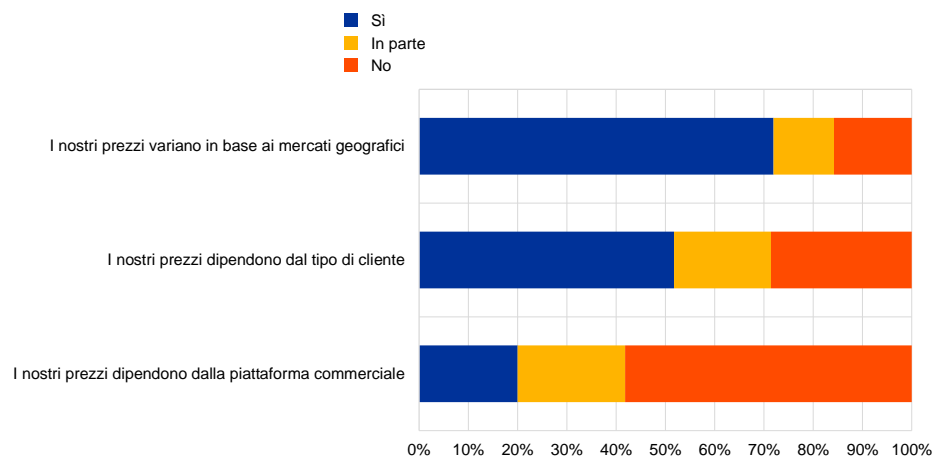
preferenze dei consumatori variano da regione a regione e pertanto richiedono marchi e/o livelli di servizio diversi. Per quel che riguarda il variare dei prezzi in base alla tipologia di cliente, nelle vendite “business-to-business” il volume del contratto è risultato rilevante, con l’imperativo di attirare e mantenere clienti strategici. Le imprese hanno inoltre menzionato l’importanza della distinzione fra vendita all’ingrosso e al dettaglio e/o fra clienti professionali e privati e, infine, la possibilità di accordare sconti a determinati clienti sulla base di quanto fosse alta la valutazione del rischio di perderli.

**La maggior parte delle imprese ha affermato che i propri prezzi non dipendevano dalla piattaforma commerciale.** Quindi, ad esempio, la maggior parte delle imprese applicava lo stesso prezzo sia alle vendite online sia a quelle effettuate in negozio o al telefono. Tuttavia, i prezzi di alcuni prodotti erano diversi da quelli di prodotti equivalenti venduti su altre piattaforme semplicemente perché erano disponibili solo online. Rispetto a prodotti equivalenti disponibili su altre piattaforme, i costi di questi prodotti online erano inferiori poiché implicavano una minore quantità di servizi. Nei segmenti “business-to business”, i prezzi di prodotti equivalenti spesso erano diversi per i contratti all’ingrosso rispetto alle transazioni basate su mercato o aste.

### Grafico A

Variazione dei prezzi in base a mercato geografico, clientela e piattaforma commerciale

(percentuale di imprese)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

**La normale frequenza con cui i prezzi vengono modificati e rivisti varia in base al settore dell’economia (cfr. grafico B).** Alle imprese è stato chiesto di focalizzare l’attenzione sul proprio prodotto principale o rappresentativo ed è stato offerto un ventaglio di possibili frequenze con cui i prezzi vengono sottoposti a revisioni e modifiche<sup>14</sup>. Le scelte disponibili variavano da “giornalmente” a “meno di una volta in tre anni” e comprendevano anche la possibilità di indicare che i prezzi venivano

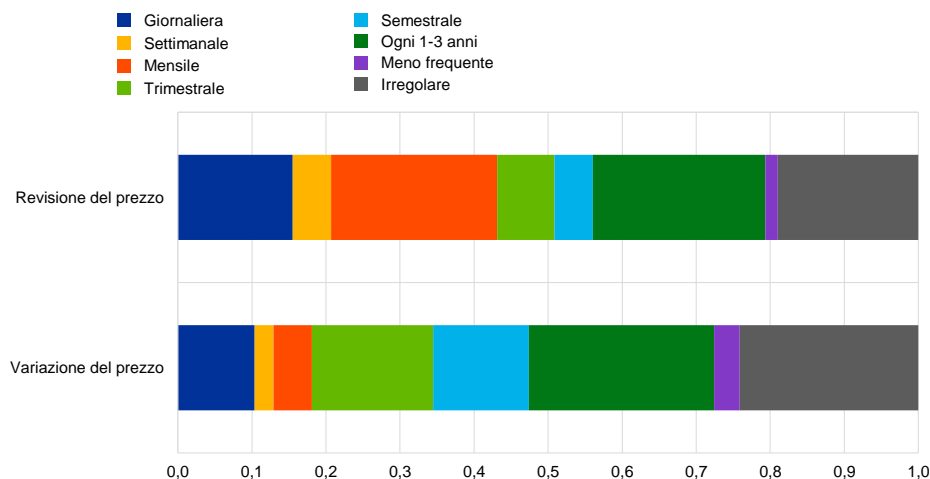
<sup>14</sup> Per revisione di un prezzo si intende una valutazione del prezzo corrente in seguito alla quale si decide se modificare o meno il prezzo e, in caso affermativo, di quanto. Le variazioni dei prezzi, quindi, possono avere una frequenza solo uguale o inferiore a quella delle revisioni dei prezzi.

rivisti o modificati “con frequenza irregolare” o solo “in risposta a specifici eventi”. Alcune imprese hanno dichiarato di rivedere i prezzi sia con frequenza regolare sia a intervalli irregolari, in risposta a eventi specifici.

### Grafico B

#### Normale frequenza di revisioni e variazioni dei prezzi per un prodotto rappresentativo

(percentuale di imprese)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: gli istogrammi che rappresentano le quote di imprese che rivedono o variano i prezzi “con frequenza irregolare o in risposta a eventi” comprendono solo le imprese che non hanno indicato una frequenza tipica di revisione e/o variazione dei prezzi.

#### La frequenza delle revisioni e variazioni dei prezzi tende a essere maggiore nel settore della vendita al dettaglio e minore nei servizi al consumatore e alle imprese, con il settore manifatturiero che si colloca a metà fra i due.

La maggior parte dei venditori al dettaglio che hanno partecipato all'indagine ha affermato di rivedere i prezzi su base mensile, settimanale o anche giornaliera, in base alla propria gamma di prodotti. Tali esercizi tendono inoltre a modificare i prezzi con notevole frequenza. Nel settore manifatturiero le revisioni dei prezzi vengono generalmente svolte mensilmente, tuttavia i prezzi vengono modificati, di solito, solo su base trimestrale, semestrale o annuale. Nel contempo, se escludiamo il commercio al dettaglio e i trasporti (dove i prezzi sono in parte influenzati dal carburante), la maggior parte dei partecipanti all'indagine appartenenti ad altri settori di servizi afferma che, di solito, rivede e modifica i prezzi con frequenza annuale. Tuttavia, identificare una frequenza “tipica” di revisione e/o variazione di prezzi è chiaramente difficile per le imprese con un'ampia gamma di prodotti e differenti tipologie di clienti e contratti.

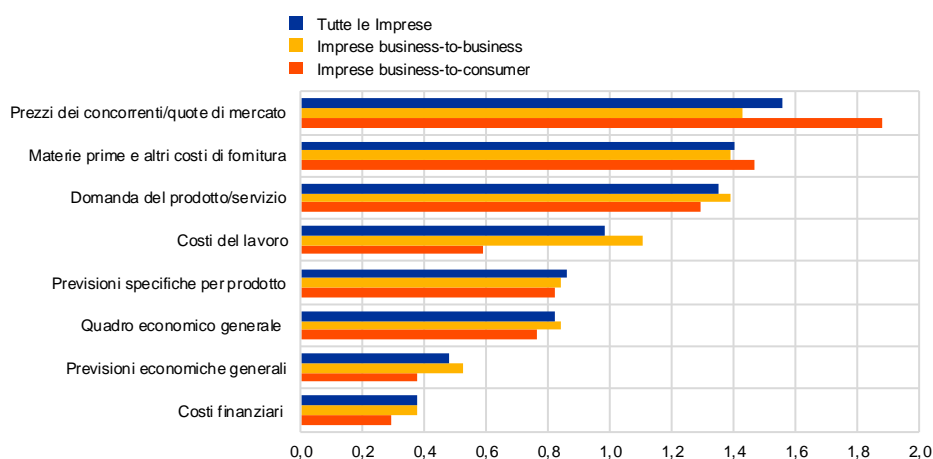
**Nel definire i prezzi, le imprese valutano prima di tutto i prezzi applicati dalle aziende concorrenti e, subito dopo, i costi di fornitura e la domanda del prodotto (cfr. grafico C).** Nell'indagine, ai partecipanti è stato sottoposto un elenco di fattori ed è stato chiesto di valutare se questi fossero “non importanti”, “importanti” o “molto importanti” nella definizione del prezzo. Assegnando un punteggio, rispettivamente, di “0”, “1” o “2”, in generale i partecipanti all'indagine hanno considerato i prezzi dei propri concorrenti il fattore più importante nello stabilire i propri. Seguono immediatamente il costo delle materie prime e gli altri costi di

fornitura, nonché la domanda per il dato prodotto o servizio. Anche i costi di manodopera sono stati considerati importanti<sup>15</sup>. L'importanza assegnata ai prezzi dei concorrenti appare tanto maggiore quanto più l'azienda è prossima al consumatore, mentre più a monte le considerazioni su costo e domanda svolgono un ruolo più significativo.

### Grafico C

#### Informazioni valutate dalle imprese nella definizione dei prezzi

(punteggio medio delle risposte: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

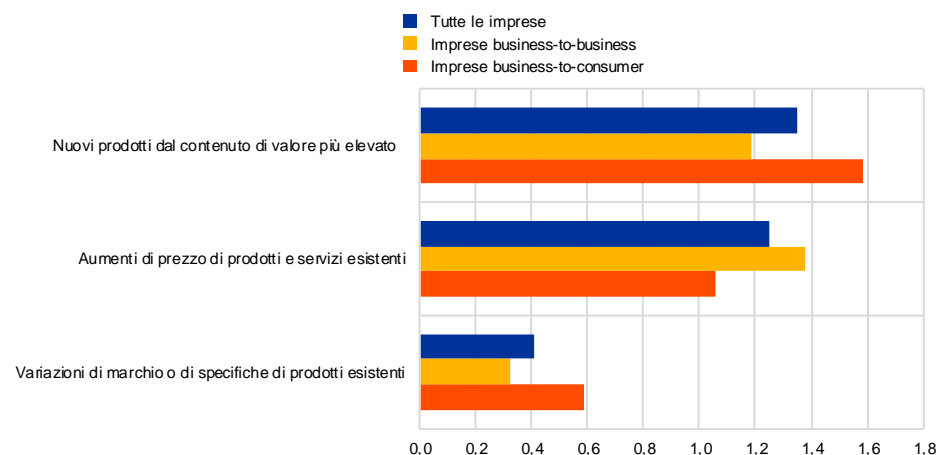
**Gli aumenti dei prezzi medi di vendita si ottengono, in larga parte, introducendo nuovi prodotti con un contenuto di valore più elevato (cfr. grafico D).** Metà dei partecipanti all'indagine ha affermato che l'introduzione di nuovi prodotti dal contenuto di valore più elevato ha rappresentato un fattore "molto importante" mentre un ulteriore terzo lo ha definito "importante" per l'aumento dei prezzi medi di vendita. Nel complesso, l'introduzione di nuovi prodotti è stata considerata lievemente più importante rispetto all'aumento dei prezzi dei prodotti già in commercio; ciò si applica, in particolare, alle aziende che vendono direttamente ai consumatori. Le variazioni di marchio o di specifiche dei prodotti esistenti sono meno importanti, anche se ancora considerati importanti da circa un terzo delle imprese. Sulla base di ciò che le imprese affermano riguardo il modo in cui le loro pratiche di determinazione dei prezzi si sono modificate nel corso degli ultimi 5-10 anni, l'attenzione sull'aggiunta di valore mirato a clienti specifici sembra una tendenza in aumento, in risposta alla crescita della concorrenza globale e alla maggiore trasparenza dei prezzi dovuta a Internet.

<sup>15</sup> Il valutare importanti o meno i "costi di manodopera" o i "costi delle materie prime e gli altri costi di fornitura" dipende, in larga parte, dalla base di calcolo dell'azienda. Se questi due fattori sono considerati insieme, i "costi degli input" rappresenterebbero la considerazione più importante per queste imprese nella determinazione dei prezzi.

## Grafico D

### Modalità di incremento dei prezzi medi di vendita

(punteggio medio delle risposte: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

### Le strategie di definizione dei prezzi delle imprese sono coerenti con una serie di teorie riguardanti la “viscosità dei prezzi”.

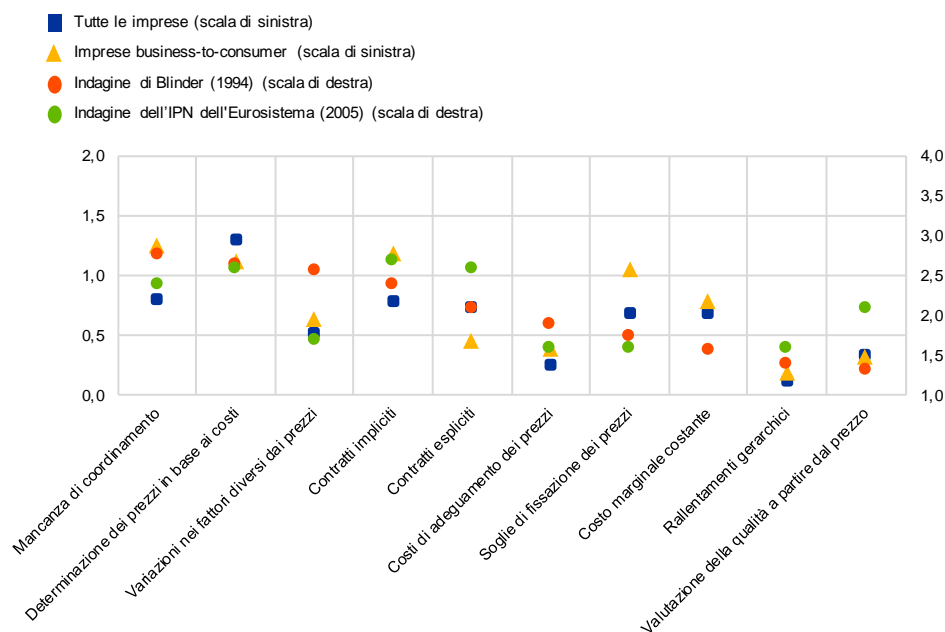
Alle imprese sono state sottoposte una serie di affermazioni, ognuna delle quali riferita a una diversa teoria sulla viscosità dei prezzi, come nell'indagine originaria di Blinder (cfr. la tavola di seguito). Il grafico E mostra i punteggi delle risposte a confronto con i punteggi (e la classifica) dell'indagine di Blinder e con quelli ottenuti nell'indagine condotta dal network sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network, IPN) dell'Eurosistema nel 2005. Per le imprese, in generale, i ruoli svolti dalla determinazione dei prezzi in base ai costi, dai contratti (impliciti o espliciti) e dalla mancanza di coordinamento sembrerebbero essere predominanti nella determinazione della viscosità dei prezzi. Per le imprese più attente alle esigenze dei consumatori, la consapevolezza che i clienti si aspettino che i prezzi rimangano per lo più invariati (contratti impliciti) e l'esistenza di soglie di prezzo psicologiche sono probabilmente importanti cause dei lenti adeguamenti dei prezzi.

Teoria	Affermazione contenuta nell'indagine
<b>Mancanza di coordinamento</b>	Siamo titubanti nel variare i prezzi per timore che i nostri concorrenti non facciano altrettanto.
<b>Determinazione dei prezzi in base ai costi</b>	Aumentiamo i prezzi quando rileviamo aumenti dei costi.
<b>Variazioni nei fattori diversi dal prezzo</b>	Preferiamo variare altre caratteristiche dei nostri prodotti o servizi (ad esempio: garanzia, tempi di consegna, servizi alla clientela) piuttosto che variare i prezzi.
<b>Contratti impliciti</b>	Comprendiamo che i nostri clienti si aspettano che i prezzi rimangano per lo più invariati indipendentemente dal contesto economico.
<b>Contratti espliciti</b>	Abbiamo contratti che limitano la nostra possibilità di variare i prezzi al variare dei costi.
<b>Costi di adeguamento dei prezzi</b>	Ci risulta costoso variare i prezzi.
<b>Soglie di determinazione dei prezzi</b>	Puntiamo a soglie di prezzo che meglio incidono sulla determinazione dei prezzi.
<b>Costo marginale costante</b>	I nostri costi non variano molto anche aumentando la produzione e tentiamo di mantenere un profitto standard.
<b>Rallentamenti gerarchici</b>	I ritardi interni alla nostra organizzazione rallentano le decisioni sui prezzi.
<b>Valutazione della qualità a partire dal prezzo</b>	Non diminuiamo i prezzi perché i nostri clienti potrebbero considerarlo come un calo nella qualità del nostro prodotto o servizio.

## Grafico E

### Modalità di determinazione dei prezzi e possibili cause di adeguamenti lenti

(punteggio medio delle risposte)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per questa indagine della BCE: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante. Per l'indagine di Blinder (1994) e l'indagine dell'IPN dell'Eurosistema (2005): 1 = totalmente irrilevante; 2 = di importanza secondaria; 3 = moderatamente importante; 4 = molto importante. Le teorie sono ordinate in base al punteggio (dal più alto al più basso) nell'indagine di Blinder (1994). La teoria del "costo marginale costante" non è stata verificata nell'indagine dell'IPN dell'Eurosistema (2005).

# Articolo

## 1 Le tendenze nella gestione delle riserve in valuta estera delle banche centrali e il caso della BCE

a cura di Livia Chițu, Joaquim Gomes e Rolf Pauli

L'articolo inizia con una rassegna delle tendenze rilevate, a livello mondiale, nelle riserve in valuta estera delle banche centrali in termini di dimensioni, adeguatezza e composizione, per poi analizzare le riserve in valuta estera della BCE. Così come le ragioni per detenere tali riserve sono cambiate nel tempo e da un paese all'altro, anche le dimensioni e la composizione delle riserve hanno subito variazioni. Sono inoltre mutati gli indicatori di adeguatezza ritenuti più appropriati. Le riserve in valuta estera a livello mondiale sono aumentate in misura considerevole dopo la crisi finanziaria asiatica della fine degli anni '90, quando i mercati emergenti hanno iniziato ad accumulare ampie riserve al fine di auto-tutelarsi contro potenziali shock. In alcuni casi, l'aumento delle riserve è stato una conseguenza di strategie di crescita trainate dalle esportazioni. Se tradizionalmente le riserve in valuta estera mondiali sono state investite principalmente in attività finanziarie denominate in dollari statunitensi, negli ultimi anni si è assistito a una maggiore diversificazione in termini di valuta e classi di attività.

La seconda sezione dell'articolo descrive come le riserve in valuta estera della BCE vengano gestite tenendo conto del loro scopo principale, ossia garantire all'Eurosistema risorse liquide sufficienti nel caso in cui si renda necessario utilizzarle per operazioni sul mercato dei cambi in valute di paesi non appartenenti all'UE. Il quadro operativo degli investimenti prevede tre livelli di governance, consistenti in: a) scelte di investimento di tipo strategico; b) posizionamento tattico nel medio periodo; c) gestione quotidiana dei portafogli. In base a tale cornice di riferimento, le banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema sono coinvolte nella gestione attiva delle riserve in valuta estera della BCE, secondo modalità al tempo stesso singolari e complesse. L'articolo descrive tale approccio di gestione attiva, la concorrenza interna tra i gestori dei portafogli delle diverse BCN e la diversificazione degli stili di gestione dei portafogli favorita dal quadro operativo.

### 1 Tendenze nella gestione delle riserve in valuta estera delle banche centrali

**Per riserve in valuta estera si intendono generalmente le attività prive di rischio detenute sull'estero di cui le autorità monetarie possono disporre prontamente.**

Tali autorità sono rappresentate, di norma, dalla banca centrale, dal ministero del tesoro o dal ministero delle finanze del paese in questione.

L'espressione "riserve ufficiali complessive" costituisce la definizione più ampia di riserve internazionali e comprende sia le riserve in valuta estera sia quelle di altro tipo. Le riserve in valuta estera, che comprendono le attività sull'estero generalmente

controllate dalle autorità monetarie nazionali, si compongono di titoli e depositi. Il loro livello viene stabilito per mezzo di decisioni relative, ad esempio, a interventi sul mercato dei cambi o alla gestione dei portafogli di riserve. Tali interventi possono comportare variazioni nella composizione per valuta, nelle classi di attività e nelle scadenze. L'altra componente delle riserve ufficiali, che generalmente costituisce una quota minore delle riserve ufficiali complessive, include l'oro monetario e i crediti verso istituzioni finanziarie internazionali prontamente convertibili in riserve in valuta estera. Si tratta dei diritti speciali di prelievo (DSP), della posizione di riserva presso il Fondo monetario internazionale (FMI) e di altre attività di riserva costituite da strumenti finanziari derivati, prestiti a soggetti non bancari non residenti e altri elementi. Sebbene l'articolo sia incentrato sulla principale componente delle riserve ufficiali complessive, ossia quella costituita dalle riserve in valuta estera, esso contiene anche un riquadro dedicato agli andamenti delle riserve auree<sup>16</sup>.

## 1.1 Principali finalità delle riserve in valuta estera

**Le riserve in valuta estera sono un importante elemento dello strumentario per le politiche macroeconomiche.** La pratica di detenere riserve in valuta estera si è

sviluppata in diversi paesi a metà del diciannovesimo secolo al fine di garantire le rispettive passività e valute nazionali integrando le loro riserve d'oro e d'argento<sup>17</sup>. Da allora, le finalità delle riserve in valuta estera si sono evolute nel tempo e fra i vari paesi. Un possibile impiego delle riserve in valuta estera, che accomuna le economie avanzate a quelle emergenti, consiste nella possibilità di intervenire sui mercati dei cambi qualora lo si reputi necessario. Nei mercati emergenti, le riserve in valuta estera assolvono una più ampia gamma di finalità.

**Le riserve in valuta estera sono generalmente detenute per finalità operative tradizionali e per perseguire obiettivi strategici di tipo precauzionale o non.** Fra gli scopi operativi tradizionali figurano l'agevolazione dei pagamenti ricorrenti relativi al debito internazionale e alle importazioni effettuati per conto dell'amministrazione pubblica, la gestione più fluida dei calendari dei pagamenti; l'utilizzo come garanzia per rendere meno stringenti le condizioni di prestito esterne o il sostegno alla politica

---

<sup>16</sup> Le opinioni sulle attività da considerarsi riserve ufficiali si sono evolute nel tempo, con la diffusione, da parte dell'FMI, di un quadro di riferimento armonizzato per le segnalazioni delle banche centrali di tutto il mondo. Dal 2001 l'FMI pubblica orientamenti per la segnalazione dei dati sulle riserve internazionali e sulla liquidità in valuta estera. Secondo la definizione fornita nella sesta edizione del Manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI (MBP6), le attività di riserva sono costituite da quelle attività sull'estero immediatamente disponibili e controllate dalle autorità monetarie per soddisfare le necessità di finanziamento della bilancia dei pagamenti, per intervenire sui mercati dei cambi incidendo sui tassi di cambio delle valute e per altri scopi collegati come preservare la fiducia nella valuta e nell'economia e servire da garanzia per prestiti esteri.

<sup>17</sup> La Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique è stata la prima banca centrale a iniziare ad accantonare attività denominate in valuta estera da utilizzare per interventi sui mercati dei cambi e per altre operazioni. Tale pratica è stata poi adottata da altre banche centrali in quanto attività liquide e prive di rischio denominate in una valuta prontamente convertibile in oro, come la sterlina britannica, il franco francese o il marco tedesco, presentavano alcuni vantaggi rispetto all'oro stesso: consentivano di risparmiare oro; la loro disponibilità non dipendeva da scoperte minerarie contingenti ed erano remunerate (cfr. Chițu, L., Eichengreen, B. and Mehl, A., "Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice", *Economic Policy*, luglio 2019, pagg. 1-44). Per ulteriori dettagli sulle origini e la storia delle riserve in valuta estera, cfr. ad esempio Chițu, L., Eichengreen, B. e Mehl, A., [How Global Currencies Work: Past, Present and Future](#), Princeton University Press, Princeton, 2017.

monetaria in riferimento alle operazioni di liquidità<sup>18</sup>. In un'ottica precauzionale, i paesi detengono riserve per disporre di margini e auto-tutelarsi in caso di shock alla bilancia dei pagamenti, quali improvvise interruzioni dei flussi internazionali di capitali; per fornire liquidità in valuta estera alle banche in situazioni di difficoltà; per attenuare la volatilità nei mercati dei cambi<sup>19</sup>. Nei paesi con tassi di cambio controllati, le riserve fungono da cuscinetto assorbendo le passività monetarie. I paesi con tassi di cambio flessibili necessitano di riserve inferiori, poiché le fluttuazioni del tasso di cambio possono agevolare l'assorbimento degli shock esterni. Gli adeguamenti dei tassi di cambio, tuttavia, possono avere anche conseguenze negative, ad esempio in caso di forti disallineamenti valutari o esposizioni in valuta estera nella posizione di bilancio verso l'estero del paese interessato. In questi casi le riserve in valuta estera possono svolgere un ruolo di stabilizzazione poiché possono scoraggiare speculazioni unidirezionali in periodi di tensioni finanziarie<sup>20</sup>. Altri studi individuano scopi non precauzionali o mercantilistici e ipotizzano che alcune economie accumulino riserve in valuta estera per impedire l'apprezzamento del tasso di cambio, preservando in tal modo la competitività esterna e promuovendo una crescita trainata dalle esportazioni<sup>21</sup>.

**Quanto alla BCE, la principale ragione per cui essa detiene riserve in valuta estera è assicurare che l'Eurosistema disponga di risorse liquide sufficienti per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute di paesi non appartenenti all'UE, se necessario.** Il valore esterno dell'euro non costituisce un obiettivo della politica monetaria della BCE<sup>22</sup>. In questo contesto, la BCE detiene riserve in valuta estera per poter intervenire sul mercato dei cambi, in caso di necessità, per impedire che si verifichino condizioni di turbolenza sul mercato in grado di incidere negativamente sulla stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e a livello mondiale. Tali condizioni di mercato si sono verificate di rado dall'adozione dell'euro. Le riserve in valuta estera della BCE, pertanto, sono state utilizzate solo per finanziare gli interventi effettuati a settembre/novembre 2000 e a marzo 2011<sup>23</sup>.

---

<sup>18</sup> Cfr. anche Jones, B., "Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections", *IMF Working Paper* n. 18/31, 2018.

<sup>19</sup> L'argomentazione precauzionale secondo la quale le riserve fungono da cuscinetto assorbendo shock transitori alla bilancia dei pagamenti è stata teorizzata in prima istanza in Heller, H., "Optimal international reserves", *Economic Journal*, vol. 76, 1966, pagg. 296-311.

<sup>20</sup> I paesi con tassi di cambio meno flessibili, pertanto, tendono a detenere più riserve (in percentuale del PIL), sebbene anche le disponibilità detenute dai paesi con regimi flessibili siano consistenti e in crescita dalla crisi finanziaria globale (cfr. ad esempio, Cabezas, L e De Gregorio, J., "Accumulation of reserves in emerging and developing countries: mercantilism versus insurance", *Review of World Economics*, giugno 2019, pagg. 1-39 e De Gregorio, J., Eichengreen, B., Takatoshi, I. e Wyplosz, C., "IMF Reform: The Unfinished Agenda", *Geneva Reports on the World Economy*, 2018).

<sup>21</sup> Per ulteriori dettagli sul mercantilismo finanziario e monetario, cfr., ad esempio, Aizenman, J. e Lee, J., "Financial versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserves Hoarding", *The World Economy*, vol. 31, n. 5, 2008.

<sup>22</sup> La BCE monitora l'andamento dell'euro e predispone un rapporto annuale sul ruolo di quest'ultimo in ambito internazionale. Per ulteriori dettagli in merito, cfr. il [rapporto della BCE sul ruolo internazionale dell'euro \(2019\)](#).

<sup>23</sup> Ulteriori informazioni sulle operazioni in cambi dell'Eurosistema sono disponibili sul sito Internet della BCE; cfr. i comunicati stampa del [22 settembre 2019](#), del [3 novembre 2000](#) e del [18 marzo 2011](#).



## 1.2 Dimensioni delle riserve in valuta estera mondiali

**Le riserve in valuta estera complessivamente detenute a livello mondiale sono salite a oltre 11.000 miliardi di dollari statunitensi alla fine del 2018, un valore dieci volte superiore a quello di trent'anni fa.** Circa due terzi delle riserve in valuta estera a livello mondiale sono detenute dalle economie emergenti o in via di sviluppo. Col venir meno degli accordi di Bretton Woods, le riserve in valuta estera hanno subito un brusco incremento, in particolare tra le economie avanzate, sebbene fosse ampiamente atteso che il passaggio ai tassi di cambio variabili avrebbe ridotto l'incentivo a detenere riserve in valuta estera<sup>24</sup>. In seguito alla crisi asiatica, anche le economie emergenti ed esportatrici di materie prime hanno iniziato ad accumulare notevoli riserve in valuta estera, con la Cina che rappresenta la quota più cospicua di tale incremento. I paesi esportatori di materie prime hanno registrato un accumulo di riserve ancora più rapido dopo il 2005, in quanto l'impennata dei prezzi delle materie prime ha contribuito alla realizzazione di ampi avanzi della bilancia dei pagamenti. L'incremento delle riserve in valuta estera è stato generalizzato, facendo registrare aumenti, seppur contenuti, anche nelle economie avanzate. Le consistenze delle riserve in valuta estera hanno continuato a crescere a livello internazionale sulla scia della crisi finanziaria mondiale, dal momento che alcuni paesi erano restii a utilizzare le proprie riserve per timore di inviare segnali negativi riguardo a potenziali pressioni sui tassi di cambio<sup>25</sup>. Andamenti più recenti indicano un livellamento delle riserve in valuta estera a partire dal 2015 (cfr. grafico 1)<sup>26</sup>.

**Alcuni studi mostrano che il significativo accumulo di riserve in valuta estera da parte dei mercati emergenti dall'inizio del nuovo millennio è imputabile a motivazioni precauzionali e non.** La maggior parte degli studi fornisce due principali spiegazioni al riguardo. La prima è che le motivazioni precauzionali incoraggiano i paesi a detenere riserve in valuta estera per poter gestire situazioni di tensione finanziaria (soprattutto interruzioni improvvise dei flussi di capitali, come discusso nella sezione 1.1.). Gli insegnamenti tratti dalle crisi finanziarie della fine degli anni '90 hanno spinto molti paesi emergenti ad accumulare riserve in valuta estera al momento dell'apertura delle loro economie al commercio e alla finanza mondiali. Inoltre, alcune economie asiatiche hanno tentato di auto-tutelarsi per evitare di ricorrere all'aiuto finanziario esterno dell'FMI. Altri studi segnalano ulteriori

<sup>24</sup> Al crollo del sistema di Bretton Woods è stato talvolta imputata una variazione della domanda e della composizione delle riserve. La transizione ai tassi di cambio flessibili dovrebbe in teoria consentire ai paesi di risparmiare sulle riserve, dal momento che il tasso di interesse è in grado di assorbire, in parte, gli shock esterni (cfr., ad esempio, Frenkel, J., "International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float," in Karl Brunner e Allan Meltzer (a cura di), *Public Policies in Open Economies*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 9, 1978, pagg. 111-140, nonché Chitu, L., Eichengreen, B. e Mehl, A., "Stability or upheaval? The currency composition of international reserves in the long run", *IMF Economic Review*, 64(2), 2016, pagg. 354-380.

<sup>25</sup> Riguardo al "timore di perdere riserve internazionali", cfr., ad esempio, Aizenman, J. e Sun, Y., "The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves'?" *International Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 24(C), 2012, pagg. 250-269.

<sup>26</sup> Alcuni studi evidenziano, nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale, l'esistenza di un potenziale cambiamento strutturale nelle determinanti alla base della detenzione delle riserve che giustificerebbe tale tendenza (cfr., ad esempio, Aizenman, J., Cheung, Y.-W. e Ito, H. (2012), "International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 52, aprile 2015, pagg. 102-126.

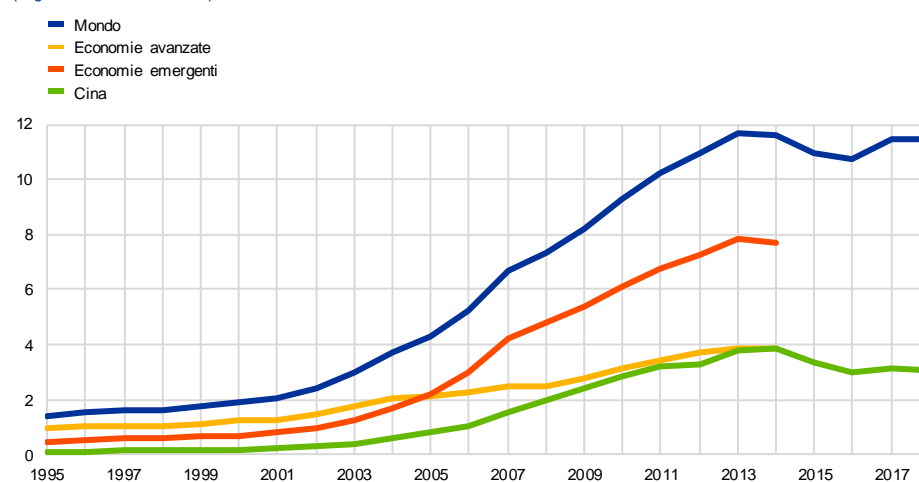
motivazioni per l'accumulo di riserve, collegate a potenziali vulnerabilità e problematiche di mercato nel sistema monetario e finanziario internazionale, ivi compresi l'incertezza relativa alla liquidità disponibile a livello internazionale nel corso di una crisi finanziaria, la volatilità dei flussi di capitale o gli squilibri mondiali<sup>27</sup>. Tuttavia numerosi studi hanno rilevato che le sole motivazioni precauzionali non sono sufficienti a giustificare il livello delle riserve raggiunto nel corso degli anni 2000. Anche le motivazioni non precauzionali o mercantilistiche, in virtù delle quali le economie accumulano riserve per preservare la competitività esterna e dare impulso alle esportazioni, hanno avuto un ruolo importante<sup>28</sup>. All'accumulo di riserve, tuttavia, sono associati anche dei costi, in particolare in caso di accantonamenti eccessivi<sup>29</sup>.

## Grafico 1

### Riserve in valuta estera su scala mondiale

Andamenti delle riserve in valuta estera detenute a livello mondiale e scomposizione per principali gruppi di paesi

(migliaia di miliardi di dollari)



Fonti: base dati COFER dell'FMI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Nota: la suddivisione tra economie avanzate ed emergenti non è più disponibile da quando la Cina ha iniziato a segnalare i propri dati alla base dati COFER dell'FMI.

**Nel caso della BCE, le riserve ufficiali complessive, in valuta estera o di altro tipo, erano pari a circa 68,8 miliardi di euro alla fine del 2018<sup>30</sup>.** Tali riserve

comprendono circa 49 miliardi di euro in valuta estera (dollaro statunitense, yen giapponese e renminbi cinese onshore) e circa 18,2 miliardi di euro in oro, mentre le rimanenti attività sono costituite da DSP dell'FMI. Le riserve ufficiali erano state inizialmente trasferite alla BCE dalle BCN degli Stati membri dell'UE che avevano

<sup>27</sup> Per una rassegna, cfr. ad esempio, "Reserve Accumulation and International Monetary Stability", *IMF Policy Paper*, aprile 2010.

<sup>28</sup> Cfr., ad esempio, Aizenman, J. e Lee, J., op.cit.

<sup>29</sup> Per ulteriori dettagli su tali costi, cfr., ad esempio, Chițu, L., "Reserve accumulation, inflation and moral hazard: evidence from a natural experiment", *Working Paper Series*, n. 1880, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2016.

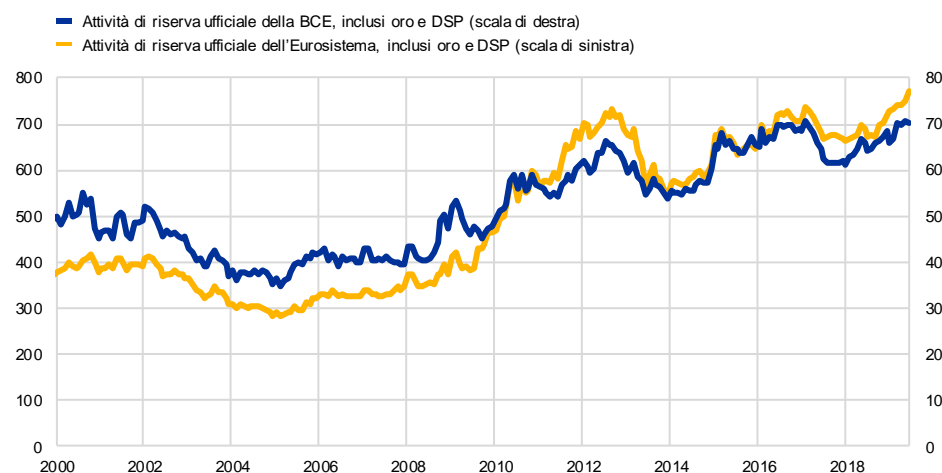
<sup>30</sup> Secondo il [modello dell'FMI relativo alle riserve internazionali](#) pubblicato mensilmente sul sito Internet della BCE.

adottato l'euro<sup>31</sup> in proporzione alle rispettive quote di sottoscrizione del capitale della BCE<sup>32</sup>.

**A fine 2018, l'intero Eurosystema deteneva 719 miliardi di euro di riserve ufficiali; tale importo complessivo include le riserve ufficiali della BCE.** Come indicato da tale cifra, le BCN detengono molte riserve ufficiali aggiuntive, oltre a quelle detenute dalla BCE. Le BCN godono di piena autonomia nella gestione delle riserve, in termini di scelte di allocazione delle attività stesse, del profilo di rischio/rendimento e dello stile di gestione, e hanno diverse finalità di investimento per le attività in questione. Mentre le riserve ufficiali della BCE possono essere considerate la tranche più liquida utilizzabile dall'Eurosistema come primo pool di riserve per finanziare eventuali interventi sul mercato dei cambi, le riserve ufficiali detenute dalle BCN possono considerarsi come tranche di investimento distinte e autonome. Ciononostante, secondo lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali<sup>33</sup>, parte di tali riserve dovrebbe essere prontamente disponibile per interventi tempestivi, qualora se ne presenti la necessità. Il grafico 2 illustra l'andamento delle riserve ufficiali, il cui valore di mercato si è modificato nel tempo in base ad afflussi e deflussi, ai redditi da investimenti e alle oscillazioni nei prezzi di mercato degli investimenti e tassi di cambio.

**Grafico 2**  
Riserve ufficiali della BCE e dell'Eurosistema

(miliardi di euro; dati mensili)



Fonte: BCE

<sup>31</sup> Lo si evince dall'articolo 30.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della BCE, in cui si afferma che "alla BCE vengono conferite da parte delle Banche centrali nazionali attività di riserva in valute diverse da valute comunitarie, euro, posizioni di riserva sul FMI e DSP [...]". L'importo totale di tali trasferimenti è stato limitato all'equivalente di 50 miliardi di euro nello Statuto originale, ma è stato innalzato a circa 58 miliardi di euro dopo l'adesione di nuovi paesi al SEBC. Cfr. l'Indirizzo della Banca centrale europea del 3 novembre 1998, modificato dall'indirizzo del 16 novembre 2000 avente ad oggetto la composizione, la valutazione e le modalità di trasferimento iniziale delle attività di riserva in valuta estera e la denominazione e remunerazione dei crediti equivalenti.

<sup>32</sup> Ulteriori informazioni sulla sottoscrizione del capitale sono disponibili sul sito Internet della BCE.

<sup>33</sup> Cfr. l'articolo 30.4 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

### 1.3 Adeguatezza delle riserve in valuta estera

**Al fine di valutare l'adeguatezza del livello delle riserve in valuta estera è necessario prendere in considerazione diversi fattori.** Questi ultimi comprendono le ragioni e il costo della detenzione di riserve, il livello di sviluppo finanziario interno, la credibilità della politica monetaria e il regime di cambio, l'eventuale dollarizzazione o eurizzazione (ufficiosa) dell'economia in questione e il suo grado di apertura commerciale e finanziaria, la gamma di strumenti disponibili per le operazioni monetarie interne. Nella letteratura accademica vi è pertanto scarso consenso circa l'esistenza di un'unica misura dell'adeguatezza delle riserve che sia in grado di dar conto di tutti questi elementi.

**Nel tempo sono state sviluppate numerose metriche per valutare l'adeguatezza delle riserve.** Tali metriche si sono tendenzialmente focalizzate sulle economie emergenti e in via di sviluppo, essendo principalmente incentrate sull'incremento della resilienza di un paese, in particolare rispetto a improvvise inversioni dei flussi di capitali, e potrebbero pertanto essere meno significative nel caso delle economie avanzate. Una regola empirica comunemente utilizzata considera il numero di mesi per cui le importazioni rimarrebbero sostenibili in caso di esaurimento di tutti gli afflussi finanziari che confluiscono nelle valute di riserva, e che provengono, ad esempio, dagli introiti delle esportazioni e dal finanziamento esterno. Si ritiene in genere che le riserve debbano poter sostenere le importazioni per almeno tre mesi.

Con il progredire dell'integrazione finanziaria mondiale, un'altra metrica divenuta ampiamente utilizzata è la "regola di Greenspan-Guidotti", secondo la quale le riserve dovrebbero coprire il 100 per cento del debito estero a breve termine per offrire una protezione contro il rischio di rinnovo dei prestiti in caso di interruzioni improvvise del finanziamento estero<sup>34</sup>. Più di recente è stato osservato che l'adeguatezza delle riserve dovrebbe essere valutata in relazione al rischio di una "doppia fuga" di origine sia interna che esterna, ovvero il rischio che i deflussi di capitali riflettano non soltanto il ritiro dei capitali da parte dei non residenti, ma anche lo spostamento di fondi al di fuori del paese da parte dei residenti. Di conseguenza, i paesi con mercati finanziari aperti dovrebbero detenere riserve in valuta estera in misura proporzionale alle dimensioni dei propri sistemi bancari. Una metrica comunemente utilizzata in questo contesto prevede che le riserve in valuta estera siano pari ad almeno il 20 per cento dell'aggregato monetario ampio per far fronte alle fughe di capitali<sup>35</sup>. Approcci più recenti fanno ricorso a ipotesi modellistiche e calibrazioni stilizzate. Inoltre, l'FMI ha sviluppato una metrica di valutazione dell'adeguatezza delle riserve ponderata per il rischio allo scopo di quantificare le perdite di riserve potenzialmente derivanti da un calo della domanda estera, da shock alle ragioni di scambio e dal rischio di rinnovo dei prestiti o di fuga di capitali,

<sup>34</sup> Già nel 1930, Keynes menziona l'opportunità di disporre di riserve a sufficienza per far fronte all'esaurimento dei flussi esterni nel suo *Trattato della moneta* (Keynes, John Maynard, Treatise on Money, Londra, 1930).

<sup>35</sup> Cfr. Obstfeld, M., Shambaugh, J. e Taylor, A., "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 2010, pagg. 57-94. L'idea di disporre di riserve sufficienti a far fronte a potenziali "doppie fughe di risorse" è stata proposta da Henry Thornton nel diciannovesimo secolo (1802).

ivi compreso l'esaurimento delle riserve dovuto a diversi fattori<sup>36</sup>. A dispetto di tali metriche e modelli, le valutazioni dell'adeguatezza delle riserve spesso tendono, nella pratica, a basarsi principalmente su confronti con paesi dalle caratteristiche simili a quelle del paese in questione, alimentando la competizione nell'accantonamento delle riserve (il "problema di Machlup" o la "corsa all'accumulo", ossia un incentivo ad accumularne sempre più). A sua volta, ciò potrebbe accentuare tale tendenza o scoraggiare le economie dall'attingere a tali riserve in caso di necessità<sup>37</sup>.

**Per le economie avanzate, in particolare per i paesi emittenti di valute di riserva, la necessità di detenere riserve è meno pressante.** In un regime di libera fluttuazione della valuta, le metriche tradizionali sopra menzionate, sviluppate essenzialmente per le economie dei mercati emergenti, sono meno adatte a valutare l'adeguatezza delle riserve nelle economie avanzate. Sebbene sia difficile stimare il livello ottimale di riserve in valuta estera da detenere al fine di intervenire efficacemente sui tassi di cambio, ricerche recenti hanno rilevato che il volume di intervento medio giornaliero sui mercati dei cambi (di 33 economie avanzate ed emergenti) corrisponde allo 0,02-0,05 per cento circa del PIL di un paese, a seconda del regime valutario (più elevato per i regimi ad oscillazione ristretta, meno elevato per i regimi di cambio fluttuanti). In questi ultimi, il tasso di successo di riferimento per gli interventi sul mercato dei cambi è del 60 per cento circa, se si identifica l'obiettivo perseguito tramite l'intervento<sup>38</sup>.

**Anche la comunicazione e la disponibilità di accordi di finanziamento sono fattori importanti nella valutazione della quantità di riserve necessarie alle economie avanzate per operare interventi efficaci sul mercato dei cambi.** Per la maggior parte delle economie avanzate il tasso di cambio non è un obiettivo di politica monetaria, ma una variabile endogena che incide sulle principali variabili della politica monetaria (ad esempio le aspettative di inflazione). Pertanto, gli interventi sul mercato dei cambi e la relativa comunicazione dovrebbero essere generalmente coerenti con i principali obiettivi di politica monetaria. Annunciando pubblicamente i propri interventi, una banca centrale rafforza il messaggio complessivo che intende trasmettere con la politica adottata, riducendo in tal modo la necessità di intervento tramite vere e proprie operazioni di mercato. Gli interventi

<sup>36</sup> Come tale, la metrica dell'FMI ponderata per il rischio è una funzione delle esportazioni, del debito a breve e a lungo termine e dell'aggregato monetario ampio. I pesi relativi assegnati a tali variabili si basano su deflussi dai mercati emergenti in periodi di tensione sui mercati dei cambi. La metrica tiene anche conto del regime di cambio e di eventuali controlli sul movimento di capitali. Per ulteriori dettagli, cfr. "Assessing Reserve Adequacy", *IMF Policy Paper*, febbraio 2011.

<sup>37</sup> Cfr. ad esempio, Cheung, Y. e Qian, X., "Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses", *Review of International Economics*, vol. 17 (4), 2009, pagg. 824-843 e Eichengreen, B., "Global Monetary Order", in Vitor Constâncio and Philipp Hartmann (a cura di), *The Future of the International Monetary and Financial Architecture, ECB Forum on Central Banking, Conference Proceedings*, 2016.

<sup>38</sup> Cfr., ad esempio, Fratzscher, M., Gloede, O., Menkhoff, L., Sarno, L. e Stoehr, T., "When is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 2019, pagg.132-156. Gli autori hanno applicato tre criteri per valutare il successo degli interventi sul mercato dei cambi in termini generali: 1) la capacità dell'intervento di modificare la direzione del tasso di cambio (criterio legato all'"evento"); 2) la capacità di agevolare il percorso del tasso di cambio (criterio di "appianamento") e 3) la capacità dell'intervento di stabilizzare il tasso di cambio in modo da mantenerlo entro un intervallo stretto (criterio di "stabilizzazione"). Per i regimi di libera fluttuazione del cambio, il tasso di successo di riferimento si basa principalmente sul criterio legato all'"evento".

sul mercato dei cambi risultano più efficaci se accompagnati da interventi anche verbali, in particolare nei periodi di turbolenza<sup>39</sup>. Inoltre le economie avanzate potrebbero avere più facile accesso a strumenti di finanziamento alternativi per eventuali interventi in ambito valutario. Ad esempio, possono fare ricorso a swap in valuta senza intaccare nell'immediato le riserve in valuta estera. Nel caso specifico dell'Eurosistema, la BCE ha la facoltà di richiedere, se necessario, l'integrazione di ulteriori riserve in valuta estera da parte delle BCN<sup>40</sup>.

#### 1.4 Tendenze a livello mondiale nella composizione per valuta delle riserve internazionali

**Le riserve in valuta estera mondiali sono principalmente investite in attività finanziarie denominate in dollari statunitensi, mentre l'euro è la seconda valuta più utilizzata.** Il dollaro statunitense continua ad essere la principale valuta di emissione di attività sicure, in particolare nell'ampio e liquido mercato dei titoli del Tesoro statunitensi. In base ai dati dell'FMI sulla composizione per valuta delle riserve valutarie ufficiali internazionali (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves - COFER)<sup>41</sup>, a tassi di cambio costanti, la quota in dollari statunitensi di riserve valutarie dichiarate a livello mondiale si attestava, alla fine del 2018, al 62 per cento contro il 69 per cento del 2007 (ovvero, immediatamente prima della crisi finanziaria mondiale) e il 71 per cento del 1999, all'inizio dell'Unione monetaria e economica. L'euro costituiva circa il 20 per cento delle riserve valutarie mondiali alla fine del 2018, contro il 22 per cento del 2007 e il 19 per cento del 1999<sup>42 43</sup>.

**Negli ultimi anni, i gestori delle riserve internazionali hanno diversificato i loro portafogli con riserve in valute non tradizionali, incluso il renminbi cinese.**

Prima della crisi finanziaria mondiale, il dollaro statunitense e l'euro insieme costituivano circa il 90 per cento delle consistenze di riserve in valuta estera. Tuttavia, a partire dalla crisi, è risultato notevole l'aumento della quota delle valute non tradizionali quali il dollaro canadese, il dollaro australiano e il renminbi cinese nelle riserve mondiali. Le riserve in valute non tradizionali ora rappresentano quasi l'8 per cento delle consistenze dichiarate a livello mondiale, in crescita da meno del

<sup>39</sup> Cfr., ad esempio, Fratzscher et al. 2019, op. cit.

<sup>40</sup> In linea con l'articolo 30.4 dello [Statuto del SEBC e della BCE](#).

<sup>41</sup> La Cina ha iniziato a segnalare alla base dati COFER dell'FMI la composizione della propria riserva in valuta straniera nel 2015. Per via delle sue notevoli riserve, le segnalazioni della Cina alla base dati COFER dell'IMF possono aver avuto un impatto considerevole sulle quote relative delle valute di riserva.

<sup>42</sup> Per ulteriori dettagli sul ruolo internazionale dell'euro, cfr. il [rapporto della BCE sul ruolo internazionale dell'euro \(2019\)](#). Per ulteriori dettagli sul ruolo internazionale delle valute e sull'ascesa del dollaro statunitense cfr., ad esempio Chițu, L., Eichengreen, B., e Mehl, A., *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Princeton University Press, Princeton, 2017 e Chițu, L., Eichengreen, B. e Mehl, A., "When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets", *Journal of Development Economics*, vol. 111, novembre 2014, pagg. 225-245.

<sup>43</sup> Una caratteristica molto dibattuta dello status di riserva internazionale di una valuta è la possibilità che la richiesta di attività sicure e liquide da parte di investitori esteri migliori le condizioni di finanziamento a cui è sottoposto il governo che la emette. Per una rassegna degli studi condotti sull'argomento e un'analisi empirica che trovi evidenza di tale effetto, cfr. Gräß, J., Kostka, T., e Quint, D., *Quantifying the "exorbitant privilege" – potential benefits from a stronger international role of the euro*, nel [rapporto della BCE sul ruolo internazionale dell'euro \(2019\)](#).

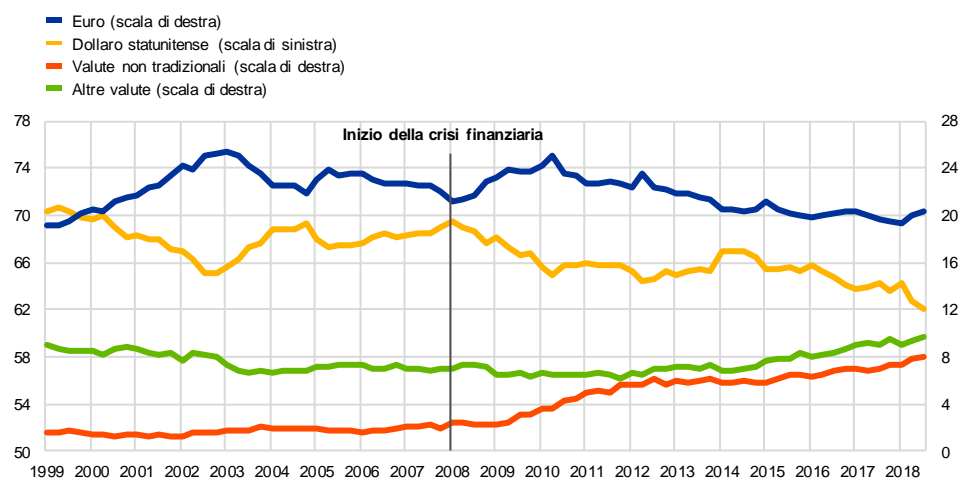
2 per cento di prima del 2007. La quota del renminbi cinese ha raggiunto quasi il 2 per cento delle riserve in valuta estera mondiali alla fine del 2018, il doppio rispetto all'inizio del 2017 (cfr. grafico 3).

### Grafico 3

#### Composizione per valuta delle riserve valutarie internazionali

##### Andamenti delle quote di euro, dollaro statunitense, valute non tradizionali e altre valute nelle consistenze ufficiali di riserve valutarie a livello mondiale

(valori percentuali; a tassi di cambio costanti per il quarto trimestre 2018)



Fonti: FMI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: le valute non tradizionali includono dollaro australiano, dollaro canadese, renminbi cinese e altre valute non comprese nel paniere dei DSP. Per "Altre valute" (rispetto al dollaro statunitense, l'euro e le valute non tradizionali) si intendono principalmente lo yen giapponese, la sterlina britannica e il franco svizzero.

**I recenti riscontri aneddotici e analitici suggeriscono che le considerazioni di natura geopolitica possono inoltre avere un impatto sulle decisioni di gestione delle riserve.** Le evidenze preliminari indicano che i timori riguardanti le tensioni fra Stati Uniti e Cina, la Brexit e le sanzioni unilaterali possono indirizzare la diversificazione delle riserve verso altre valute e classi di attività<sup>44</sup> <sup>45</sup>. Tuttavia, è difficile valutare le considerazioni specifiche che sottendono le decisioni dei detentori ufficiali delle riserve, non da ultimo alla luce delle limitate informazioni pubbliche sulla composizione valutaria dei portafogli di riserva delle banche centrali<sup>46</sup>.

Lasciando da parte i riscontri aneddotici, recenti analisi sul ruolo delle considerazioni

<sup>44</sup> Cfr. *HSBC Reserve Management Trends 2019*, Central Banking Publications, 29 aprile 2019.

L'indagine condotta presso 80 gestori di riserve di banca centrale, che trattano riserve per un valore di 6.900 miliardi di dollari statunitensi, mostra che circa tre quarti di essi ha identificato le tensioni commerciali come la prima o la seconda questione di massima urgenza per loro nel 2019. L'80 per cento dei partecipanti considera le forze geopolitiche come un elemento che influisce sull'allocazione della valuta delle riserve estere ufficiali.

<sup>45</sup> Un esempio è la Russia, uno dei maggiori detentori di riserve al mondo che, a seguito delle nuove sanzioni degli Stati Uniti, ha venduto riserve in dollari statunitensi per un valore di circa 100 miliardi e ha acquistato attività in euro e in renminbi cinesi per un valore di quasi 90 miliardi di dollari statunitensi nel secondo trimestre del 2018. Con una quota del 32 per cento, l'euro è ora la valuta principale delle riserve ufficiali russe, davanti al dollaro statunitense e al renminbi cinese, che hanno quote rispettivamente del 22 e del 15 per cento. Per ulteriori dettagli cfr. anche il [rapporto della BCE sul ruolo internazionale dell'euro](#).

<sup>46</sup> Nella suddetta indagine, poco più di un terzo dei partecipanti ritenevano che le forze geopolitiche avessero un impatto diretto sulle proprie allocazioni e quasi tutti hanno segnalato che il dollaro statunitense era "ancora la valuta rifugio".

di natura economica e geopolitica nella composizione valutaria delle riserve estere supportano entrambe<sup>47</sup>.

**Le riserve ufficiali della BCE sono al momento investite in dollari statunitensi, yen giapponesi, renminbi cinesi, oro e DSP.** La composizione valutaria delle riserve ufficiali della BCE riflette considerazioni sul piano della politica economica, in altre parole la capacità di mettere in atto e finanziare interventi efficaci in euro a fronte delle altre valute maggiori. Da tale punto di vista, il dollaro statunitense e lo yen giapponese sono due delle valute più significative per tali interventi (cfr. grafico 4). Il renminbi cinese è stato aggiunto nel 2017, dopo essere stato incluso nel paniere dei DSP nel 2016, tenendo in considerazione il suo crescente ruolo a livello internazionale e l'importanza della Cina come uno dei maggiori partner commerciali dell'area dell'euro<sup>48</sup>. Laddove la BCE esegua operazioni in cambi per adeguare la composizione delle riserve valutarie, essa agisce in conformità al Codice globale del mercato dei cambi (Foreign Exchange Global Code - FXGC)<sup>49</sup>. Il Codice è un insieme di principi generali sulle buone prassi nel mercato dei cambi sviluppato per fornire un codice comune che promuova l'integrità e il funzionamento efficace del mercato dei cambi all'ingrosso<sup>50</sup>.

Le attuali consistenze in oro rappresentano circa il 26 per cento del totale delle riserve ufficiali della BCE, rispetto al 15 per cento del 1999. La crescita è dovuta al notevole aumento del prezzo dell'oro nel corso dei due decenni passati. La percentuale delle consistenze in oro della BCE rispetto al totale delle riserve è sostanzialmente analoga a quella di molte altre banche dei paesi a economia avanzata. Il riquadro 1 esamina gli sviluppi principali del mercato dell'oro nel corso del ventennio di validità del Central Bank Gold Agreement.

---

<sup>47</sup> Per un'analisi quantitativa del ruolo delle considerazioni economiche e geopolitiche nella composizione valutaria delle riserve, cfr. ad esempio Chițu, L., Eichengreen, B., e Mehl, A., "Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice", *Economic Policy*, luglio 2019, pagg. 1-44.

<sup>48</sup> Cfr. il [comunicato stampa](#).

<sup>49</sup> Tutte le banche centrali del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) si sono fortemente impegnate a sostenere e promuovere l'adesione al Codice. Cfr. il relativo [comunicato stampa](#).

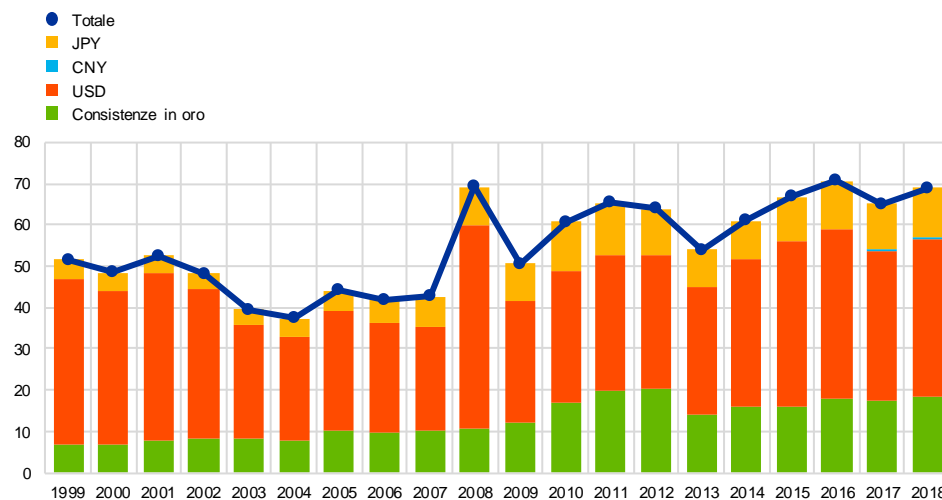
<sup>50</sup> Quanto alle banche centrali, il Codice si applica a tutte le operazioni di mercato dei cambi, tranne nei casi in cui ciò ostacolerebbe l'adempimento del loro mandato. Cfr. il [Codice](#).



## Grafico 4

### Composizione delle riserve ufficiali della BCE

(miliardi di euro; dati annuali)



Fonte: BCE.

## Riquadro 1

### Il mercato dell'oro nei 20 anni degli accordi sull'oro fra le banche centrali

a cura di Ludovit Kutnik ed Etienne Port

**Il periodo di validità dell'ultimo accordo sull'oro fra le banche centrali (Central Bank Gold Agreement, CBGA) si è concluso a settembre 2019, dopo 20 anni in cui tali accordi sono stati in vigore.** Fra i firmatari degli accordi figuravano l'Eurosistema e le banche centrali della Svezia, della Svizzera e, inizialmente, del Regno Unito. Il primo accordo<sup>51</sup> è stato sottoscritto nel 1999 per un periodo di cinque anni, quando sul mercato dell'oro emersero in maniera evidente, e crescente, timori circa gli effetti negativi delle attività di vendita di oro non coordinate da parte delle banche centrali. Lo scopo degli accordi era quello di contribuire a stabilizzare il mercato dell'oro mitigando tali preoccupazioni, attenuando la pressione al ribasso sui prezzi e cercando di creare un maggior equilibrio tra le condizioni della domanda e dell'offerta attraverso la limitazione e il coordinamento della vendita di oro da parte delle banche centrali. L'accordo è stato rinnovato tre volte, ognuna per un periodo di cinque anni. Gli ultimi due rinnovi avevano previsto termini sempre meno vincolanti, alla luce del miglioramento delle condizioni sul mercato dell'oro. Tale cambiamento si è essenzialmente tradotto in un adeguamento delle quote di vendita dei firmatari e in un allentamento dei vincoli previsti per il ricorso ai derivati (cfr. grafico A). Dal 1999, nel corso dell'intero periodo di applicazione dell'accordo, il prezzo dell'oro si è pressoché quintuplicato. L'impatto di mercato sui prezzi dell'oro in occasione degli annunci relativi ai vari rinnovi dell'accordo, compreso quello con cui fu comunicato che esso non sarebbe stato rinnovato, è stato trascurabile, con l'eccezione del primo annuncio, che costituì un elemento di novità e sorpresa.

<sup>51</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1999/html/pr990926.en.html>

## Grafico A

### Vendite di oro da parte dei firmatari dell'accordo e andamento dei prezzi dell'oro

(tonnellate; dollaro statunitense per oncia troy)



Fonti: statistiche finanziarie internazionali del Fondo monetario internazionale, Banca centrale europea e Bloomberg.  
Nota: le linee verticali rappresentano le date di fine validità dei vari accordi che si sono susseguiti.

**Dal 1999 il mercato dell'oro è cresciuto e maturato in termini di liquidità e tipologia degli investitori<sup>52</sup>.** La struttura del mercato dell'oro differisce da quella del mercato di altre attività finanziarie in quanto l'oro non è soltanto impiegato a fini di investimento, ma ha anche utilizzi pratici. Al momento dell'introduzione del primo accordo fra le banche centrali, la domanda di oro fisico era scarsamente diversificata e concentrata nella produzione di gioielli, con un apporto negativo da parte del settore ufficiale. Nel tempo, le innovazioni dell'ingegneria finanziaria hanno agevolato l'uso dell'oro come strumento finanziario, grazie alla creazione di prodotti quotati, indicizzati al prezzo dell'oro e garantiti da oro fisico. Tali veicoli di investimento flessibili e liquidi hanno contribuito ad ampliare la base degli investitori facilitando l'accesso alle esposizioni in oro da parte di fondi d'investimento al dettaglio e fondi pensione<sup>53</sup>. La diversificazione della domanda è cresciuta in maniera particolarmente evidente durante e dopo la crisi finanziaria internazionale, trainata inizialmente da un brusco incremento degli investimenti al dettaglio in lingotti e, in seguito, anche dalla domanda proveniente dal settore ufficiale. Più recentemente, le fonti della domanda hanno mantenuto una certa diversificazione e una sostanziale stabilità (cfr. grafico B). Il maggior interesse degli investitori per il mercato dell'oro dall'introduzione del primo accordo fra le banche centrali si riflette nei volumi degli scambi di prodotti in oro e derivati, sia nei mercati regolamentati che in quelli over-the-counter (OTC)<sup>54</sup>. La liquidità del mercato e la sua capacità di assorbire grandi volumi di transazioni in oro hanno registrato un incremento costante, riducendo in tal modo la necessità di un accordo fra le banche centrali.

<sup>52</sup> Il confronto concerne le condizioni attuali e quelle prevalenti nel 1999, anno del primo accordo sull'oro fra le banche centrali.

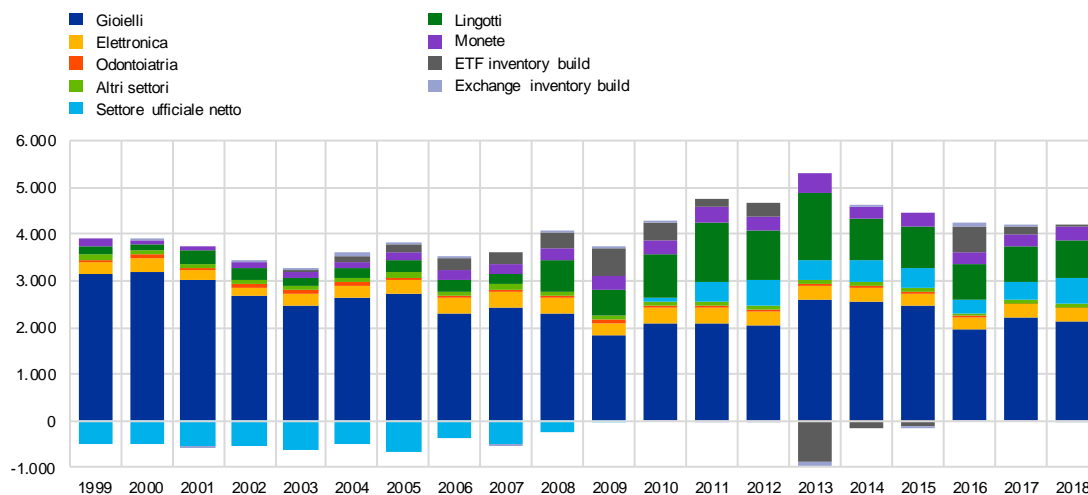
<sup>53</sup> Alla fine del 2018 gli investimenti garantiti dall'oro in fondi quotati ammontavano a circa 2.300 tonnellate, secondo dati Thomson Reuters GFMS.

<sup>54</sup> Ad esempio, secondo Bloomberg, il volume medio delle negoziazioni di contratti future sull'oro scambiati sul mercato COMEX si è moltiplicato negli ultimi 20 anni; inoltre, secondo le statistiche relative alle operazioni di compensazione fornite dalla London Bullion Market Association (LBMA), il volume netto di trasferimenti di oro Loco London (in dollari statunitensi) effettuati tra i cinque partecipanti alla London Precious Metals Clearing Limited (LPMCL) è cresciuto nello stesso periodo.

## Grafico B

### Struttura della domanda d'oro

(tonnellate)



Fonti: Thomson Reuters (GFMS), Banca centrale europea.

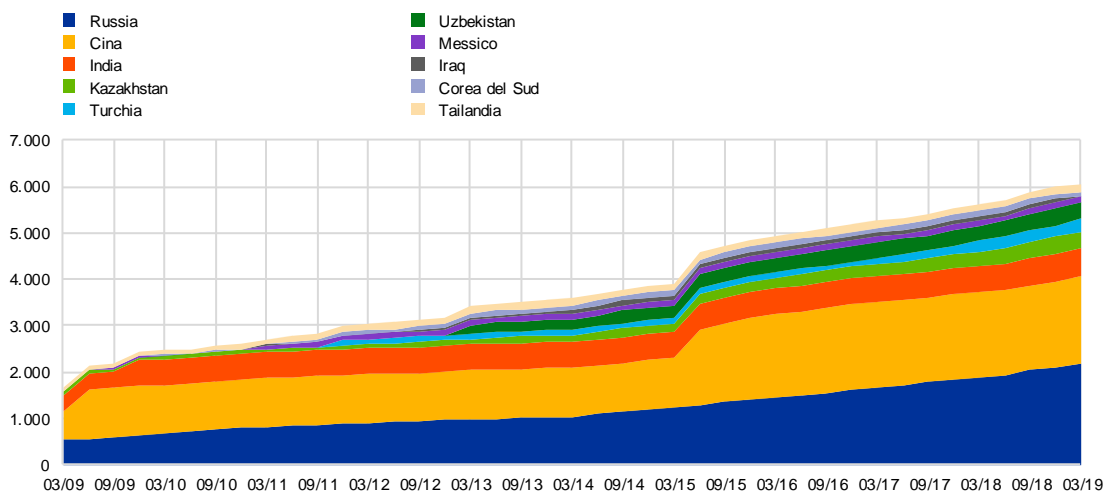
**Nel decennio in corso le banche centrali e le altre istituzioni ufficiali sono divenute acquirenti nette di oro, principalmente per via della domanda proveniente dai mercati emergenti.** Il punto di svolta si è verificato indicativamente al momento della crisi finanziaria mondiale quando, dopo anni di vendite nette, il contributo fornito dal settore ufficiale alla domanda complessiva di oro è divenuto positivo, le disponibilità in oro dei firmatari dell'accordo si sono stabilizzate e altre banche centrali hanno iniziato ad acquistarne. Diversi fattori possono aver sostenuto questo rinnovato interesse per l'oro, proveniente essenzialmente dai paesi in via di sviluppo<sup>55</sup> (cfr. grafico C). Innanzitutto, l'oro ha beneficiato del suo status di attività "rifugio", capace di preservare la ricchezza nel lungo termine senza rischi di inadempienza. In secondo luogo, da un punto di vista di gestione del portafoglio, l'oro offre alcuni vantaggi in termini di diversificazione, dal momento che, in generale, presenta una scarsa correlazione con altre attività, e tuttavia è correlato positivamente con l'inflazione e negativamente con i rendimenti obbligazionari reali e l'andamento del dollaro statunitense. Fra gli altri fattori che ne hanno sostenuto l'impiego figurano un contesto caratterizzato da tassi di interesse contenuti o negativi nelle principali valute di riserva, la ridefinizione dello scenario geopolitico mondiale e le iniziative adottate dalle autorità in alcuni paesi al fine di garantire la valuta nazionale con attività fisiche.

<sup>55</sup> Secondo il World Gold Council, dal 2009 due paesi, Cina e Russia, rappresentano più dei due terzi dell'attività complessiva di acquisti netti di oro da parte del settore ufficiale.

## Grafico C

### Disponibilità in oro di alcune banche centrali

(tonnellate)



Fonti: World Gold Council, BCE.

**Per quanto concerne il funzionamento e la governance del mercato dell'oro, sono state adottate diverse iniziative per promuovere un "mercato solido, equo, efficace e adeguatamente trasparente".** Innanzitutto, la London Bullion Market Association (LBMA)<sup>56</sup> ha pubblicato un codice globale dei metalli preziosi che è stato adottato dai principali operatori del settore<sup>57</sup>. Tale codice illustra le buone prassi che gli operatori dovrebbero adottare nel mercato mondiale OTC all'ingrosso dei metalli preziosi e ha una valenza simile a quella del Codice globale del mercato dei cambi (Foreign Exchange Global Code, FXGC). Inoltre, al fine di accrescere la trasparenza, la London Bullion Market Association ha iniziato a pubblicare nuovi dati sugli scambi<sup>58</sup> e altre statistiche relative al mercato dei metalli preziosi.

## 2 La gestione delle riserve in valuta estera della BCE

La cornice di riferimento per la gestione delle riserve in valuta estera della BCE è concepita per garantire che esse siano prontamente disponibili per finalità istituzionali<sup>59</sup>.

<sup>56</sup> <http://www.lbma.org.uk/global-precious-metals-code>

<sup>57</sup> L'LBMA ha pubblicato il codice a maggio del 2017 e tutti i suoi associati hanno sottoscritto una dichiarazione d'intenti a partire dal 1° giugno 2018.

<sup>58</sup> I nuovi dati sugli scambi sono caratterizzati da una maggiore granularità e vengono pubblicati più frequentemente.

<sup>59</sup> Per una panoramica generale sui quadri di riferimento esistenti in materia di gestione delle riserve di banca centrale, cfr. ad esempio Jones, B., "Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections", *IMF Working Paper* n. 18/31, 2018.

## 2.1 Dagli obiettivi di alto livello ai principi concreti di investimento

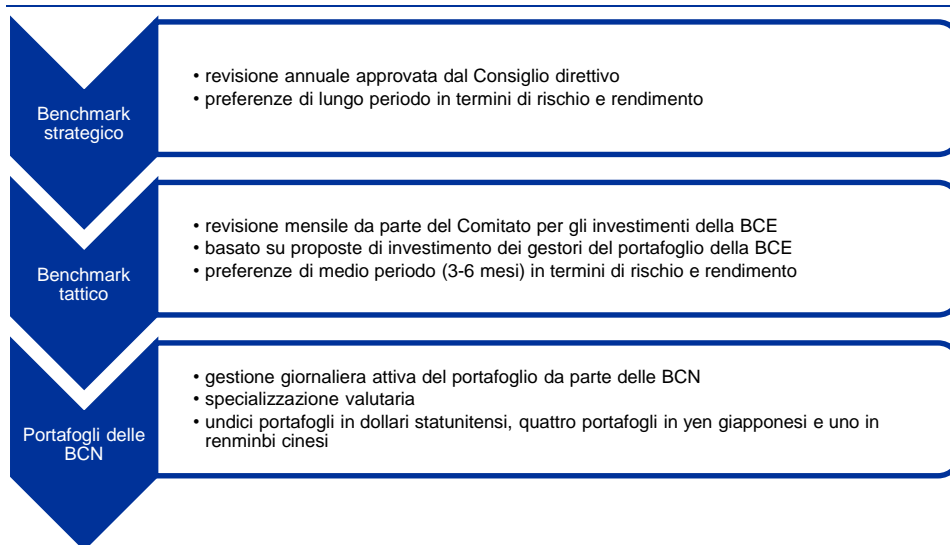
**I principi di investimento principali per la gestione del portafoglio delle riserve in valuta estera della BCE sono, in ordine di importanza, la liquidità, la sicurezza e il rendimento.** La liquidità degli investimenti è prioritaria per raggiungere l'obiettivo principale delle riserve in valuta estera della BCE, che consiste nel garantirle in qualunque momento di poter eseguire operazioni in cambi, se necessario. Ciò significa che deve essere possibile convertire il portafoglio in disponibilità liquide in un breve periodo di tempo e a un costo minimo. A tal fine, una quota ampia delle riserve in valuta straniera viene investita in titoli di stato statunitensi e giapponesi con una vita residua relativamente breve, che sono considerati come gli strumenti più liquidi a disposizione nelle rispettive valute. Inoltre, l'elevato merito di credito degli emittenti e la durata finanziaria relativamente breve del portafoglio sono adatti al secondo principio di investimento: il mantenimento del capitale delle riserve in valuta estera della BCE. Fatti salvi i principi di liquidità e sicurezza, il quadro operativo degli investimenti è strutturato per massimizzarne i rendimenti. A tal fine, l'Eurosistema a) applica la gestione attiva di portafoglio con incentivi all'uso di un budget di rischio assegnato e b) consente l'uso di strumenti di investimento che rendono un differenziale sui titoli di stato o facilitano l'espressione di valutazioni di investimento. Tali strumenti includono obbligazioni emesse da istituzioni sovranazionali e agenzie, future su attività del mercato monetario e su obbligazioni, depositi presso banche commerciali, pronti contro termine e pronti contro termine attivi, swap coperti in valuta e swap su tassi di interesse. Gli investimenti in ciascuno di questi strumenti sono soggetti ai limiti delineati dalla gestione dei rischi.

## 2.2 La struttura organizzativa della gestione delle riserve valutarie

**La gestione delle riserve in valuta estera della BCE è organizzata in tre livelli: a) un benchmark strategico, b) un benchmark tattico e c) gestione giornaliera del portafoglio da parte delle BCN (figura 1).** La motivazione principale per questa struttura a tre livelli è che essa garantisce che gli investimenti siano condotti secondo le preferenze di lungo periodo del Consiglio direttivo in termini di rischio e rendimento, fornendo nel contempo flessibilità per trarre attivamente beneficio dalle opportunità di investimento in un orizzonte più limitato.

**Figura 1**

I tre livelli della gestione delle riserve in valuta estera della BCE



Fonte: BCE.

**Il benchmark strategico è definito in modo da rispettare le preferenze di lungo periodo della BCE in termini di rischio e rendimento, dati i principi di liquidità e sicurezza.** La composizione del benchmark strategico si basa su un metodo di modellizzazione sviluppato internamente che traduce le preferenze della BCE in termini di rischio e rendimento in una funzione con molteplici obiettivi che incorpora i

principi di investimento descritti nella sezione 2.1. Il processo di ottimizzazione del portafoglio della BCE per il benchmark strategico è costituito da due componenti: una componente indipendente dal ciclo (“through-the-cycle”), che identifica la composizione efficiente del portafoglio sulla base delle aspettative di lungo periodo relative a rischi e rendimenti nell’arco dell’intero ciclo economico; una componente relativa alla congiuntura economica (“point-in-time”), che integra la prospettiva di lungo periodo rivalutando l’utilità dei portafogli efficienti “through the-cycle” per tenere conto delle variabili finanziarie e dello stato corrente e previsto dell’economia. Una volta che il Consiglio direttivo ha approvato le caratteristiche principali dei portafogli di benchmark strategico (ovvero la durata finanziaria modificata, la ripartizione per categoria di scadenza e di attività) per ciascuna valuta, l’unità di gestione dei rischi della BCE traduce tali caratteristiche in un portafoglio di investimento, fornendo dettagli a livello di singoli titoli.

**Il benchmark tattico è il primo livello attivo che mira a superare il rendimento del benchmark strategico.** È definito in modo da consentire adeguamenti alle caratteristiche di rischio e rendimento del benchmark strategico sulla base di valutazioni di investimento di medio periodo (da tre a sei mesi), tenendo in considerazione le condizioni macroeconomiche e di mercato finanziario prevalenti. Il grado di libertà di espressione di tali valutazioni è definito negli indirizzi interni di investimento, mentre la responsabilità gestionale per il benchmark tattico è affidata al Comitato per gli investimenti (Investment Committee - ICO). Di tale comitato fanno parte membri delle unità di investimento, di gestione dei rischi e di compliance della BCE.

**L'ICO discute e valuta le proposte dei gestori di portafoglio della BCE e, su base mensile, presenta delle proposte finali affinché vengano approvate dal Comitato esecutivo.** Concretamente, l'analisi delle prospettive economiche, gli andamenti della politica monetaria, la valutazione del mercato obbligazionario e altre variabili importanti potrebbero portare i gestori di portafoglio della BCE ad attendersi un aumento significativo dei rendimenti in uno dei mercati obbligazionari nei successivi tre-sei mesi. L'aumento dei rendimenti implicherebbe un calo dei valori delle obbligazioni. Tale aspettativa potrebbe portare i gestori a proporre all'ICO di adeguare il benchmark in modo tale che il benchmark tattico escluda alcune delle obbligazioni incluse in quello strategico. In alternativa, il benchmark tattico potrebbe comprendere una quota più ampia dei fondi impegnati in investimenti del mercato monetario a breve termine, riducendo così la sensibilità ai tassi di interesse del benchmark tattico rispetto al benchmark strategico. Se l'ICO e il Comitato esecutivo accettano tale proposta, viene applicato l'adeguamento. La variazione del benchmark tattico è poi comunicata ai gestori di portafoglio delle BCN con un certo anticipo per consentire loro di preparare l'implementazione di questo adeguamento dei benchmark nei portafogli effettivi.

**La gestione del portafoglio della BCE da parte delle BCN costituisce il secondo livello attivo, i cui risultati di gestione sono misurati rispetto al benchmark tattico.** Al contrario dei benchmark tattico e strategico, soggetti ad aggiornamento interno, l'effettiva gestione del portafoglio di investimenti è organizzata in modo decentralizzato all'interno dell'Eurosistema. Le BCN operano per conto della BCE sulla base di regole contenute nelle linee guida che disciplinano la gestione delle riserve in valuta estera della BCE da parte delle BCN stesse. Quando le BCN eseguono operazioni relative alle riserve in valuta estera della BCE, esse dichiarano alle controparti, prima di intraprendere un'operazione, di agire in nome e per conto della BCE. L'Eurosistema ha un gruppo di lavoro dedicato che discute regolarmente tutte le questioni legate al quadro di gestione delle riserve in valuta estera e l'effettiva gestione di tali riserve presso la BCE.

**Tutte le BCN che gestiscono un portafoglio per la BCE hanno lo stesso mandato di gestire le riserve con prudenza, in modo tale da massimizzare il loro valore nell'ambito della cornice di riferimento interna per gli investimenti stabilita dal Consiglio direttivo.** Le BCN possono prendere e attuare decisioni di investimento su base giornaliera, applicando l'orizzonte di investimento che meglio si adatta al loro stile di gestione (come illustrato nella sezione 2.3).

**Le riserve in valuta estera della BCE sono attualmente distribuite in undici portafogli in dollari statunitensi, quattro portafogli in yen giapponesi e un portafoglio in renminbi cinesi.** Tale distribuzione riflette una specializzazione valutaria delle BCN. Quando è stato introdotto l'euro, tutte le BCN gestivano portafogli sia in dollari statunitensi sia in yen giapponesi in misura proporzionale alla loro quota nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE. Tuttavia nel 2006 è stato attuato uno schema di specializzazione valutaria, che prevedeva che le BCN scegliessero secondo le proprie preferenze un portafoglio denominato tipicamente in una sola valuta, rispettando l'obiettivo della BCE di mantenere un numero

ragionevole di portafogli per valuta<sup>60</sup>. Poiché si prevedeva che altri paesi avrebbero aderito all'area dell'euro, l'intento era quello di mantenere un quadro efficiente anche limitando il numero di (piccoli) portafogli, facilitando al contempo attività di investimento specializzate e facendo leva su diverse esperienze e modalità di gestione delle BCN. Da allora, gran parte delle nuove BCN dell'area dell'euro hanno deciso di mettere in comune la "propria" quota delle riserve BCE con quella di un'altra BCN. Ogni tre anni il Consiglio direttivo esamina l'assegnazione dei portafogli e può decidere di cambiare l'attribuzione delle valute.

### 2.3 La gestione attiva delle riserve in valuta estera della BCE: incentivi e forme di gestione

**Gestione attiva, competizione fra gestori di portafoglio delle BCN e diversificazione degli stili di gestione di portafoglio sono le caratteristiche principali del quadro di riferimento per la gestione delle riserve in valuta estera della BCE, che mira a generare un flusso stabile di rendimenti aggiuntivi rispetto al benchmark strategico.** Nel tempo tutti i livelli attivi hanno fornito un contributo positivo ai rendimenti del benchmark strategico in tutte le valute di riserva. Come illustrato nel grafico 5, per tutti i portafogli in dollari statunitensi, in media tutti i singoli portafogli delle BCN hanno contribuito positivamente. Il grafico 5 inoltre evidenzia che il tracking error medio<sup>61</sup> del singolo portafoglio oscilla approssimativamente fra lo 0,05 per cento e lo 0,4 per cento, mostrando differenze nel comportamento attivo delle BCN in materia di assunzione di rischio.

---

<sup>60</sup> L'articolo 12.1 dello Statuto del SEBC e della BCE afferma che "(...) la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC". All'inizio ciò ha comportato che tutte le BCN partecipassero alla gestione attiva delle riserve in valuta estera della BCE. Tuttavia a partire dal 1° gennaio 2006 le BCN hanno avuto la possibilità di astenersi dal partecipare ad attività operative legate alla gestione delle riserve in valuta della BCE. Ciò consente la specializzazione e la gestione in comune dei portafogli.

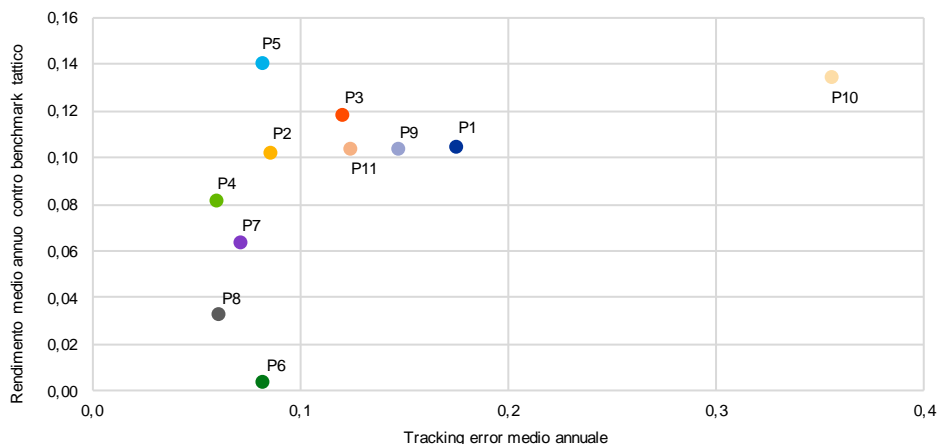
<sup>61</sup> Il tracking error si riferisce alla deviazione standard annualizzata delle differenze giornaliere fra rendimento di portafoglio e rendimento del benchmark tattico.



## Grafico 5

### Rischio e rendimento nei portafogli della BCN per il portafoglio in dollari statunitensi

(punti percentuali, medie annuali 2006 - 2018)



Fonte: BCE.

**La gestione attiva di portafoglio del benchmark tattico e dei portafogli effettivi avviene entro i limiti di uno specifico budget di rischio.** Tale budget è definito in termini di valore a rischio (value-at-risk, VaR) relativo<sup>62</sup>. La funzione indipendente di gestione dei rischi della BCE è responsabile di definire e aggiornare i parametri all'interno dei quali i gestori di portafoglio possono attivamente assumere rischi. Il budget di rischio assegnato al benchmark tattico di norma supera del doppio quello dei portafogli delle BCN. Ciò mostra che la gestione tattica fornisce un'opportunità di adeguare le caratteristiche di rischio del benchmark in modo significativo se l'ICO ritiene, ad esempio, che ciò sia giustificato dagli andamenti del ciclo economico. È ragionevole attendersi che il ruolo dei gestori di portafoglio della BCN (che anticipano gli andamenti giornalieri dei mercati) comporti adeguamenti del rischio più moderati, ma con maggiore flessibilità.

**Inoltre, la cornice di riferimento per gli investimenti prevede incentivi affinché i livelli attivi impieghino dinamicamente il budget di rischio.** A livello di benchmark tattico l'incentivo consiste in un obiettivo interno, stabilito dall'ICO, per il superamento del benchmark strategico. L'ICO stabilisce annualmente questo obiettivo di rendimento relativo per ciascun portafoglio di valuta. Questo è un elemento di rilievo nell'insieme degli obiettivi di rendimento annuali per i gestori di portafoglio della BCE che preparano le proposte per l'ICO. Si tratta di una pratica in linea con le migliori prassi nell'ambito delle attività di investimento, che consentono ai gestori di portafoglio di calibrare in maniera più efficace le proprie posizioni per raggiungere l'obiettivo.

<sup>62</sup> Il VaR è la perdita massima che con un determinato livello di confidenza non verrà superata in uno specifico orizzonte temporale. Ad esempio, se un portafoglio ha un VaR del 99 per cento a un anno per 1 milione di euro, esiste l'1 per cento di probabilità che il portafoglio perda più di 1 milione di euro in un anno. Il VaR relativo è una misura del rischio di perdite rispetto al risultato di benchmark ed è definito come il VaR del portafoglio differenziale (ovvero il portafoglio effettivo meno il portafoglio di benchmark ridimensionato per il valore di mercato).

**Quanto all'effettiva gestione di portafoglio, una classifica interna basata sui risultati di gestione delle BCN dell'Eurosistema favorisce la concorrenza e si è dimostrata un importante strumento per incoraggiare l'assunzione di rischi.**

Mensilmente, la BCE stila e distribuisce ai gestori di portafoglio di BCN una classifica aggiornata, consentendo loro di monitorare e confrontare i rispettivi risultati di gestione. A fine anno la classifica viene condivisa con il Consiglio direttivo, il quale assicura che i risultati migliori siano debitamente riconosciuti. Secondo indagini interne, tale classifica e la sua diffusione sono considerate un'importante motivazione per l'assunzione di rischi fra i gestori di portafoglio<sup>63</sup>. In questo senso, Scalia e Sahel (2011)<sup>64</sup> hanno analizzato il comportamento dei gestori di portafoglio di BCN coinvolti nella gestione delle riserve in valuta estera della BCE riscontrando una relazione tra la variazione dei loro comportamenti rispetto all'assunzione di rischi e la loro posizione in classifica nel corso dell'anno. Ad esempio, alcuni gestori di portafoglio sembravano accrescere la propria propensione relativa ad assumere rischi nella seconda metà dell'anno, se avevano raggiunto una posizione più bassa nella prima metà.

**Benché tale classifica fornisca ai gestori dei portafogli un incentivo nel rimanere allineati con gli altri, la posizione relativa delle BCN sembra persistere nel tempo.**

Ad esempio, il riquadro superiore del grafico 6 mostra il posizionamento medio di tutti i portafogli delle BCN nel periodo tra il 2006 e il 2012 sull'asse delle ascisse e il posizionamento medio nel periodo tra il 2013 e il 2018 sull'asse delle ordinate. In linea generale, il grafico mostra che si possono identificare due gruppi di BCN che si sono posizionate o relativamente in alto o relativamente in basso in entrambi i periodi. Il riquadro inferiore del grafico 6 rappresenta la tendenza nella classifica annuale, mostrando che la differenza cumulativa di posizionamento fra i primi e gli ultimi classificati è aumentata stabilmente fra il 2006 e il 2018. Tali indicazioni di persistenza possono essere collegate a una serie di fattori, quali le capacità dei gestori dei portafogli e gli stili di gestione dei portafogli stessi, oltre alla propensione al rischio della BCN (come osservato nel grafico 5). Difatti, alcune BCN assumono un posizionamento che in media è contenuto (in termini di durata assoluta e curva dei rendimenti) e nel tempo effettuano relativamente poche variazioni nel posizionamento, mentre altre assumono un posizionamento relativamente più ampio modificandolo più frequentemente. Queste differenze di stile evidenziano gli effetti di diversificazione dati dalla presenza di più portafogli gestiti attivamente.

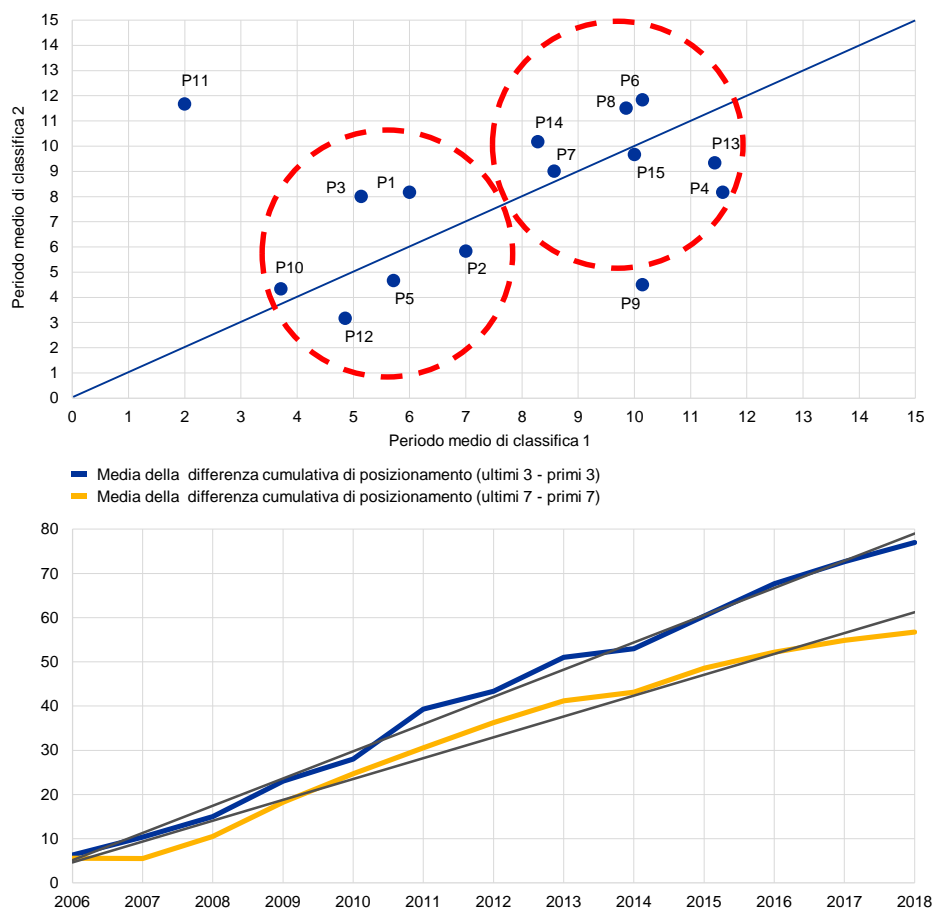
<sup>63</sup> Oltre alla classifica, i gestori si sono inoltre impegnati a usare in media una percentuale minima del limite giornaliero del VaR relativo, nel medio periodo. L'utilizzo del rischio viene monitorato e discusso periodicamente dai gestori di portafoglio per incoraggiare l'autodisciplina.

<sup>64</sup> Cfr. Sahel, B. e Scalia, A., "Ranking, risk-taking and effort: an analysis of the ECB's foreign reserves management", *Working Paper Series*, n. 1377, BCE, Francoforte sul Meno, 2011.

## Grafico 6

### Persistenza nella classifica dei risultati di gestione relativi ai portafogli in dollari statunitensi e yen giapponesi

(Periodo 1: 2006-2012; periodo 2: 2013-2018)



Fonte: BCE.

## Osservazioni conclusive

**Così come le ragioni per detenere riserve in valuta estera si sono evolute nel tempo e da un paese all'altro, anche le dimensioni e la composizione delle riserve hanno subito delle evoluzioni.** Le riserve in valuta estera a livello mondiale sono notevolmente aumentate, soprattutto dalla crisi asiatica della fine degli anni '90, con i mercati emergenti che hanno accumulato grandi quantità di riserve in valuta estera per proteggersi da potenziali shock ma anche, in alcuni casi, come conseguenza delle strategie di crescita trainata dalle esportazioni. Se tradizionalmente le riserve in valuta estera mondiali erano investite principalmente in attività finanziarie denominate in dollari statunitensi, la loro diversificazione in termini di valuta e classi di attività è aumentata.

**Quanto alla BCE, il principale scopo delle sue riserve è assicurare che, ogniqualvolta sia necessario, l'Eurosistema disponga di un ammontare di**

**risorse liquide sufficiente per eseguire operazioni sul mercato dei cambi.** La composizione delle riserve in valuta estera della BCE si è mantenuta sostanzialmente stabile nel tempo, eccezion fatta per la recente aggiunta del renminbi cinese.

**La cornice di riferimento in materia di investimenti per la gestione delle riserve in valuta estera della BCE si è evoluta nel tempo nell’ottica di incoraggiare l’efficienza e creare incentivi per l’uso dei budget di rischio disponibili per i livelli attivi, garantendo al tempo stesso che le riserve siano prontamente disponibili per le finalità istituzionali.** La gestione decentralizzata delle riserve da parte delle BCN è una caratteristica unica del quadro operativo. Offre dei benefici, compresa la condivisione delle informazioni e la promozione delle migliori prassi fra i gestori di portafoglio. La gestione attiva, incoraggiata dalla concorrenza fra i gestori di portafoglio delle BCN, e la diversificazione degli stili di gestione del portafoglio sono divenute caratteristiche fondamentali del quadro operativo per gli investimenti e hanno contribuito a generare un flusso costante di rendimenti aggiuntivi rispetto ai risultati del benchmark strategico.

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 3° trim.	0,8	0,7	0,6	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
4° trim.	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 1° trim.	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
2° trim.	0,7	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
2019 apr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
mag.	-	-	-	-	-	-	2,2	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
giu.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
lug.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
ago.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
sett.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,7	1,7	0,2	.	0,8

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 <sup>1)</sup>					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 4° trim.	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,6	-2,4
2019 1° trim.	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,1	-1,0
2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,8	-1,3	-0,4
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,8	48,5	.	.	.
2019 apr.	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,1	0,7
mag.	51,1	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,4	-0,8	1,2
giu.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,8	-1,3	-0,4
lug.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	-0,8	0,3	-1,5
ago.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,3	47,7	.	.	.
sett.	51,4	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,6	48,6	.	.	.

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 <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
apr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
mag.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
giu.	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
lug.	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
ago.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
set.	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
apr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
mag.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
giu.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
lug.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
ago.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
set.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02

Fonte: BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019 mar.	365,7	3.332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2.804,0	21.414,9
apr.	379,0	3.458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2.903,8	21.964,9
mag.	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4
giu.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2
lug.	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7
ago.	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7
set.	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
ott.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
dic.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 gen.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
feb.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
mar.	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
apr.	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
mag.	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
giu.	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
ago. <sup>(p)</sup>	0,03	0,43	0,28	0,78	5,74	16,60	6,15	5,75	6,34	2,25	1,51	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56

Fonte: BCE.

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
ott.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 gen.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mag.	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
giu.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
lug.	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,17	1,32	1,39	1,57
ago. <sup>(p)</sup>	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,39	1,52

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.  
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.



## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.221	504	174	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 mar.	1.330	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
apr.	1.320	561	170	.	109	418	61	423	195	70	.	53	58	47
mag.	1.343	573	174	.	115	422	59	446	196	74	.	56	83	37
giu.	1.319	556	179	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
lug.	1.344	576	177	.	110	424	57	457	204	75	.	56	76	45
ago.	1.371	587	184	.	113	424	63	389	165	75	.	39	71	38
A lungo termine														
2016	15.372	3.695	3.174	.	1.177	6.685	641	219	62	53	.	19	78	8
2017	15.353	3.560	3.049	.	1.236	6.865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.746	3.688	3.151	.	1.261	7.021	626	229	64	68	.	16	75	6
2019 mar.	16.017	3.755	3.201	.	1.295	7.125	641	269	76	63	.	25	88	17
apr.	15.992	3.748	3.183	.	1.300	7.120	641	234	55	68	.	19	84	8
mag.	16.054	3.767	3.201	.	1.299	7.151	635	247	62	80	.	13	86	7
giu.	16.113	3.768	3.217	.	1.307	7.188	633	245	61	76	.	23	80	5
lug.	16.184	3.790	3.258	.	1.317	7.183	636	253	71	72	.	24	78	8
ago.	16.192	3.785	3.255	.	1.314	7.199	638	123	25	43	.	8	41	6

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											
2016	16.613,5	4.213,2	3.309,7	.	1.236,0	7.150,9	703,7	7.089,5	537,6	1.084,2	5.467,7
2017	16.592,9	4.079,3	3.204,4	.	1.305,6	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.966,9	4.191,6	3.324,8	.	1.333,0	7.444,8	672,7	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7
2019 mar.	17.347,3	4.319,1	3.378,8	.	1.393,0	7.560,7	695,7	7.761,2	495,8	1.230,9	6.034,5
apr.	17.312,0	4.309,2	3.352,8	.	1.408,9	7.538,8	702,3	8.090,6	537,0	1.281,8	6.271,8
mag.	17.396,7	4.340,5	3.375,4	.	1.414,3	7.572,7	693,8	7.586,6	470,9	1.208,1	5.907,6
giu.	17.432,6	4.324,1	3.396,5	.	1.407,4	7.616,2	688,4	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3
lug.	17.527,5	4.366,2	3.435,1	.	1.427,5	7.606,3	692,4	7.980,2	484,0	1.252,8	6.243,4
ago.	17.563,4	4.372,3	3.439,1	.	1.427,5	7.623,1	701,4	7.839,7	462,4	1.183,0	6.194,3
Tasso di crescita											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,2	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 mar.	2,5	3,1	3,0	.	3,8	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
apr.	2,3	3,0	1,6	.	4,1	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
mag.	2,6	3,9	2,2	.	3,8	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
giu.	2,9	4,5	2,2	.	4,6	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
lug.	3,0	5,2	2,0	.	4,8	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
ago.	3,2	4,9	2,9	.	5,7	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,8	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 4° trim.	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 1° trim.	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
2° trim.	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,9
3° trim.	97,7	91,5	91,8	.	.	.	116,9	91,5
2019 apr.	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
mag.	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
giu.	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
lug.	97,5	91,3	91,5	-	-	-	116,5	91,3
ago.	98,1	91,9	92,2	-	-	-	117,6	92,0
set.	97,4	91,2	91,6	-	-	-	116,7	91,2
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2019 set.	0,7	0,7	0,7	-	-	-	0,8	0,9
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2019 set.	-2,0	-2,9	-2,2	-	-	-	-3,1	-4,5

Fonte: BCE.

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

### 2.9 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
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 4° trim.	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 1° trim.	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2° trim.	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
3° trim.	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 apr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
mag.	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
giu.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
lug.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
ago.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
set.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2019 set.	-0,3	0,2	0,3	0,0	1,7	0,1	0,1	-2,7	0,2	-0,4	0,1	-1,1
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2019 set.	-2,0	-0,4	1,0	0,1	2,3	-9,4	1,2	-0,2	2,0	2,4	-3,4	-5,6

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2018 3° trim.	26.129,9	26.707,7	-577,8	11.198,5	9.161,6	8.890,1	11.147,7	-72,5	5.439,9	6.398,4	673,9	14.502,9
4° trim.	25.399,7	25.891,3	-491,6	10.895,1	9.041,6	8.475,2	10.508,5	-87,9	5.398,2	6.341,2	719,1	14.197,4
2019 1° trim.	26.652,9	26.908,5	-255,6	11.179,5	9.124,4	9.114,2	11.251,0	-91,4	5.709,4	6.533,1	741,1	14.629,3
2° trim.	26.837,0	27.084,1	-247,1	11.064,3	9.096,4	9.232,2	11.424,4	-78,2	5.847,8	6.563,3	770,8	14.695,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 2° trim.	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
<i>Transazioni</i>												
2018 3° trim.	62,8	-31,3	94,1	-79,2	-81,9	40,5	6,1	35,0	65,3	44,6	1,2	-
4° trim.	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 1° trim.	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
2° trim.	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
2019 mar.	45,2	-1,0	46,1	3,1	-23,7	20,1	61,3	5,3	11,6	-38,5	5,0	-
apr.	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
mag.	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
giu.	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
lug.	191,7	176,2	15,5	-14,6	2,4	48,6	75,7	8,3	142,3	98,1	7,1	-
ago.	35,2	11,4	23,9	-21,0	-30,6	28,7	16,6	6,1	20,7	25,4	0,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 ago.	290,3	58,7	231,5	-398,2	-279,2	152,6	207,8	83,1	431,3	130,2	21,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2019 ago.	2,5	0,5	2,0	-3,4	-2,4	1,3	1,8	0,7	3,7	1,1	0,2	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi <sup>v)</sup>	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	10.817,0	10.339,5	5.858,7	2.235,3	2.193,0	1.038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4.928,9	4.451,4
2017	11.200,9	10.707,5	6.036,9	2.296,7	2.304,3	1.101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5.297,9	4.804,5
2018	11.561,2	11.060,8	6.207,5	2.363,9	2.405,9	1.175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5.547,4	5.047,0
2018 3° trim.	2.897,0	2.778,2	1.556,6	592,5	606,9	296,9	187,7	120,7	22,3	118,7	1.398,2	1.279,5
4° trim.	2.922,3	2.805,1	1.566,8	597,4	619,4	302,8	188,8	126,1	21,5	117,1	1.410,5	1.293,4
2019 1° trim.	2.945,4	2.814,2	1.575,2	602,2	626,2	310,9	190,5	123,2	10,5	131,2	1.425,7	1.294,5
2° trim.	2.965,9	2.864,5	1.587,9	607,6	660,8	311,0	192,6	155,5	8,0	101,4	1.430,8	1.329,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 3° trim.	0,2	0,4	0,2	0,1	0,8	0,5	0,7	1,5	-	-	0,4	1,0
4° trim.	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,4	-	-	0,9	1,1
2019 1° trim.	0,4	0,1	0,3	0,4	0,5	1,7	0,7	-2,7	-	-	1,1	0,4
2° trim.	0,2	1,4	0,2	0,4	5,6	-0,1	1,6	26,4	-	-	0,2	2,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 3° trim.	1,6	1,8	1,1	0,9	3,5	2,5	4,6	4,0	-	-	3,1	3,8
4° trim.	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,4	2,3	8,7	-	-	1,7	3,1
2019 1° trim.	1,3	1,4	1,1	1,3	4,2	5,0	3,3	3,4	-	-	3,4	3,8
2° trim.	1,2	2,4	1,1	1,3	8,7	3,2	3,4	30,4	-	-	2,5	5,3
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 3° trim.	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 1° trim.	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,2	1,3	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	0,0	-1,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-0,4	-	-
2017	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	0,5	-	-
2018	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	0,4	-	-
2018 3° trim.	1,8	0,6	0,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-	-
4° trim.	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,1	-0,5	-0,5	-	-
2019 1° trim.	1,4	0,6	0,3	0,9	0,5	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0	-	-
2° trim.	2,3	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,2	-0,4	-1,1	-1,1	-	-

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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2016	9.703,7	161,1	1.931,6	479,2	1.834,9	444,3	473,7	1.106,3	1.084,7	1.847,2	340,6	1.113,3
2017	10.040,0	176,2	1.991,7	502,2	1.909,8	468,8	465,8	1.133,7	1.143,7	1.897,4	350,6	1.160,9
2018	10.356,2	177,7	2.041,5	537,2	1.968,4	488,5	469,8	1.168,0	1.195,2	1.954,7	355,3	1.205,0
2018 3° trim.	2.594,1	44,6	511,9	135,4	492,6	122,0	117,4	292,3	299,5	489,6	88,7	302,9
4° trim.	2.618,3	45,0	512,2	138,8	497,3	124,5	118,7	295,0	303,6	494,1	89,3	303,9
2019 1° trim.	2.639,1	45,8	514,6	142,8	502,2	125,5	117,4	297,6	306,1	497,1	90,1	306,2
2° trim.	2.657,4	46,6	512,6	144,2	505,8	127,9	118,5	299,5	309,4	501,6	91,2	308,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 3° trim.	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,8	0,7	0,4	0,2	0,3	0,2	0,0
4° trim.	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,8	0,4	0,2	0,3
2019 1° trim.	0,5	0,4	0,0	1,6	0,9	1,4	0,3	0,5	0,2	0,0	0,7	0,2
2° trim.	0,1	-0,6	-0,5	-0,2	0,1	1,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 3° trim.	1,6	0,4	1,2	3,3	1,8	4,7	1,3	1,5	2,6	0,7	0,0	1,6
4° trim.	1,2	0,0	-0,6	3,6	1,5	3,7	0,7	1,4	2,6	0,8	0,2	1,1
2019 1° trim.	1,4	0,3	-0,3	4,8	1,9	4,7	1,2	1,4	1,8	0,9	0,9	0,9
2° trim.	1,1	-0,1	-1,1	3,4	1,5	5,1	1,5	1,4	1,6	1,0	1,3	1,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	-
4° trim.	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personne occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,1	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 3° trim.	1,4	1,7	-0,1	0,0	1,4	2,5	1,2	3,9	-0,9	2,0	2,5	1,3	0,4
4° trim.	1,4	1,6	-0,1	-0,4	1,3	3,1	1,3	3,8	-0,4	1,9	1,9	1,3	0,2
2019 1° trim.	1,4	1,6	0,1	0,0	1,2	2,5	1,2	4,0	-0,2	2,2	1,8	1,3	0,5
2° trim.	1,2	1,4	-0,3	-2,2	1,0	1,5	1,2	3,9	-0,4	1,1	1,4	1,4	0,9
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 3° trim.	1,6	1,9	0,1	1,0	1,3	3,2	1,3	3,7	-1,1	3,0	2,8	1,3	0,5
4° trim.	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,3	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,1	1,5	0,4
2019 1° trim.	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,0	1,4	4,1	0,0	1,7	1,9	1,4	0,5
2° trim.	0,9	1,3	-0,6	-2,0	0,7	1,7	1,0	3,4	-0,4	1,1	1,4	1,1	0,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 3° trim.	0,1	0,2	0,2	1,0	-0,1	0,6	0,1	-0,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	0,2
4° trim.	0,1	0,3	-0,1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1
2019 1° trim.	0,2	0,3	0,1	1,2	0,2	0,5	0,2	0,1	0,2	-0,5	0,1	0,1	0,0
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,760	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,123	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,394	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 3° trim.	163,735	3,6	13,150	8,0	3,6	10,748	7,2	2,402	16,7	6,796	7,7	6,354	8,4	2,1
4° trim.	163,707	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,374	16,5	6,650	7,6	6,320	8,3	2,3
2019 1° trim.	163,284	3,6	12,679	7,7	3,5	10,363	6,9	2,316	16,1	6,471	7,4	6,208	8,2	2,3
2° trim.	163,765	3,6	12,399	7,6	3,3	10,151	6,8	2,248	15,6	6,365	7,2	6,033	7,9	2,3
2019 mar.	-	-	12,552	7,7	-	10,256	6,9	2,296	15,9	6,410	7,3	6,142	8,1	-
apr.	-	-	12,488	7,6	-	10,229	6,8	2,258	15,6	6,404	7,3	6,083	8,0	-
mag.	-	-	12,401	7,6	-	10,143	6,8	2,258	15,7	6,378	7,3	6,023	7,9	-
giu.	-	-	12,308	7,5	-	10,080	6,7	2,228	15,5	6,314	7,2	5,994	7,9	-
lug.	-	-	12,284	7,5	-	10,040	6,7	2,244	15,6	6,295	7,2	5,989	7,9	-
ago.	-	-	12,169	7,4	-	9,967	6,7	2,202	15,4	6,235	7,1	5,934	7,8	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 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													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,4	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,5	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,2	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2018 4° trim.	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-0,9	1,6	1,4	1,7	1,7	-9,0
2019 1° trim.	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,4	-2,7	4,6	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,9	-3,1
2° trim.	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,2	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,6	-0,7
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6
2019 apr.	-0,7	-0,8	-1,1	-2,3	1,9	0,0	2,8	-1,9	2,2	2,3	1,9	1,5	-1,2
mag.	-0,8	-0,9	-2,4	-1,8	3,1	0,3	1,5	-5,2	1,3	-0,3	2,5	-0,9	-2,1
giu.	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,5	2,8	1,3	4,4	1,1	1,1
lug.	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	3,9	-1,3	1,8	-4,5	2,2	1,0	3,3	1,4	-3,8
ago.	-2,8	-2,7	-3,1	-2,9	1,8	-3,3	1,2	-5,8	2,1	0,4	4,1	2,1	-6,1
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	14,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 apr.	-0,5	-0,8	-0,9	-2,0	0,3	1,8	-1,4	0,8	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,5
mag.	0,8	0,8	-0,2	1,0	2,2	0,4	-0,5	-1,9	-0,3	-0,9	0,0	-1,5	0,3
giu.	-1,5	-1,5	-1,3	-3,7	-1,5	-0,9	0,6	0,6	0,8	1,4	1,2	1,6	2,8
lug.	-0,4	-0,4	-0,2	2,1	2,0	0,0	-0,2	-1,8	-0,5	-0,7	-0,7	-0,1	-1,5
ago.	0,4	0,4	0,3	1,2	0,0	-0,4	-0,5	0,5	0,3	0,0	0,4	0,1	10,7
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-18,7

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
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 4° trim.	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 1° trim.	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2° trim.	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,5	-7,3	.	-6,7	4,2	0,0	9,8	.	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 apr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
mag.	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
giu.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
lug.	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
ago.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
set.	101,7	-8,8	-	-6,5	3,8	0,1	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,4	93,9	2,1	2,0	5,5	3,4	2,8	35,7	7,8	138,9	4,9	5,5	2,9
2017	12,1	93,8	1,4	2,1	5,4	4,4	4,4	34,4	7,0	137,4	3,9	7,8	2,4
2018	12,4	93,5	1,8	2,0	7,0	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	5,6	1,3
2018 3° trim.	12,3	93,5	1,3	2,0	7,5	3,7	4,8	34,1	6,4	137,4	2,8	7,3	1,7
4° trim.	12,4	93,5	1,5	2,0	8,6	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	20,8	1,3
2019 1° trim.	12,7	93,3	2,1	2,1	7,6	3,5	3,9	33,8	6,2	136,0	1,9	7,4	1,3
2° trim.	13,0	93,5	2,3	2,2	4,4	4,1	3,9	33,6	6,0	136,3	1,3	15,9	1,0

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 <sup>1)</sup>	
	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		
2018 3° trim.	1.042,6	968,0	74,6	589,0	521,6	232,6	207,2	191,6	170,9	29,3	68,4	8,8	5,7
4° trim.	1.058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 1° trim.	1.065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
2° trim.	1.061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
2019 mar.	352,6	325,1	27,5	203,5	176,1	78,8	70,0	60,5	56,6	9,8	22,3	3,0	6,2
apr.	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
mag.	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
giu.	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
lug.	353,4	331,8	21,6	200,4	172,5	79,5	77,5	64,4	59,2	9,0	22,6	3,6	2,4
ago.	352,1	325,4	26,6	201,6	173,9	80,1	74,6	62,1	54,9	8,3	22,1	3,0	1,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2019 ago.	4.239,5	3.927,1	312,4	2.403,0	2.089,2	948,5	875,1	776,6	690,5	111,5	272,4	50,6	109,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2019 ago.	36,1	33,5	2,7	20,5	17,8	8,1	7,5	6,6	5,9	1,0	2,3	0,4	0,9

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

#### 3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 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)													
2018 3° trim.	4,8	10,2	572,4	277,6	118,0	166,9	479,4	531,0	310,9	85,6	126,7	373,9	68,6
4° trim.	3,8	7,9	579,2	278,8	122,7	168,0	485,0	536,6	310,1	88,9	130,1	380,6	66,0
2019 1° trim.	4,1	5,2	586,7	283,5	120,8	172,4	492,6	532,2	307,0	85,2	133,1	381,8	64,1
2° trim.	2,3	2,5	581,6	275,7	119,2	175,7	485,8	530,2	302,6	84,4	133,9	379,9	65,5
2019 mar.	3,5	6,4	196,3	94,6	40,0	58,6	164,4	179,1	102,8	28,3	45,3	128,4	22,2
apr.	5,3	6,6	192,6	92,3	39,2	58,0	159,7	177,3	101,4	28,1	44,9	126,7	21,8
mag.	7,2	5,2	195,2	91,7	40,7	59,0	163,1	176,9	101,9	28,8	44,0	125,0	22,5
giu.	-5,1	-4,0	193,8	91,7	39,3	58,6	162,9	176,0	99,3	27,5	45,0	128,2	21,2
lug.	6,4	2,7	194,1	92,6	38,9	58,3	162,2	176,6	100,8	29,1	44,6	128,5	20,3
ago.	-2,2	-4,0	194,8	.	.	.	162,1	174,5	.	.	.	126,3	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 3° trim.	1,2	2,0	107,1	110,6	106,3	103,9	107,5	108,8	108,9	110,1	108,2	110,7	97,0
4° trim.	0,2	1,8	107,5	110,4	109,6	103,7	107,6	109,6	109,0	112,0	110,0	111,3	98,0
2019 1° trim.	0,1	1,5	108,1	111,6	107,1	105,0	107,9	109,9	110,3	107,5	112,0	111,2	105,1
2° trim.	-1,3	-0,2	106,4	108,3	104,8	105,4	106,0	109,0	107,6	107,6	112,6	110,9	97,1
2019 feb.	2,0	1,7	107,7	111,3	107,1	104,1	107,7	108,8	109,0	105,0	111,4	110,9	103,1
mar.	-0,7	1,0	108,2	111,9	105,8	106,6	108,1	110,1	109,8	105,9	114,4	111,8	103,7
apr.	0,8	2,2	105,6	108,4	102,9	105,1	104,5	109,1	108,1	106,1	113,4	110,9	96,4
mag.	3,4	1,6	106,9	107,7	107,6	105,8	106,7	108,9	108,0	110,8	111,4	109,9	97,1
giu.	-7,6	-4,3	106,6	108,7	103,9	105,3	106,8	109,0	106,8	105,8	113,0	112,0	97,8
lug.	4,0	3,3	106,6	109,1	103,2	105,3	106,3	109,5	109,2	111,0	111,5	112,1	95,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						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
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3	
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2	
2018 4° trim.	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8	
2019 1° trim.	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4	
2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1	
3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4	
2019 apr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,4	1,7	2,1	
mag.	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,1	
giu.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2	
lug.	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,0	1,0	1,3	
ago.	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,9	0,0	-0,6	0,2	0,9	1,5	
set.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 4° trim.	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2019 1° trim.	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
2° trim.	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
3° trim.	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
2019 apr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6
mag.	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4
giu.	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4
lug.	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
ago.	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
set.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2
2018 3° trim.	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
4° trim.	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0
2019 1° trim.	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	.
2° trim.	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	.
2019 mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-
apr.	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-
mag.	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-	-
giu.	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-
lug.	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-	-
ago.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 4° trim.	103,8	1,5	2,0	1,7	1,8	2,3	1,8	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 1° trim.	104,2	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
2° trim.	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,0	1,0	1,0	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	55,7	1,9	3,9	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,2	2,6	-7,1
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,0	0,4	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,8	1,8	2,9	7,5	-1,6
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	0,9	-2,7	-1,2	3,3	-5,7
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,2	7,1	1,7	3,5	9,1	-2,0

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 4° trim.	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 1° trim.	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
2° trim.	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,8	6,6	8,3	4,4	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 apr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
mag.	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
giu.	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
lug.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
ago.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
set.	1,6	6,8	7,7	4,9	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7

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: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 3° trim.	100,7	2,3	2,2	2,4	2,5	2,1	2,1
4° trim.	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,2
2019 1° trim.	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
2° trim.	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html/html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html/html)).

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,4	2,2	2,3	2,5
2018 3° trim.	108,6	2,3	2,2	2,4	1,7	2,4	1,5	-0,8	4,4	3,0	2,7	3,1
4° trim.	109,1	2,5	1,3	3,7	1,2	2,2	2,1	0,3	4,9	2,3	2,5	2,9
2019 1° trim.	109,5	2,3	1,8	3,7	0,9	2,1	1,2	-0,3	5,1	2,0	2,4	2,0
2° trim.	110,1	2,2	-0,1	3,6	1,3	2,1	0,4	-0,8	2,9	2,4	2,4	2,5
<b>Redditi per occupato</b>												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 3° trim.	114,3	2,5	2,7	2,2	2,5	2,9	2,3	1,5	3,8	3,1	2,1	2,8
4° trim.	114,9	2,2	1,8	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,5	3,0	2,1	2,9
2019 1° trim.	115,4	2,3	2,0	2,1	3,2	2,9	1,9	1,0	4,3	2,0	2,0	2,4
2° trim.	116,0	2,2	2,1	1,5	3,1	2,4	1,5	1,1	3,2	2,6	2,0	2,9
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 3° trim.	105,3	0,2	0,5	-0,2	0,8	0,5	0,8	2,3	-0,5	0,1	-0,6	-0,3
4° trim.	105,3	-0,2	0,4	-1,8	0,5	0,2	0,0	1,1	-0,4	0,7	-0,5	0,0
2019 1° trim.	105,4	0,0	0,3	-1,5	2,3	0,7	0,7	1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,4
2° trim.	105,4	0,0	2,1	-2,0	1,8	0,3	1,1	2,0	0,3	0,3	-0,4	0,4
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 3° trim.	115,7	2,2	2,5	2,1	1,7	2,6	2,4	1,8	2,6	2,7	2,0	2,4
4° trim.	116,2	1,9	1,2	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,2	2,8	1,9	2,4
2019 1° trim.	116,8	1,9	0,1	1,9	2,6	2,3	1,7	0,8	4,3	1,9	1,9	2,5
2° trim.	117,6	2,3	2,8	1,7	3,0	2,3	1,9	1,2	3,1	2,6	2,3	3,9
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,7	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 3° trim.	107,2	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,4	1,0	2,5	-1,4	-0,2	-0,6	-0,5
4° trim.	107,3	-0,4	-0,2	-1,8	0,2	0,1	-0,1	0,8	-0,5	0,5	-0,6	-0,2
2019 1° trim.	107,5	-0,2	-0,9	-1,8	1,8	0,5	0,6	1,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,4
2° trim.	107,6	0,2	1,9	-1,7	1,7	0,5	1,6	2,0	0,3	0,2	-0,1	1,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi							
1	2		4	5								
<b>Consistenze</b>												
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	87,7	680,4	11.390,0
2017	1.111,6	6.637,3	7.748,9	1.197,0	2.260,9	3.457,9	11.206,8	74,7	512,0	72,6	659,4	11.866,2
2018	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,1	2.298,0	3.426,1	11.703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12.374,2
2018 3° trim.	1.150,6	7.009,8	8.160,3	1.126,6	2.284,6	3.411,2	11.571,5	71,4	495,4	61,1	627,9	12.199,4
4° trim.	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,1	2.298,0	3.426,1	11.703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12.374,2
2019 1° trim.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12.513,1
2° trim.	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,2	12.056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12.679,2
2019 mar.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12.513,1
apr.	1.182,2	7.307,3	8.489,5	1.126,3	2.327,2	3.453,5	11.943,0	73,9	514,0	40,1	628,0	12.571,0
mag.	1.185,4	7.365,5	8.550,9	1.124,6	2.335,2	3.459,8	12.010,7	70,7	511,9	46,7	629,3	12.640,0
giu.	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,2	12.056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12.679,2
lug.	1.193,1	7.492,3	8.685,4	1.099,5	2.345,0	3.444,5	12.129,9	76,4	523,4	37,2	637,0	12.766,8
ago. <sup>(p)</sup>	1.198,0	7.584,7	8.782,7	1.116,8	2.345,7	3.462,5	12.245,1	72,1	531,8	23,5	627,5	12.872,6
<b>Transazioni</b>												
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	19,4	49,4	539,1
2017	36,4	591,7	628,0	-110,6	34,3	-76,3	551,7	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,0
2018	50,0	461,9	512,0	-71,5	45,0	-26,5	485,5	-0,8	11,3	-3,5	7,0	492,5
2018 3° trim.	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,9	-19,9	74,6
4° trim.	12,1	105,3	117,4	0,2	13,4	13,7	131,0	2,9	27,7	8,5	39,0	170,0
2019 1° trim.	18,1	167,8	185,9	-17,4	21,0	3,6	189,4	-0,5	-20,5	-37,7	-58,7	130,8
2° trim.	7,3	138,7	146,0	-3,7	20,3	16,6	162,6	0,8	0,3	7,0	8,1	170,7
2019 mar.	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,9	-18,9	75,9
apr.	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,1	12,3	57,9
mag.	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
giu.	2,6	57,9	60,6	-13,7	3,8	-9,9	50,7	4,5	-2,2	-6,4	-4,1	46,5
lug.	5,0	69,9	75,0	-12,1	6,0	-6,1	68,9	1,3	13,8	-2,4	12,8	81,6
ago. <sup>(p)</sup>	5,0	89,6	94,5	16,1	0,7	16,8	111,4	-4,5	8,5	-13,1	-9,2	102,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	27,4	7,8	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,2	5,2	9,5	-2,1	-21,0	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1
2018 3° trim.	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	5,8	-6,7	-26,2	-7,8	3,6
4° trim.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1
2019 1° trim.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6
2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5
2019 mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6
apr.	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-43,3	-5,9	4,7
mag.	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-30,0	-3,7	4,8
giu.	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5
lug.	4,9	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,6	1,6	-40,5	-1,6	5,1
ago. <sup>(p)</sup>	4,7	9,0	8,4	-2,7	2,9	1,0	6,2	-0,7	4,6	-63,2	-2,9	5,7

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.239,0	1.795,5	285,7	148,8	9,1	6.315,2	3.700,7	562,0	2.051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2.336,5	1.900,4	280,8	147,5	7,8	6.642,8	4.034,6	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2018 3° trim.	2.309,7	1.886,3	267,9	148,7	6,8	6.545,8	3.946,3	524,6	2.073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
4° trim.	2.336,5	1.900,4	280,8	147,5	7,8	6.642,8	4.034,6	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 1° trim.	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
2° trim.	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,2
2019 mar.	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
apr.	2.390,9	1.963,1	271,7	148,8	7,2	6.789,7	4.156,2	513,5	2.118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
mag.	2.401,7	1.977,0	268,5	149,2	7,0	6.828,6	4.188,3	512,7	2.126,1	1,6	990,2	216,8	458,7
giu.	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,2
lug.	2.436,3	2.016,4	263,2	150,4	6,4	6.898,0	4.253,6	508,8	2.133,5	2,1	1.003,1	220,9	454,9
ago. <sup>(p)</sup>	2.469,8	2.046,4	264,9	152,0	6,5	6.924,4	4.281,6	507,7	2.132,8	2,3	1.029,7	235,2	460,2
<b>Transazioni</b>													
2016	131,8	156,7	-25,2	0,2	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	23,9	-28,1	19,0
2017	180,0	182,8	-3,0	-0,8	1,0	254,1	303,5	-81,6	33,5	-1,3	54,7	6,3	26,9
2018	93,9	103,2	-6,9	-1,1	-1,4	326,9	325,6	-45,1	45,9	0,5	0,9	-4,8	17,8
2018 3° trim.	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
4° trim.	27,4	14,3	12,9	-0,7	0,9	96,4	88,2	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 1° trim.	50,0	61,8	-11,3	0,8	-1,2	109,8	91,0	-2,6	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
2° trim.	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,4
2019 mar.	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
apr.	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
mag.	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
giu.	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
lug.	28,4	29,2	0,1	0,0	-1,0	53,5	49,6	-1,8	5,5	0,3	-12,7	3,3	-7,4
ago. <sup>(p)</sup>	31,6	28,6	1,3	1,7	0,1	26,1	27,9	-1,3	-0,7	0,2	24,7	14,1	5,3
<b>Variazioni percentuali</b>													
2016	6,8	10,4	-7,8	0,2	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,4	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,7	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2018 3° trim.	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,6	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,3	5,2	4,8
4° trim.	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2019 1° trim.	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
2° trim.	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
2019 mar.	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
apr.	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,2	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
mag.	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
giu.	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
lug.	6,9	8,7	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,1	1,6	6,5
ago. <sup>(p)</sup>	7,9	9,6	-1,3	2,9	2,7	6,1	9,2	-4,1	3,0	28,2	4,0	9,0	5,4

Fonte: BCE.

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

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

Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,3	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.167,4	4.325,4	5.600,0	839,1	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.685,8	1.007,4	3.666,9	13.417,9	11.127,0	11.484,9	4.408,9	5.741,4	848,7	127,9	1.519,7	771,2
2018 3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,3	11.064,5	11.394,1	4.396,2	5.702,0	841,9	124,4	1.513,8	785,0
4° trim.	4.685,8	1.007,4	3.666,9	13.417,9	11.127,0	11.484,9	4.408,9	5.741,4	848,7	127,9	1.519,7	771,2
2019 1° trim.	4.662,0	1.001,3	3.649,2	13.526,6	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.526,9	803,4
2° trim.	4.632,6	1.000,7	3.620,2	13.642,3	11.294,1	11.668,7	4.461,7	5.826,1	874,9	131,4	1.546,2	802,0
2019 mar.	4.662,0	1.001,3	3.649,2	13.526,6	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.526,9	803,4
apr.	4.638,8	998,2	3.629,2	13.570,0	11.234,0	11.591,2	4.443,8	5.800,5	864,1	125,7	1.522,9	813,1
mag.	4.631,6	1.004,3	3.615,6	13.592,4	11.257,4	11.623,7	4.463,9	5.807,5	862,8	123,2	1.533,5	801,6
giu.	4.632,6	1.000,7	3.620,2	13.642,3	11.294,1	11.668,7	4.461,7	5.826,1	874,9	131,4	1.546,2	802,0
lug.	4.671,5	1.000,6	3.659,3	13.683,6	11.339,0	11.711,1	4.486,1	5.843,0	876,2	133,7	1.537,5	807,1
ago. <sup>(p)</sup>	4.709,3	1.005,5	3.692,1	13.741,8	11.398,9	11.760,5	4.509,9	5.865,3	883,0	140,7	1.540,7	802,1
<b>Transazioni</b>												
2016	486,2	-34,2	520,3	319,4	235,6	259,2	82,6	121,0	43,0	-11,0	80,3	3,6
2017	289,3	-43,7	332,3	363,7	275,2	316,9	85,5	173,4	19,8	-3,5	64,3	24,2
2018	91,3	-28,3	119,6	376,2	308,5	384,4	124,2	165,9	0,2	18,1	89,0	-21,3
2018 3° trim.	48,0	-16,2	64,5	105,1	90,7	88,9	48,7	49,8	-12,4	4,5	18,6	-4,2
4° trim.	39,7	4,0	35,7	65,5	60,1	93,1	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,2	-7,8
2019 1° trim.	-40,6	-6,8	-33,8	107,2	83,1	79,5	25,1	50,2	6,0	1,8	-1,8	25,9
2° trim.	-56,8	-1,4	-55,7	126,4	113,8	135,7	53,8	38,6	24,1	-2,8	17,5	-4,9
2019 mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,9	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
apr.	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,6	47,1	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
mag.	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	34,2	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
giu.	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,5	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
lug.	13,7	-0,2	13,9	38,5	45,1	44,2	25,7	17,1	0,1	2,2	-10,5	3,9
ago. <sup>(p)</sup>	8,3	4,9	3,4	55,3	58,1	51,3	21,9	21,9	5,7	7,0	1,3	-4,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,1	4,6	3,1
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7
2018 3° trim.	3,1	-4,5	5,3	3,1	3,0	3,5	3,3	3,1	0,1	11,7	5,9	-1,1
4° trim.	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7
2019 1° trim.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8
2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1
2019 mar.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8
apr.	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,5	2,8	3,2	0,6	5,4	2,5	1,2
mag.	0,6	-2,2	1,4	2,6	2,7	3,4	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,0	0,5
giu.	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1
lug.	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,7	3,3	3,2	2,6	7,1	1,4	1,8
ago. <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,3	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,2	3,3	13,0	1,2	2,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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



## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
<b>Consistenze</b>										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.325,4	4.360,1	987,3	820,2	2.517,9	5.600,0	5.866,6	654,4	4.217,0	728,6
2018	4.408,9	4.494,4	995,4	844,6	2.568,9	5.741,4	6.023,3	683,6	4.353,9	703,9
2018 3° trim.	4.396,2	4.459,8	999,7	836,2	2.560,4	5.702,0	5.979,1	678,6	4.311,8	711,5
4° trim.	4.408,9	4.494,4	995,4	844,6	2.568,9	5.741,4	6.023,3	683,6	4.353,9	703,9
2019 1° trim.	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
2° trim.	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.826,1	6.112,5	707,9	4.421,3	696,9
2019 mar.	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
apr.	4.443,8	4.528,0	984,9	858,9	2.600,0	5.800,5	6.083,2	695,7	4.405,3	699,5
mag.	4.463,9	4.546,6	982,4	865,7	2.615,9	5.807,5	6.098,7	701,0	4.409,5	697,0
giu.	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.826,1	6.112,5	707,9	4.421,3	696,9
lug.	4.486,1	4.576,1	985,5	874,8	2.625,8	5.843,0	6.133,1	711,1	4.437,0	694,9
ago. <sup>(p)</sup>	4.509,9	4.597,1	999,9	878,9	2.631,2	5.865,3	6.150,8	714,3	4.456,0	694,9
<b>Transazioni</b>										
2016	82,6	100,1	-14,6	43,3	53,9	121,0	113,7	24,1	105,4	-8,5
2017	85,5	135,5	0,6	38,9	46,0	173,4	165,1	45,2	134,2	-6,0
2018	124,2	178,7	19,2	33,8	71,3	165,9	188,0	39,7	136,3	-10,1
2018 3° trim.	48,7	49,0	16,4	9,7	22,6	49,8	48,5	10,3	40,6	-1,1
4° trim.	16,5	41,6	-2,6	7,7	11,5	42,0	50,6	7,8	39,1	-5,0
2019 1° trim.	25,1	24,4	-14,0	10,1	29,0	50,2	49,0	11,6	38,8	-0,2
2° trim.	53,8	59,8	2,6	18,6	32,7	38,6	48,5	13,2	27,4	-1,9
2019 mar.	3,2	8,5	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
apr.	26,1	24,2	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
mag.	21,9	19,3	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,8	5,6	4,2	-2,2
giu.	5,8	16,3	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,9	12,9	0,6
lug.	25,7	22,5	6,5	7,4	11,8	17,1	21,0	3,3	15,5	-1,7
ago. <sup>(p)</sup>	23,5	24,0	13,8	4,1	5,7	21,9	17,8	3,4	18,2	0,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 3° trim.	3,3	4,4	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
4° trim.	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 1° trim.	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
2° trim.	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 mar.	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
apr.	2,8	4,0	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,4
mag.	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
giu.	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
lug.	3,3	4,0	-0,4	5,8	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,3
ago. <sup>(p)</sup>	3,5	4,3	0,6	6,0	3,8	3,2	3,4	6,1	3,5	-1,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2016	307,7	6.955,5	2.089,5	70,9	2.145,5	2.649,6	1.125,9	256,6	205,9	121,6
2017	343,9	6.768,5	1.968,3	59,7	2.014,2	2.726,2	936,5	299,8	143,5	92,5
2018	379,0	6.815,8	1.941,5	56,0	2.095,3	2.723,1	1.027,6	437,8	187,0	194,9
2018 3° trim.	403,7	6.696,4	1.934,8	56,9	2.048,6	2.656,2	881,8	427,1	177,3	183,0
4° trim.	379,0	6.815,8	1.941,5	56,0	2.095,3	2.723,1	1.027,6	437,8	187,0	194,9
2019 1° trim.	367,4	6.909,3	1.937,7	55,6	2.151,1	2.764,9	1.181,5	419,7	199,0	212,3
2° trim.	366,6	6.987,8	1.955,8	57,6	2.139,6	2.834,8	1.322,3	436,3	191,5	207,8
2019 mar.	367,4	6.909,3	1.937,7	55,6	2.151,1	2.764,9	1.181,5	419,7	199,0	212,3
apr.	362,2	6.898,8	1.934,7	56,0	2.136,6	2.771,5	1.203,7	419,6	216,8	232,2
mag.	361,8	6.913,1	1.932,2	56,5	2.137,5	2.786,8	1.278,1	412,8	212,8	229,2
giu.	366,6	6.987,8	1.955,8	57,6	2.139,6	2.834,8	1.322,3	436,3	191,5	207,8
lug.	370,5	7.025,0	1.929,5	58,1	2.156,3	2.881,1	1.402,2	405,0	206,5	224,1
ago. <sup>(p)</sup>	410,4	7.058,0	1.915,5	57,6	2.145,5	2.939,3	1.453,0	436,9	212,6	231,5
<b>Transazioni</b>										
2016	22,0	-123,4	-71,3	-8,6	-119,2	75,7	-277,2	-90,6	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,9	-83,5	-6,6	-71,4	87,5	-92,8	-66,0	-61,2	-28,5
2018	39,0	50,3	-37,6	-4,9	21,7	71,1	62,8	51,6	16,2	23,6
2018 3° trim.	76,4	30,4	-16,2	-1,5	19,2	28,9	39,0	-10,8	3,2	-0,8
4° trim.	-24,1	20,8	-0,4	-0,9	8,1	14,0	33,1	28,4	9,7	11,9
2019 1° trim.	-11,5	50,0	-10,8	-0,3	46,2	14,8	118,0	-15,3	2,7	5,5
2° trim.	-0,7	47,8	20,4	2,0	-0,7	26,1	108,9	39,3	-7,1	-4,5
2019 mar.	-41,4	9,6	-1,5	0,0	-0,3	11,3	55,4	1,2	-8,4	-10,2
apr.	-5,2	-4,8	-2,6	0,3	-13,4	10,9	26,5	3,2	17,8	19,8
mag.	-0,4	5,6	-1,8	0,6	-0,4	7,2	58,8	-12,9	-4,1	-2,9
giu.	4,8	47,0	24,8	1,1	13,1	8,0	23,7	49,1	-20,8	-21,4
lug.	3,9	-1,8	-27,6	0,4	10,3	15,1	54,4	-22,8	14,9	16,3
ago. <sup>(p)</sup>	40,0	-29,4	-16,5	-0,4	-16,5	4,1	2,0	47,0	6,1	7,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2016	7,8	-1,8	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,5	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 3° trim.	14,3	0,1	-2,7	-9,3	0,1	2,4	-	-	4,6	9,5
4° trim.	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 1° trim.	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
2° trim.	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
2019 mar.	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
apr.	4,6	1,2	-1,9	-5,4	2,5	2,6	-	-	40,6	44,3
mag.	8,7	1,4	-1,6	-3,8	2,7	2,7	-	-	14,4	15,9
giu.	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
lug.	5,5	2,0	-1,8	0,5	4,2	3,3	-	-	7,1	9,9
ago. <sup>(p)</sup>	5,9	1,7	-2,2	0,5	3,7	3,1	-	-	11,9	15,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 3° trim.	-0,4	.	.	.	.	1,5
4° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 1° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,0

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	
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 3° trim.	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7
4° trim.	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 1° trim.	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
2° trim.	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	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	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 3° trim.	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 1° trim.	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,4	3,1	13,5	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 <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 3° trim.	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9
4° trim.	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 1° trim.	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
2° trim.	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2018	12,6	11,1	3,8	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 2° trim.	12,5	10,9	3,5	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
3° trim.	12,7	11,2	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
4° trim.	12,6	11,1	3,8	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 1° trim.	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2019 apr.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
mag.	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
giu.	12,9	11,4	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
lug.	13,0	11,6	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0
ago.	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1
set.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0

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										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 3° trim.	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
4° trim.	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 1° trim.	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
2° trim.	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Debito pubblico										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 3° trim.	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
4° trim.	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 1° trim.	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
2° trim.	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 3° trim.	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
4° trim.	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 1° trim.	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
2° trim.	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Debito pubblico										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 3° trim.	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
4° trim.	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 1° trim.	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
2° trim.	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2019**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 23 ottobre 2019.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-19-007-IT-N (online)