

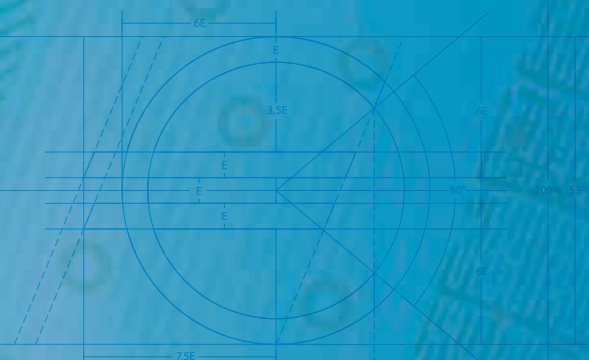


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2016





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 8 / 2016

Indice

Andamenti economici e monetari	4
Quadro generale	4
1 Contesto esterno	8
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	23
5 Moneta e credito	28
6 Andamento della finanza pubblica	34
Riquadri	37
1 Impatto dell'accordo dell'OPEC di novembre 2016 sul mercato del petrolio	37
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 luglio al 25 ottobre 2016	40
3 Indicatori strutturali del contesto operativo dell'area dell'euro	44
4 Valutazione dell'impatto dei costi delle abitazioni sull'inflazione misurata sullo IAPC	49
5 Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2017 e situazione di finanza pubblica nell'insieme dell'area dell'euro	54
Articoli	58
1 L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro	58
2 Una retrospettiva delle riforme dei derivati OTC: obiettivi, progressi e lacune	79
Statistiche	S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria dell'8 dicembre 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto un esame esaustivo delle prospettive economiche e di inflazione e dell'orientamento di politica monetaria. Tale valutazione ha confermato la necessità di estendere il programma di acquisto di attività oltre l'orizzonte di marzo 2017 al fine di mantenere il sostegno monetario molto elevato che occorre per assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo dell'8 dicembre 2016

L'attività economica mondiale ha mostrato un miglioramento nella seconda metà dell'anno e dovrebbe continuare a rafforzarsi, pur mantenendo un ritmo inferiore a quello antecedente la crisi. Negli Stati Uniti il persistere di politiche accomodanti e il miglioramento nei mercati del lavoro hanno fornito sostegno all'attività economica, ma le incertezze riguardo alle prospettive per il paese e per l'economia mondiale si sono acuite dopo le elezioni presidenziali. In Giappone è atteso un ritmo di espansione ancora moderato, mentre nel Regno Unito le prospettive di crescita di medio termine saranno verosimilmente frenate dalle maggiori incertezze sulle future relazioni del paese con l'UE. Inoltre, se da un lato è probabile che il proseguire della graduale decelerazione della crescita cinese si ripercuota sulle altre economie di mercato emergenti, dall'altro l'espansione mondiale è sempre più sostenuta dal graduale allentamento delle profonde recessioni occorse in alcuni dei maggiori paesi esportatori di materie prime. I prezzi del petrolio sono aumentati in seguito all'accordo dell'OPEC del 30 novembre e gli effetti sull'inflazione complessiva a livello mondiale dei loro precedenti cali vengono lentamente meno. Ciononostante, l'inflazione di fondo è frenata dal margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata presente nell'economia mondiale.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli sovrani hanno di recente mostrato un incremento e l'inclinazione della curva a termine dell'EONIA si è accentuata.

L'aumento dei rendimenti nominali registrato dagli inizi di ottobre riflette in parte la tendenza al rialzo dei tassi di interesse a più lungo termine su scala mondiale, particolarmente pronunciata negli Stati Uniti. Tale aumento ha indotto sia un innalzamento della curva a termine dell'EONIA sia un'accentuazione della sua inclinazione. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono saliti leggermente, mantenendosi tuttavia su livelli inferiori a quelli di inizio marzo, quando ha preso il via il programma di acquisto per il settore societario dell'Eurosistema. Mentre i prezzi delle azioni nell'area dell'euro in generale sono cresciuti marginalmente, i titoli bancari hanno evidenziato risultati migliori rispetto all'indice ampio.

Prosegue la ripresa economica nell'area dell'euro. Nel terzo trimestre del 2016 il PIL in termini reali dell'area è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, mostrando un'evoluzione analoga a quella del secondo trimestre. I dati più recenti, soprattutto i risultati delle indagini congiunturali, segnalano il perdurare della tendenza di crescita nel quarto trimestre del 2016.

In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende che l'espansione economica proceda a un ritmo moderato ma in via di consolidamento. La trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE all'economia reale sostiene la domanda interna e ha agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria. Il miglioramento della redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli continuano a promuovere la ripresa degli investimenti. In aggiunta, i durevoli incrementi dell'occupazione, che beneficiano anche delle passate riforme strutturali, forniscono sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. Al tempo stesso, vi sono indicazioni di un certo rafforzamento della ripresa mondiale. Tuttavia, la crescita economica dell'area dell'euro sarebbe frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dagli ulteriori aggiustamenti dei bilanci in diversi settori.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema indicano un incremento annuo del PIL in termini reali dell'1,7 per cento nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6 per cento nel 2018 e nel 2019.

Rispetto all'esercizio condotto a settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del prodotto sono sostanzialmente invariate. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata ulteriormente allo 0,6 per cento a novembre, rispetto allo 0,5 per cento di ottobre e allo 0,4 per cento di settembre. Questa evoluzione riflette in gran parte l'incremento sui dodici mesi della componente relativa all'energia, mentre non vi sono ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo.

In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione aumenti ancora significativamente al volgere dell'anno portandosi oltre l'1 per cento, soprattutto a seguito degli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE, dalla prevista ripresa dell'economia e dalla corrispondente riduzione graduale della capacità produttiva inutilizzata, i tassi di inflazione dovrebbero salire ulteriormente nel 2018 e nel 2019.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,3 per cento nel 2017, dell'1,5 per cento nel 2018 e dell'1,7 per cento nel 2019. Rispetto all'esercizio condotto a settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono pressoché invariate.

I bassi tassi di interesse e gli effetti delle misure di politica monetaria non convenzionali della BCE continuano a sorreggere la dinamica della moneta

e del credito. La crescita dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta stabile nel terzo trimestre del 2016, nonostante il lieve calo registrato a ottobre. Al tempo stesso l'espansione dei prestiti al settore privato è aumentata a ottobre. Le fonti interne di creazione di moneta sono rimaste la principale determinante della crescita dell'aggregato ampio. Gli effetti delle misure di politica monetaria della BCE seguitano a sostenere l'espansione della moneta e del credito. Le banche hanno trasmesso le favorevoli condizioni di provvista attraverso una riduzione dei tassi attivi e un miglioramento dell'offerta di credito, contribuendo così alla graduale ripresa della dinamica dei prestiti. Si stima che il flusso complessivo sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie abbia continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre del 2016.

Decisioni di politica monetaria

Nel perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni.

- Per quanto concerne le misure non convenzionali di politica monetaria, l'Eurosistema continuerà a condurre acquisti nell'ambito del programma di acquisti di attività (PAA) all'attuale ritmo mensile di 80 miliardi di euro sino alla fine di marzo 2017. Da aprile 2017 il Consiglio direttivo intende proseguire gli acquisti netti di attività a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2017 o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Se, nel frattempo, le prospettive diverranno meno favorevoli o se le condizioni finanziarie risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, il Consiglio direttivo intende incrementare il programma in termini di entità e/o durata. Contestualmente agli acquisti netti sarà reinvestito il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro del PAA.
- Per assicurare che prosegua l'ordinata conduzione degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso di apportare le seguenti modifiche ai parametri del PAA con effetto da gennaio 2017. In primo luogo, la gamma delle scadenze del programma di acquisto per il settore pubblico sarà ampliata mediante la riduzione da due anni a un anno della durata residua minima dei titoli idonei. In secondo luogo, saranno ammessi nella misura necessaria acquisti di titoli nell'ambito del PAA con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.
- I tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati e il Consiglio direttivo continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.

L'estensione del PAA è stata calibrata per preservare il grado molto elevato di accomodamento monetario che è necessario per assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento

nel medio termine. Unitamente al volume considerevole dei passati acquisti e dei prossimi reinvestimenti, ciò assicura il perdurare di condizioni finanziarie molto favorevoli nell'area dell'euro, che continua a essere indispensabile per il conseguimento dell'obiettivo della BCE. In particolare, l'estensione dell'orizzonte temporale degli acquisti dell'Eurosistema consente una presenza più sostenuta sul mercato e quindi una trasmissione più duratura delle misure di stimolo della BCE. Questa calibrazione tiene conto della ripresa economica moderata ma in fase di consolidamento nell'area dell'euro e delle pressioni inflazionistiche di fondo ancora modeste. Il Consiglio direttivo seguirà con attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi e, se necessario per il conseguimento del suo obiettivo, agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del suo mandato.

L'attività mondiale è migliorata nella seconda metà di quest'anno e dovrebbe continuare a rafforzarsi, seppure a un ritmo che permane più lento rispetto al periodo pre-crisi. L'inflazione globale è ancora frenata dagli effetti dei passati ribassi del petrolio e l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata su scala internazionale dovrebbe pesare sull'inflazione di fondo in un orizzonte di medio termine.

Attività economica e commercio mondiale

L'attività globale è migliorata nella seconda metà di quest'anno. I dati resi disponibili negli ultimi mesi suggeriscono un'espansione relativamente stabile nelle economie avanzate e un lieve miglioramento in quelle emergenti (EME). Le prospettive di medio termine dell'attività mondiale seguitano a segnalare una crescita in via di rafforzamento, sebbene a un ritmo più lento rispetto al periodo pre-crisi. Le prospettive su scala internazionale sono tuttora offuscate da vari fattori, tra cui l'effetto avverso dei bassi prezzi delle materie prime sui paesi esportatori di materie prime, il graduale riequilibrio dell'economia cinese e la crescente incertezza circa le politiche degli Stati Uniti.

I mercati finanziari hanno mostrato una buona tenuta nelle economie avanzate, mentre sembrano delinarsi segni di pressione in alcune economie emergenti.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti sono aumentati in modo marcato in parte per via delle aspettative del mercato circa una maggiore inflazione associata a potenziali misure di stimolo fiscale. La volatilità nei mercati azionari è diminuita nelle ultime settimane e i mercati azionari delle economie avanzate hanno acquisito un certo slancio. Le economie emergenti hanno beneficiato di un miglioramento delle condizioni di finanziamento nei recenti trimestri; tuttavia, dopo le elezioni di novembre negli Stati Uniti, il ritorno dei flussi di capitale verso le economie emergenti ha iniziato ad attenuarsi, i differenziali dei titoli di Stato di queste economie sono aumentati e le pressioni sulle loro valute si sono intensificate.

Le politiche monetarie si mantengono accomodanti. La curva dei contratti future sui Federal Fund si è spostata verso l'alto negli ultimi mesi, in parte in previsione di politiche di bilancio più espansive negli Stati Uniti (cfr. grafico 1). Di contro, la Bank of England ha ridotto i tassi di interesse e ha annunciato nuove misure di allentamento quantitativo in occasione della sua riunione di agosto, mentre la Banca del Giappone ha introdotto alcune modifiche al suo quadro di politica monetaria in settembre, tra cui il controllo della curva dei rendimenti e l'impegno a superare il proprio obiettivo di inflazione.

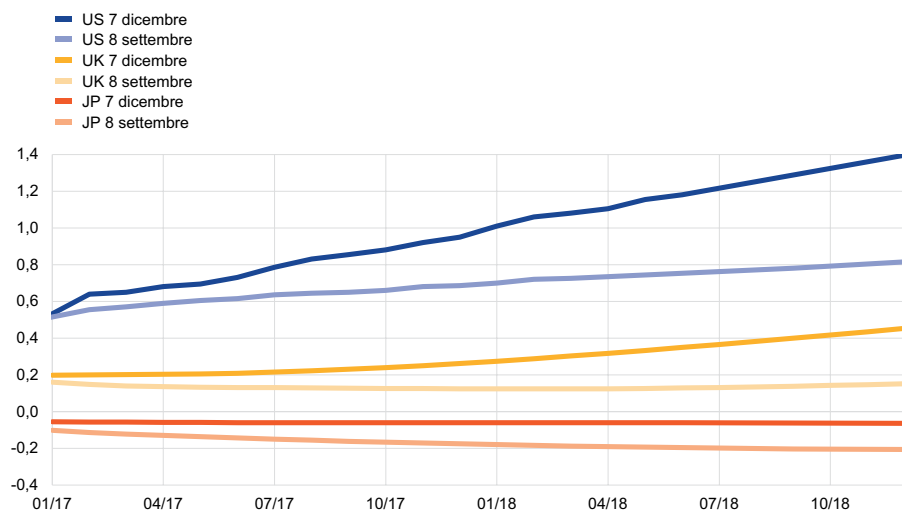
I dati di recente pubblicazione segnalano un rafforzamento dell'attività economica globale nella seconda metà dell'anno.

Escludendo l'area dell'euro, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è rimasto invariato in novembre, a 53,3, indicando una solida crescita mondiale nell'ultimo trimestre dell'anno (cfr. grafico 2). L'andamento in novembre è risultato positivo in gran parte delle economie avanzate ed emergenti. In linea con questo riscontro, gli indicatori anticipatori e coincidenti

Grafico 1

Aspettative sui tassi di riferimento

(valori percentuali)



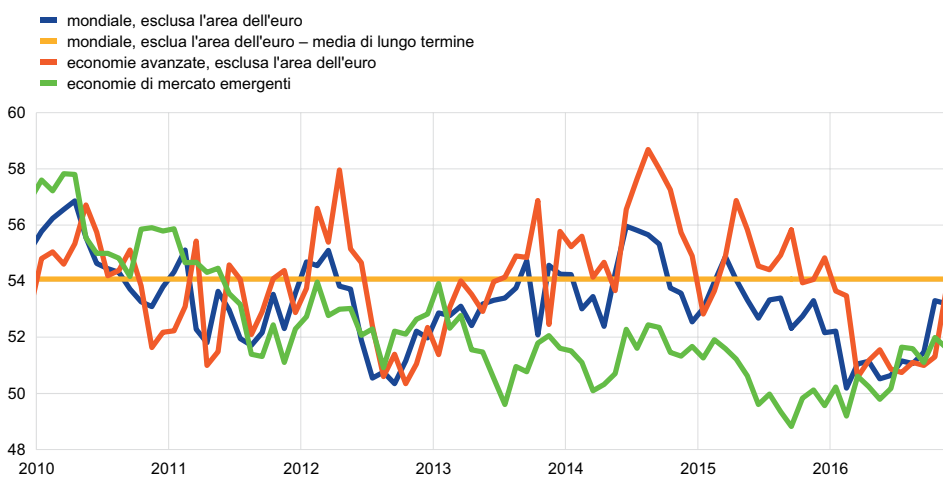
Fonti: Bloomberg e Bank of England.

dell'OCSE mostrano uno slancio espansivo stabile nelle economie avanzate e una dinamica in miglioramento nelle maggiori economie emergenti. Nel complesso, la crescita evidenzia una certa tenuta nelle economie avanzate e sembra aver raggiunto il punto di svolta in quelle emergenti.

Grafico 2

Indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni BCE.

Note: le ultime osservazioni sono di novembre 2016. Il gruppo delle economie di mercato emergenti comprende Cina, Russia, Brasile, India e Turchia; il gruppo delle economie avanzate comprende Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. La media di lungo termine si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e novembre 2016.

L'attività economica negli Stati Uniti è nettamente migliorata nel terzo trimestre del 2016, dopo un andamento modesto nella prima metà dell'anno.
Le esportazioni nette e gli investimenti in scorte hanno registrato un vigoroso

incremento contribuendo in maniera rilevante alla crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre, mentre gli investimenti fissi del settore privato sono rimasti deboli e la spesa per consumi si è attenuata. In prospettiva, ci si attende che la crescita proceda a un ritmo moderato, sostenuta da migliori fondamentali economici. L'incertezza a livello delle politiche risultante dall'elezione presidenziale statunitense si è intensificata. Le maggiori aspettative di stimolo fiscale hanno portato a un certo inasprimento delle condizioni finanziarie, specie per quanto riguarda i tassi a lungo termine.

Nel Regno Unito, malgrado l'acuirsi dell'incertezza subito dopo il referendum sull'appartenenza all'UE, l'attività economica ha dato prova di resilienza nel terzo trimestre. La crescita del PIL nel terzo trimestre è stata sostenuta dai consumi robusti ed all'ampio contributo delle esportazioni nette, con gli investimenti che hanno mostrato una buona tenuta. Tuttavia, l'incertezza circa il futuro delle relazioni commerciali tra UE e Regno Unito agirebbe da freno sugli investimenti e il recente deprezzamento della sterlina britannica graverà sui consumi.

In Giappone, sebbene il PIL in termini reali sia cresciuto a un ritmo sostenuto nel terzo trimestre, l'attività economica sottostante mantiene una dinamica modesta. Sono in atto effetti sfavorevoli dovuti alla debolezza di domanda estera e consumi privati. In prospettiva, le condizioni finanziarie accomodanti e i profitti societari positivi dovrebbero incoraggiare gli investimenti. Ci si attende che le esportazioni aumentino progressivamente con l'aumentare della domanda estera nonostante il passato apprezzamento dello yen. Di contro, proseguirebbe la crescita modesta dei consumi privati. In base alle aspettative, le misure di stimolo fiscale dovrebbero sostenere la domanda interna nell'arco dei prossimi anni.

La crescita cinese si è stabilizzata nel terzo trimestre dell'anno, sorretta da un'ingente spesa per consumi e infrastrutture. Benché le prospettive a breve termine dipendano in prevalenza dall'entità delle politiche di stimolo, l'espansione economica dovrebbe mantenere una graduale tendenza al ribasso nel medio periodo. La crescita degli investimenti continuerà a rallentare con il progressivo ridursi della capacità produttiva in eccesso. Secondo le previsioni, i consumi saranno il principale fattore trainante della crescita.

L'attività economica reale nei paesi dell'Europa centrale e orientale mostrerebbe una certa tenuta in gran parte della regione. Ci si aspetta che l'attività tragga beneficio dai robusti investimenti, favoriti dai fondi strutturali dell'UE, e dai vivaci consumi privati, sospinti da un maggiore reddito disponibile reale e dal miglioramento dei mercati del lavoro in un contesto di bassa inflazione.

Nei principali paesi esportatori di materie prime, il prodotto sta dando segnali di ripresa dopo le profonde recessioni. I dati disponibili delineano qualche miglioramento sul piano dell'attività economica in Russia. Le condizioni finanziarie si sono allentate, dato che la banca centrale ha ridotto i tassi di riferimento per via del processo di disinflazione in atto; tuttavia, l'incertezza permane elevata e la fiducia dei consumatori risulta debole. Nonostante il sollievo fornito dal rialzo dei corsi petroliferi, il necessario risanamento dei conti pubblici peserà sulla congiuntura. In Brasile la forte e protratta recessione dovrebbe lentamente giungere a una svolta

nella seconda metà dell'anno, in presenza di una minore incertezza politica e di un allentamento delle condizioni finanziarie. D'altra parte, ci si attende che l'esigenza di un'importante consolidamento fiscale pesi sulle prospettive a medio termine.

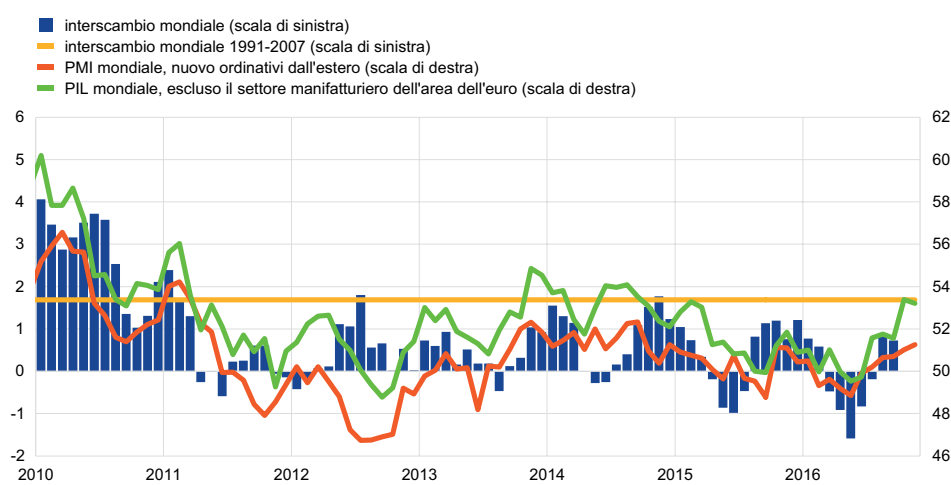
L'interscambio mondiale ha acquisito slancio nella seconda metà di quest'anno.

Escludendo l'area dell'euro, le importazioni globali sono state riviste in lieve rialzo nella prima metà del 2016 e gli indicatori disponibili forniscono segnali positivi in merito alle prospettive a breve termine. Sulla base dei dati del Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), dopo due trimestri di crescita negativa, il volume delle importazioni mondiali di beni ha registrato un incremento dello 0,7 per cento nel terzo trimestre (cfr. grafico 3). Il PMI globale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è aumentato ulteriormente in novembre, rivelando un rafforzamento del commercio internazionale nell'ultimo trimestre dell'anno. Su un orizzonte temporale più lungo, l'interscambio mondiale dovrebbe espandersi in linea con la ripresa dell'attività globale; il rallentamento del commercio osservato negli ultimi anni, perlopiù di natura strutturale, è probabile che persista¹. Si presume, dunque, che l'elasticità a medio termine delle importazioni mondiali rispetto alla crescita del PIL si mantenga significativamente inferiore ai livelli pre-crisi.

Grafico 3

Commercio internazionale di beni

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



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono di novembre 2016 (PMI) e di settembre 2016 (commercio).

Nel complesso, le proiezioni indicano una crescita mondiale in progressivo aumento nel periodo 2016-19.

Stando alle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del PIL mondiale in termini reali esclusa l'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi con gradualità dal 3,0 per cento nel 2016 fino al 3,5 per cento nel 2017, al 3,7 nel 2018 e al 3,8 nel 2019. Ci si attende che la crescita della domanda esterna all'area dell'euro aumenti dall'1,5 per cento nel 2016 fino al 2,4 per cento nel 2017, al 3,4 nel 2018 e al 3,6 nel 2019. In

¹ Per maggiori informazioni, cfr. "Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

confronto all'esercizio di settembre 2016, la dinamica espansiva a livello globale permane sostanzialmente invariata, mentre la crescita della domanda esterna all'area è stata rivista di poco al ribasso, per via soprattutto del rallentamento delle importazioni in alcune economie avanzate.

Di recente è aumentata l'incertezza che caratterizza lo scenario di base delle proiezioni per l'attività globale, ma i rischi restano orientati verso il basso, specie per le economie emergenti. Per quanto riguarda i rischi orientati verso l'alto, la possibile assunzione di un orientamento di politica di bilancio più espansivo negli Stati Uniti potrebbe fornire sostegno all'economia statunitense e a quelle mondiali. I rischi al ribasso comprendono invece il potenziale acuirsi del protezionismo commerciale e un inasprimento delle condizioni finanziarie internazionali, che potrebbero esporre i paesi con squilibri interni o esterni a maggiori pressioni nei mercati finanziari. La riduzione dell'eccessiva leva finanziaria nelle economie emergenti, in particolare in Cina, potrebbe poi frenare la dinamica della domanda interna, destare timori sulla stabilità finanziaria e dare origine a deflussi di capitale. Perdurano, infine, rischi di natura geopolitica.

Andamenti dei prezzi a livello internazionale

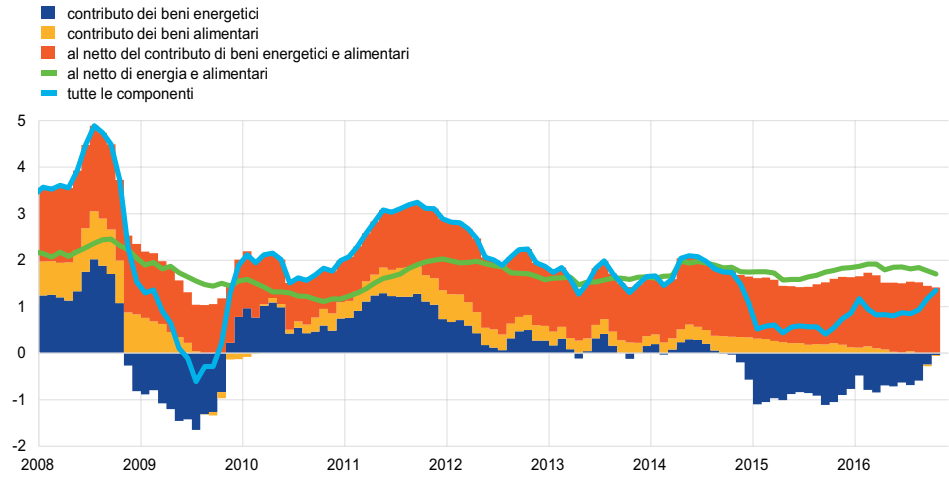
Gli effetti dei passati ribassi del petrolio continuano a pesare sull'inflazione complessiva su scala mondiale, sebbene l'impatto si stia lentamente affievolendo. Nei paesi dell'OCSE, l'indice dei prezzi al consumo (IPC) sui dodici mesi è salito all'1,4 per cento in ottobre, dall'1,2 del mese precedente, sulla scia di una minore crescita negativa dei prezzi di energia e alimentari. Benché il dato permanga su livelli bassi, si tratta di un incremento significativo rispetto alla prima metà dell'anno, quando l'inflazione misurata sull'IPC si collocava, in media, allo 0,9 per cento. Escludendo beni alimentari ed energetici, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è scesa di poco in ottobre, portandosi all'1,7 per cento (cfr. grafico 4). Tra le economie avanzate, l'inflazione complessiva è aumentata negli Stati Uniti, in Giappone e in Canada, mentre è diminuita in misura modesta nel Regno Unito. Nelle principali economie non appartenenti all'OCSE, l'inflazione è calata in India, Brasile e Russia, rafforzandosi invece in Cina.

Le quotazioni del greggio sono aumentate in maniera marcata dopo la riunione dell'OPEC del 30 novembre. In precedenza, l'annuncio dell'OPEC sull'intenzione di reintrodurre una quota di produzione ha alimentato l'incertezza nel mercato. In seguito alla decisione coordinata assunta dai paesi dell'OPEC e da alcuni paesi produttori non appartenenti all'OPEC di ridurre la produzione nella prima metà del 2017, rispettivamente di 1,2 e 0,6 milioni di barili al giorno, il prezzo del petrolio di qualità Brent è salito di oltre il 10 per cento raggiungendo 52 dollari al barile il 7 dicembre (dai 46 dollari del 29 novembre). In prospettiva, le scorte ai massimi storici continuano a fungere da protezione contro forti incrementi di prezzo, ad ogni modo la restrizione combinata dell'offerta favorirà il decumulo ordinato delle scorte. Il riquadro 1 prende in esame la nuova strategia di offerta dell'OPEC e analizza le prospettive per le quotazioni del greggio nel breve e nel medio periodo in presenza di profili di offerta alternativi. I prezzi delle materie prime non petrolifere, in termini aggregati, sono cresciuti con vigore sospinti dalla reazione dei prezzi dei metalli alla

Grafico 4

Inflazione al consumo

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



Fonte: OCSE.

Nota: l'ultima osservazione è di ottobre 2016.

notizia che la domanda cinese permane robusta e, più recentemente, all'annuncio di nuovi investimenti infrastrutturali negli Stati Uniti.

In prospettiva, ci si attende che l'inflazione globale cresca lentamente. Gli effetti dei passati ribassi del petrolio e di altre materie prime dovrebbero seguire ad attenuarsi, riducendo l'azione di freno sull'inflazione complessiva. In un orizzonte di più lungo termine, l'inclinazione ascendente della curva dei contratti future sul greggio prospetta un aumento delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte di proiezione. D'altra parte, il persistere dell'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata a livello globale dovrebbe pesare sull'inflazione di fondo ancora per qualche tempo.

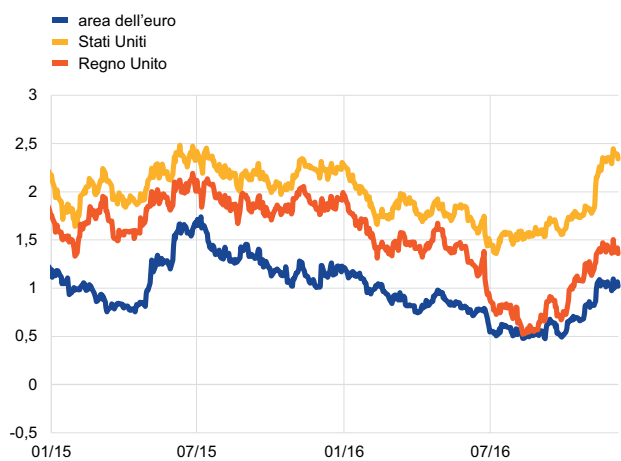
2 Andamenti finanziari

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre, i rendimenti sovrani dell'area dell'euro sono saliti e l'inclinazione della curva a termine dell'Eonia è aumentata. L'incremento dei rendimenti nominali è principalmente ascrivibile alla revisione al rialzo delle aspettative di inflazione. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie sono lievemente aumentati, ma sono rimasti più bassi che agli inizi di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Le quotazioni azionarie sono salite in misura marginale nell'area dell'euro, mentre i corsi delle azioni bancarie hanno registrato un andamento migliore rispetto all'indice generale.

Grafico 5

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

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: per l'area dell'euro è indicata la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di stato decennali.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati dagli inizi di settembre.

Nel periodo in esame (dall'8 settembre al 7 dicembre 2016), il tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni dell'area dell'euro è salito di circa 50 punti base, allo 0,35 per cento. Nello stesso periodo anche il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di stato decennali nell'area dell'euro è aumentato di 50 punti base, portandosi ad un livello di poco superiore all'1% (cfr. grafico 5). L'aumento dei tassi di interesse è cominciato agli inizi di ottobre e ha rappresentato un recupero di circa la metà della notevole flessione dei rendimenti degli OIS dell'area verificatasi dall'inizio dell'anno. Ciò ha riportato il tasso decennale degli OIS al livello osservato a metà febbraio. I rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali sono saliti in tutti i paesi dell'area, con incrementi compresi tra 40 e 90 punti base, mentre i differenziali di rendimento rispetto al Bund tedesco decennale hanno registrato

un ampliamento compreso tra 5 e 50 punti base, ad eccezione della Grecia, dove sono scesi di oltre 200 punti base. L'incremento maggiore dei differenziali sul debito sovrano si è registrato in Italia ed è principalmente riconducibile all'incertezza politica derivante dal referendum costituzionale tenutosi il 4 dicembre.

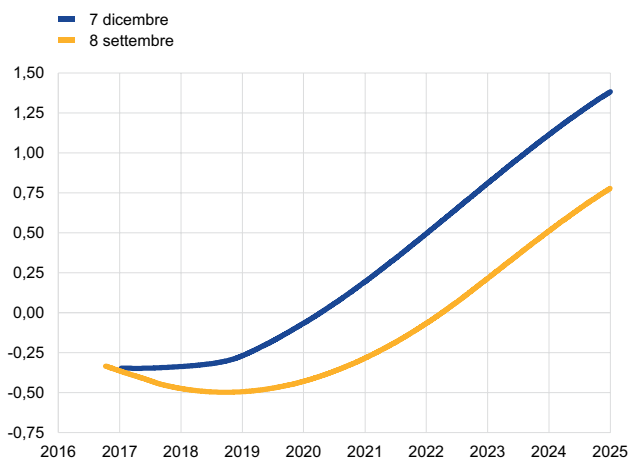
Gli aumenti degli OIS e dei rendimenti sovrani dell'area dell'euro dagli inizi di ottobre hanno rispecchiato in parte la tendenza al rialzo a livello mondiale dei tassi di interesse a più lungo termine.

Tale tendenza è stata particolarmente pronunciata negli Stati Uniti, dove i rendimenti sono saliti principalmente sulla scorta delle crescenti aspettative del mercato di un aumento dell'inflazione legato a possibili misure di stimolo fiscale e di protezionismo commerciale, con probabili conseguenze per l'orientamento della politica monetaria. Nell'area dell'euro, il rialzo dei rendimenti ha dapprima rispecchiato principalmente un incremento dei tassi di interesse reali. In seguito alle elezioni presidenziali statunitensi, tuttavia le aspettative di inflazione hanno contribuito in misura significativa all'aumento dei rendimenti nominali.

Grafico 6

Tassi a termine sull'Eonia

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Il rialzo dei rendimenti nominali si è tradotto in un incremento significativo del livello e dell'inclinazione della curva a termine dell'Eonia.

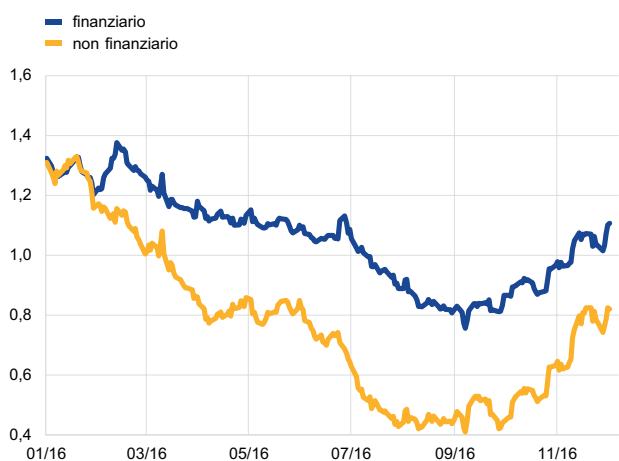
Si è verificato un cambiamento significativo nella forma e nella posizione della curva a termine dell'Eonia dagli inizi di ottobre, rappresentato da un aumento dell'inclinazione della curva di circa 60 punti base nel periodo in rassegna (cfr. grafico 6). I cambiamenti della forma della curva indicano che l'aumento dei rendimenti nominali è attribuibile anche alle minori aspettative di un allentamento della politica monetaria della BCE. Ciò trova riscontro nella scomparsa dell'inclinazione negativa nel segmento a più breve termine della curva, che si è appiattito, a indicazione del fatto che gli operatori non si aspettano ulteriori riduzioni del tasso sui depositi. L'Eonia si è mantenuto stabile nel periodo in rassegna a circa -35 punti base. Verso la fine del terzo trimestre 2016, in linea con l'andamento abituale, l'Eonia è salito temporaneamente a -32 punti base. Nel

periodo in esame la liquidità in eccesso nel settore bancario¹ è aumentata di circa 147 miliardi di euro, attestandosi a circa 1185 miliardi, principalmente per effetto degli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie. Per maggiori informazioni sull'evoluzione delle condizioni di liquidità dell'area dell'euro e sulle operazioni di politica monetaria si rimanda al riquadro 2.

Grafico 7

Rendimenti delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: rendimento medio delle classi di rating tra AAA e BBB.

Si è arrestata la tendenza al ribasso dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie osservata da quando il Consiglio direttivo ha annunciato il CSPP a marzo.

Dopo un periodo di rendimenti in calo cominciato intorno a metà febbraio, comprendente una breve inversione di tendenza a giugno attribuibile alle tensioni provocate dal referendum britannico, i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono saliti per tutte le categorie di rating dagli inizi di settembre (cfr. grafico 7). Questi incrementi sono stati, però, generalmente modesti (pari a circa 35 punti base in media nelle diverse classi di rating) e i differenziali rispetto ai tassi privi di rischio sono aumentati solo lievemente. Pertanto, l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni societarie non indica attualmente un netto incremento nella percezione del mercato dei rischi connessi al debito privato. I differenziali di

¹ La liquidità in eccesso è definita come i depositi presso la banca centrale al netto del ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale, più le disponibilità detenute sui conti correnti in eccesso rispetto agli obblighi di riserva.

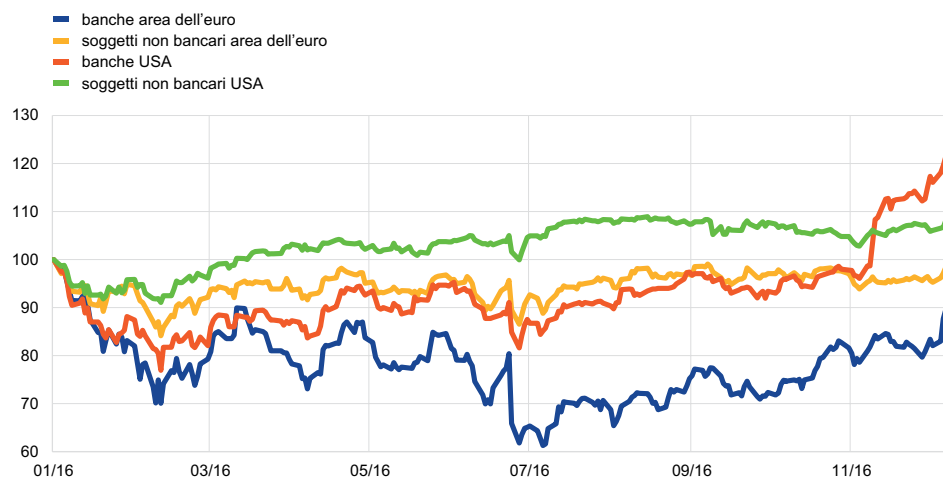
rendimento delle obbligazioni societarie rispetto alla corrispondente curva dei titoli con rating AAA dell'area dell'euro si sono ampliati di circa 10-20 punti base a seconda dei rating delle obbligazioni delle SNF. Nonostante i recenti rialzi, il 7 dicembre i differenziali sulle obbligazioni delle SNF con rating AA, A e BBB erano ancora inferiori di 15-35 punti base rispetto agli inizi di marzo 2016, quando il Consiglio direttivo ha annunciato il lancio del CSPP. Anche nel settore finanziario, i differenziali sulle obbligazioni sono saliti lievemente per tutte le categorie di rating nel periodo in rassegna, per valori compresi tra i 2 ed i 20 punti base.

Le quotazioni degli indici azionari nell'area dell'euro sono salite in misura marginale dagli inizi di settembre, mentre le valutazioni sono aumentate sensibilmente nel settore bancario. L'indice generale Euro Stoxx ha segnato un rialzo dell'1,3 per cento nel periodo in rassegna, mentre le azioni bancarie dell'area dell'euro sono salite di circa il 16 per cento (cfr. grafico 8). Dopo aver registrato un andamento altalenante a settembre, le quotazioni delle azioni bancarie hanno riportato un marcato aumento. Tale andamento è principalmente ascrivibile a due fattori: indicazioni di una percezione tra gli operatori di un perfezionamento meno stringente dello schema di regolamentazione di Basilea 3, che potrebbe essersi intensificata dopo l'esito delle elezioni statunitensi, e l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, che riflette miglioramenti delle prospettive di inflazione e di crescita mondiale, a sostegno degli utili attesi delle banche. In un orizzonte di più lungo periodo, e rispetto ai minimi registrati all'indomani dell'esito del referendum britannico sulla permanenza nell'UE di fine giugno, le quotazioni delle azioni bancarie sono salite di circa il 35 per cento. Al contempo, l'incertezza sui mercati, misurata dalle aspettative di volatilità dei corsi azionari, è rimasta complessivamente stabile nel periodo in esame. Agli inizi di dicembre la volatilità implicita dei mercati azionari dell'area dell'euro è stata pari al 15 per cento su base annualizzata, mentre negli Stati Uniti si è attestata a poco più dell'11 per cento.

Grafico 8

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

(1° gennaio 2016 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

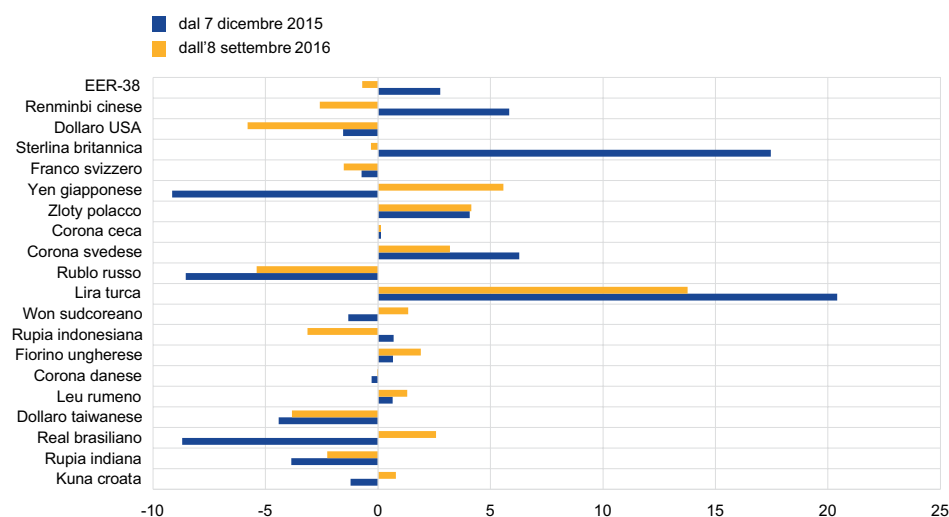
Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio. In termini bilaterali, dall'8 settembre l'euro si è

deprezzato del 5 per cento nei confronti del dollaro statunitense, rispecchiando un ampliamento dei differenziali di rendimento dopo gli inizi di novembre. La moneta europea si è deprezzata anche rispetto al renminbi cinese (dell'1,9 per cento), nonché nei confronti delle valute di altre economie emergenti asiatiche. Al contempo, l'indebolimento generalizzato dello yen giapponese ha trovato riscontro in un apprezzamento dell'euro del 6,6 per cento nei confronti della valuta nipponica. L'euro è rimasto complessivamente stabile rispetto alle altre principali valute, compresa la sterlina britannica (+0,6 per cento), a fronte delle persistenti incertezze dopo l'esito del referendum britannico, nonché nei confronti del franco svizzero (-0,8 per cento), mentre si è apprezzato rispetto alle valute di numerosi altri paesi UE (cfr. grafico 9).

Grafico 9

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

(valori percentuali)



3 Attività economica

L'espansione economica in atto resta moderata, ma è in via di rafforzamento.

La trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE all'economia reale sta sostenendo la domanda interna e agevolando la riduzione della leva finanziaria. Il miglioramento della redditività delle imprese e le condizioni creditizie molto favorevoli seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. I continui miglioramenti dell'occupazione, favoriti anche dalle passate riforme strutturali, e le quotazioni ancora relativamente basse del petrolio dovrebbero fornire ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. Le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 formulate dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita del PIL reale dell'area dell'euro dell'1,7 per cento nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6 per cento nel 2018 e nel 2019. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso.

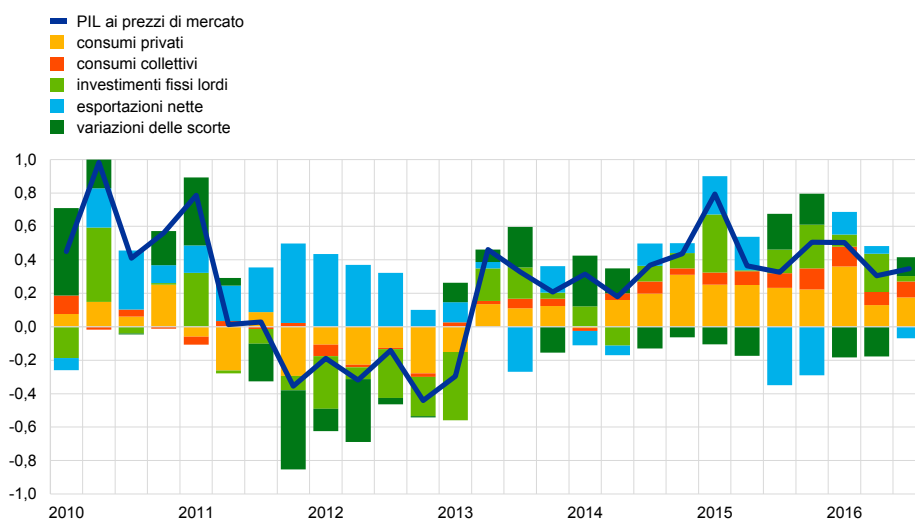
L'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a espandersi nel terzo trimestre del 2016. Il PIL in termini reali è salito dello 0,3 per cento nel terzo trimestre dell'anno rispetto a quello precedente, in linea con la dinamica osservata negli ultimi tre anni e mezzo. Nel complesso, la crescita del PIL reale dell'area è stata sospinta dal miglioramento della domanda interna, mentre la domanda estera netta ha fornito un contributo negativo (cfr. grafico 10). La dinamica espansiva ha dunque mostrato una buona tenuta alla debolezza del commercio mondiale e ai recenti picchi di incertezza a livello politico ¹.

Dal lato della produzione, il valore aggiunto è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre del 2016, trainato dall'industria

Grafico 10

PIL in termini reali dell'area dell'euro e relative componenti

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



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2016.

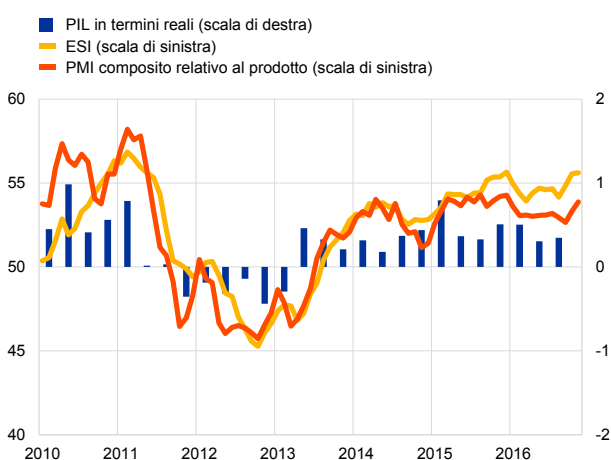
¹ L'articolo *L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro*, in questo numero del Bollettino, esamina in modo approfondito varie misure di incertezza e le loro potenziali implicazioni per l'attività economica dell'area dell'euro.

(al netto delle costruzioni) e dai servizi, nonché dalle costruzioni. Il valore aggiunto nei settori di industria e servizi è in fase di ripresa dal 2013, mentre il settore delle costruzioni ha evidenziato un certo ritardo, cominciando solo di recente a mostrare segnali di stabilizzazione e un lieve recupero. La diffusione della ripresa è incoraggiante, dato che periodi di bassa dispersione della crescita nei vari settori sono stati di norma caratterizzati da una maggiore crescita complessiva.

Grafico 11

PIL in termini reali, PMI composito relativo al prodotto e indice del clima economico (ESI)

(tassi di crescita trimestrali; saldi percentuali normalizzati; indici di diffusione)

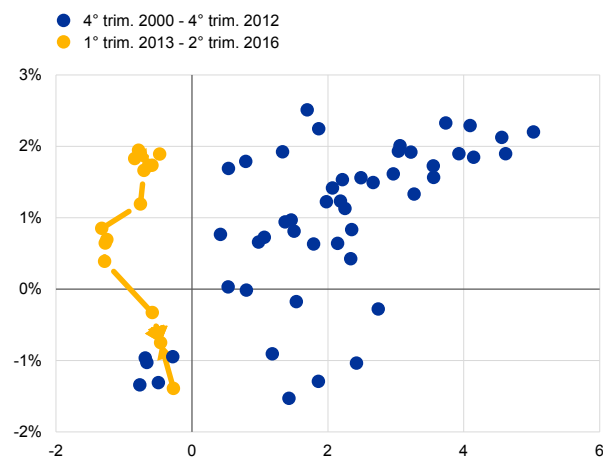


Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.
Nota: gli ultimi dati si riferiscono al terzo trimestre del 2016 e a novembre 2016 rispettivamente per l'ESI e il PMI.

Grafico 12

Indebitamento delle famiglie e consumi privati

(asse delle ascisse: variazione dell'indebitamento delle famiglie (in punti percentuali sui dodici mesi); asse delle ordinate: crescita dei consumi (in valori percentuali sui dodici mesi))



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: l'indebitamento delle famiglie corrisponde alla quota di prestiti rispetto al reddito disponibile lordo, corretta per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2016.

Gli indicatori qualitativi segnalano una prosecuzione della crescita nel quarto trimestre del 2016.

L'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) hanno registrato incrementi generalizzati a livello di settore e di paese in ottobre e in novembre. Il miglioramento della fiducia ha rispecchiato una valutazione più favorevole della situazione corrente e migliori aspettative sull'attività economica. Le rilevazioni medie per entrambe le indagini in ottobre e in novembre si sono collocate su livelli più alti rispetto a quelli del terzo trimestre e superiori alle rispettive medie di lungo periodo (cfr. grafico 11).

La tenuta dell'espansione economica è tuttora sostenuta soprattutto dai consumi privati, aumentati dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2016 rispetto al secondo.

Questo lieve incremento sul secondo trimestre va ricondotto a una solida dinamica del reddito delle famiglie, sostenuta dal miglioramento dei mercati del lavoro nell'area dell'euro. A differenza del periodo pre-crisi, quando la crescita dei consumi era di solito associata a un aumento degli indici di indebitamento, la dinamica corrente si accompagna ad un calo graduale dell'indebitamento delle famiglie (cfr. grafico 12). Questo sottolinea ulteriormente che la sostenibilità e la resilienza dei consumi privati sono tra le principali determinanti dell'espansione economica in atto, specie perché i mercati del lavoro continuano a rafforzarsi e la fiducia dei consumatori resta elevata.

I miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a sostenere i consumi privati.

È proseguita la tendenza al ribasso della disoccupazione nell'area dell'euro cominciata agli inizi del 2013. Il tasso di disoccupazione si è posizionato al 10 per cento nel terzo trimestre del 2016, il dato più basso dalla metà del 2011, per poi continuare a scendere nel mese di ottobre, raggiungendo il 9,8

per cento. Misure più ampie di eccesso di offerta di lavoro (che tengono conto anche dei segmenti di popolazione in età lavorativa che devono accontentarsi di un'occupazione a tempo parziale o che si sono ritirati dal mercato del lavoro) rimangono elevate e diminuiscono, in termini aggregati, più lentamente rispetto al tasso di disoccupazione. L'occupazione ha continuato a espandersi nel secondo trimestre e, di conseguenza, il livello di occupazione nell'area dell'euro ha evidenziato un incremento di 2,3 milioni di unità rispetto a un anno prima. Il livello raggiunto è meno dell'1 per cento inferiore al massimo pre-crisi registrato nel secondo trimestre del 2008. Dati più tempestivi, come quelli forniti dalle indagini, confermano il protrarsi dei miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro per il prossimo futuro.

Prosegue la crescita degli investimenti nel terzo trimestre, risentendo soprattutto di un rafforzamento dell'attività di costruzione. Il prodotto nelle costruzioni è cresciuto con maggior vigore nel terzo trimestre del 2016, mentre la produzione di beni di investimento ha evidenziato solo un modesto incremento. L'aumento degli investimenti nel settore edile, generalizzato tra i vari paesi, è perlopiù attribuibile al rafforzamento dei mercati delle abitazioni nell'area dell'euro. Secondo l'indagine svolta dalla Commissione europea nel quarto trimestre del 2016, la domanda relativa alla percezione di vincoli alla produzione di beni di investimento è scesa al suo livello più basso dall'inizio della Grande recessione. Anche il miglioramento delle condizioni finanziarie, la maggiore fiducia nel settore delle costruzioni e il numero crescente di concessioni edilizie rilasciate sono segnali di un'accelerazione degli investimenti nel quarto trimestre.

Con la ripresa della domanda, favorita dalla politica monetaria molto accomodante della BCE, sia gli investimenti delle imprese sia quelli delle costruzioni dovrebbero consolidarsi ulteriormente. Gli oneri netti

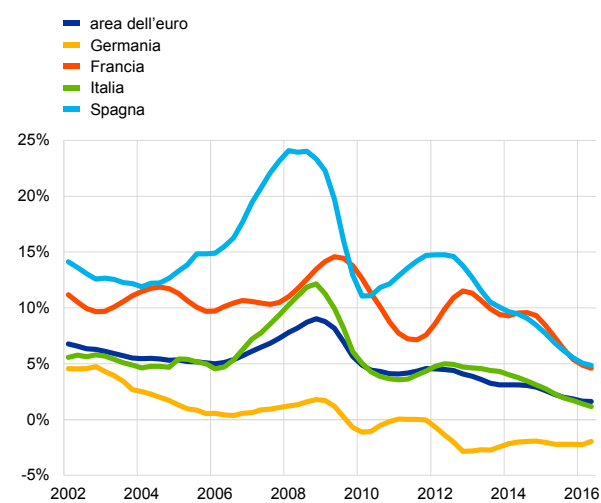
per interessi delle società non finanziarie hanno registrato un calo continuo dal 2013 (cfr. grafico 13) e il conseguente aumento degli utili dovrebbe stimolare gli investimenti, anche alla luce della necessità di sostituire il capitale dopo anni di modesti investimenti. Tuttavia, la crescita degli investimenti potrebbe essere frenata dalla lenta attuazione delle riforme, specie in alcuni paesi, e dalle prospettive di una moderata crescita potenziale. A tale proposito, la congiuntura si mantiene relativamente sfavorevole in diversi paesi, occorre dunque avviare interventi volti a risolvere questo problema (cfr. anche il riquadro 3 in questo numero del Bollettino per maggiori dettagli).

Il contesto esterno ha continuato a gravare sull'attività dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2016 e la crescita totale delle esportazioni è rimasta contenuta. Sebbene abbia mostrato un certo recupero nei mesi recenti, la crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area si è mantenuta

Grafico 13

Oneri netti per interessi delle società non finanziarie

(in percentuale del margine operativo lordo)



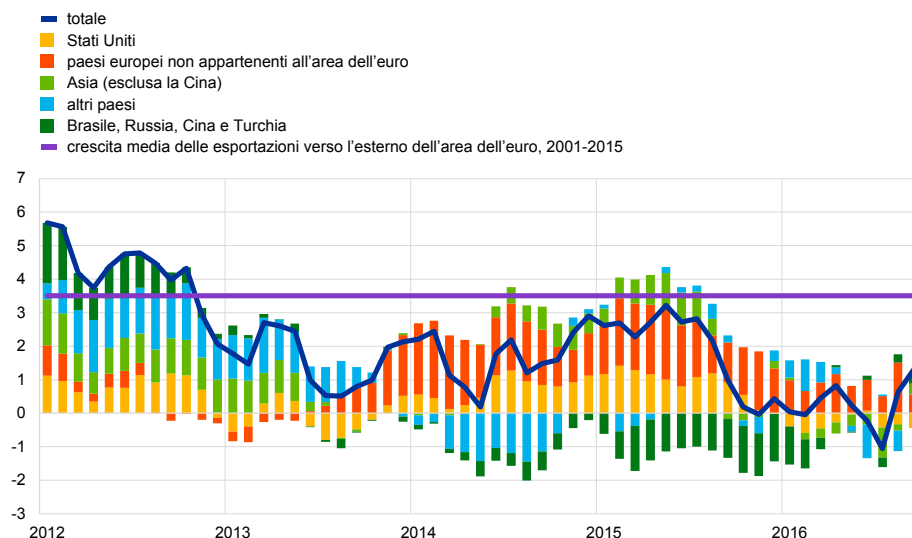
Fonti: Eurostat e BCE.

Note: le percentuali sono calcolate sulla base di medie mobili di quattro trimestri. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2016.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi sulla base di una media mobile di tre mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

Note: l'ultima osservazione è di settembre 2016, tranne per le voci "paesi europei non appartenenti all'area dell'euro" e "altri paesi", per cui gli ultimi dati si riferiscono ad agosto 2016. Le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area sono espresse in volume.

su livelli modesti (cfr. grafico 14). Il debole impulso delle esportazioni nel terzo trimestre va ricondotto principalmente al calo di quelle verso gli Stati Uniti e i paesi dell'OPEC. Sia la Russia sia l'America Latina hanno fornito apporti pressoché neutri alla dinamica delle esportazioni di beni, mentre l'Asia (compresa la Cina) e i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro hanno contribuito favorevolmente. Le

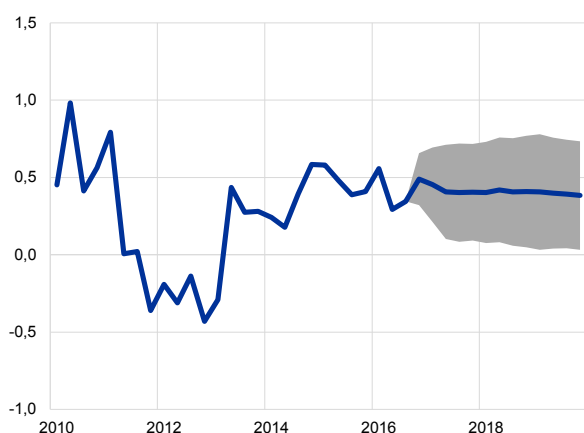
quote di mercato delle esportazioni di beni dell'area sono risultate sostanzialmente stabili nel terzo trimestre, suggerendo che gli effetti positivi ritardati del deprezzamento dell'euro in termini effettivi si stanno affievolendo. Le indagini relative al quarto trimestre del 2016 e gli ordinativi dall'esterno dell'area segnalano per le esportazioni una dinamica debole, seppure in miglioramento, nel breve periodo. In un orizzonte di più lungo termine, ci si attende che le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro registrino un aumento in seguito al rafforzamento graduale dell'interscambio mondiale. I rischi per le prospettive sul commercio, tuttavia, sono connessi a possibili effetti avversi derivanti dall'accresciuta incertezza sulle politiche commerciali.

Nel complesso, ci si attende che l'espansione economica nell'area dell'euro proceda a un ritmo moderato ma in via di rafforzamento. Le misure di politica monetaria continuano a trasmettersi all'economia reale, sospingendo la domanda interna e agevolando la riduzione della leva finanziaria.

Grafico 15

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

(variazioni percentuali su base trimestrale)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Note: gli intervalli delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

Il miglioramento della redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. I continui miglioramenti dell'occupazione, che traggono beneficio anche dalle passate riforme strutturali, forniscono sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. Al tempo stesso, vi sono indicazioni di un certo rafforzamento della ripresa mondiale. Tuttavia, secondo le aspettative, la crescita economica nell'area sarebbe frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dagli aggiustamenti di bilancio rimasti da compiere in diversi settori.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2016 prefigurano una crescita annua del PIL reale dell'1,7 per cento nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6 per cento nel 2018 e nel 2019 (cfr. grafico 15). Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2016, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono sostanzialmente invariate. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata allo 0,6 per cento a novembre, rispetto al recente punto di minimo del -0,2 per cento toccato ad aprile. Al tempo stesso, la dinamica di fondo dei prezzi continua a non mostrare chiari segnali di una tendenza al rialzo. In prospettiva, è probabile che l'inflazione aumenti ancora al volgere dell'anno portandosi oltre l'1 per cento, in larga parte per gli effetti base determinati dal tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'atteso recupero dell'economia, i tassi di inflazione dovrebbero salire ulteriormente nel 2017, nel 2018 e nel 2019. Questo profilo trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,3 nel 2017, dell'1,5 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019.

L'inflazione complessiva ha proseguito il suo incremento a novembre.

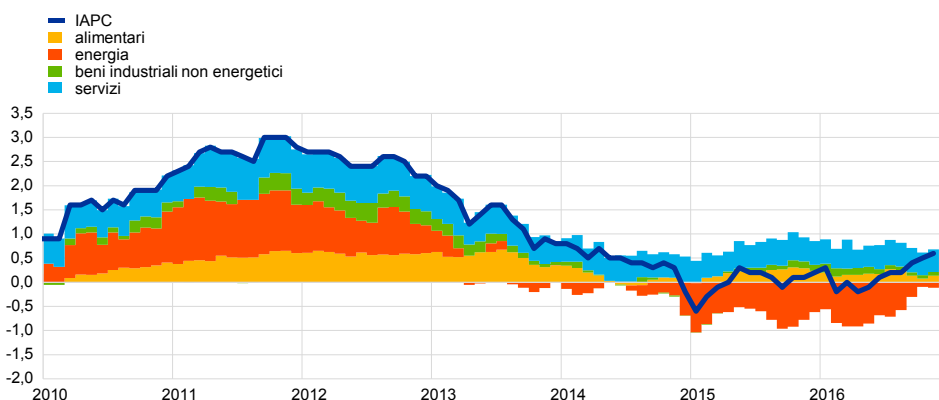
Secondo la stima rapida dell'Eurostat l'inflazione armonizzata è aumentata ulteriormente, raggiungendo lo 0,6 per cento a novembre dallo 0,5 per cento di ottobre e dallo 0,4 per cento di settembre (cfr. grafico 16). L'aumento di novembre è riconducibile soprattutto all'accelerazione dei beni alimentari, mentre nei mesi precedenti aveva svolto un ruolo preponderante l'incremento dell'inflazione dei beni energetici. Nondimeno, il contributo della componente alimentare all'inflazione complessiva rimane relativamente modesto nel confronto storico.

Il profilo dell'inflazione dei beni energetici ha continuato a incidere sull'andamento dell'inflazione complessiva. Le ulteriori diminuzioni del prezzo del petrolio registrate a dicembre 2015 e a gennaio 2016, che hanno gravato sui corsi energetici principalmente attraverso i prezzi dei carburanti per trasporto e

Grafico 16

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.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2016.

riscaldamento, hanno spinto l'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC su un punto di minimo del -8,7 per cento in aprile 2016. Successivamente il tasso ha registrato un netto incremento sino a portarsi al -0,9 per cento in ottobre, soprattutto a seguito di effetti base al rialzo, per poi tornare a scendere lievemente al -1,1 per cento a novembre. Nonostante questo leggero calo, sulla base delle quotazioni correnti dei future sul petrolio, è probabile che l'inflazione armonizzata dei beni energetici aumenti ancora fortemente nei prossimi mesi. La tendenza al rialzo evidenziata dai prezzi dei beni energetici da aprile 2016 è stata il principale fattore alla base della ripresa dell'inflazione armonizzata complessiva, salita di 0,8 punti percentuali tra aprile e novembre 2016.

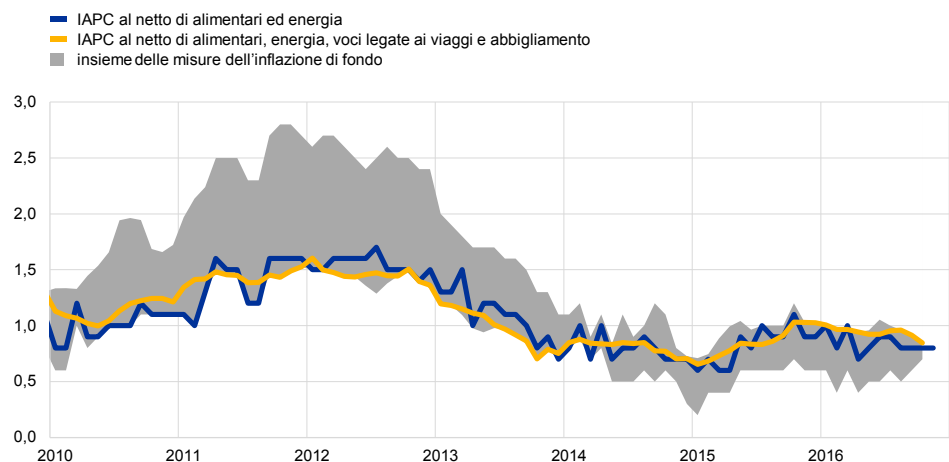
Gran parte delle misure dell'inflazione di fondo continua a non mostrare segnali di una tendenza al rialzo. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari e dell'energia si mantiene invariata allo 0,8 per cento da agosto, dopo aver oscillato tra lo 0,7 e l'1,0 per cento dall'inizio dell'anno. Analogamente, dalle altre misure dell'inflazione di fondo non provengono chiari segnali al rialzo (cfr. grafico 17). È in parte possibile che l'inflazione di fondo non registri movimenti al rialzo per il manifestarsi, con un certo scarto temporale, degli effetti al ribasso indiretti dovuti al precedente netto calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. A livello più fondamentale, anche le pressioni dal lato dei costi interni (in particolare la crescita dei salari) sono rimaste contenute. Inoltre, la modesta crescita dei canoni di locazione, voce importante della componente dei servizi dello IAPC, esercita un'azione di freno sull'inflazione di fondo, poiché permane su livelli molto inferiori alla propria media storica (cfr. l'analisi del riquadro 4).

L'inflazione delle importazioni è rimasta negativa mentre l'inflazione alla produzione si è mantenuta piuttosto stabile. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha segnato

Grafico 17

Misure dell'inflazione di fondo

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, lo IAPC al netto di alimentari ed energia, lo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento, la media troncata del 10 per cento, la media troncata del 30 per cento, la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le osservazioni più recenti si riferiscono a novembre 2016 per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia e a ottobre 2016 per tutte le altre misure.

una lieve ripresa, passando dal -1,4 per cento di agosto al -1,0 di settembre e al -0,6 di ottobre. I prezzi all'importazione non contribuiscono alle pressioni al rialzo sull'inflazione da marzo, soprattutto a causa dell'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro registrato dall'inizio dell'anno (cfr. grafico 18). Negli stadi più avanzati del processo di formazione dei prezzi, i prezzi alla produzione per le vendite interne di beni di consumo non alimentari sono rimasti sostanzialmente stabili, con un tasso di incremento sul periodo corrispondente dello 0,2 per cento in ottobre. Sebbene i miglioramenti delle condizioni economiche, con ogni probabilità, abbiano esercitato pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione, queste potrebbero essere state compensate dai bassi prezzi degli input legati alle materie prime e in termini più generali da spinte disinflazionistiche su scala mondiale.

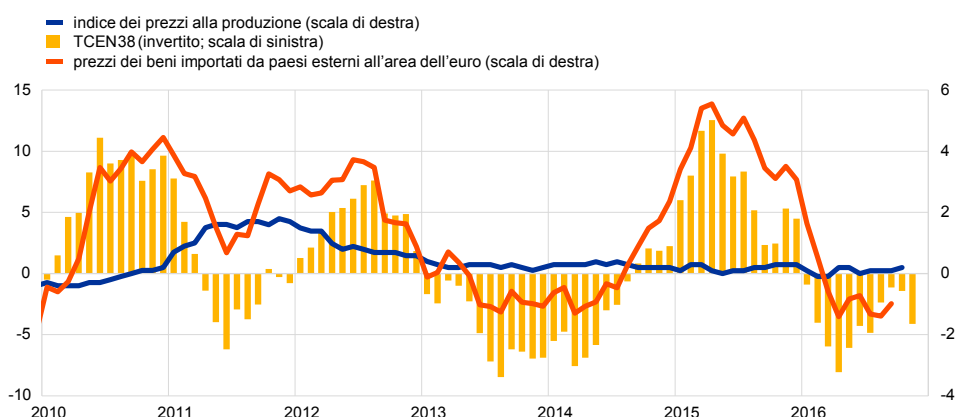
La dinamica salariale permane modesta. La crescita tendenziale del reddito per occupato è scesa all'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2016, dall'1,2 per cento del periodo precedente. Nel terzo trimestre dell'anno l'incremento sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è stato pari all'1,4 per cento, sostanzialmente invariato rispetto ai due trimestri precedenti. Hanno continuato a gravare sulla crescita salariale il margine ancora significativo di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole espansione della produttività, l'inflazione contenuta e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi ¹.

Le aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati hanno registrato un lieve miglioramento, ma si mantengono su livelli modesti e considerevolmente inferiori a quelli delle misure desunte dalle indagini campionarie. Da metà ottobre le misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato sono in leggera ripresa per tutte le scadenze, benché da valori

Grafico 18

Prezzi alla produzione e prezzi all'importazione

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

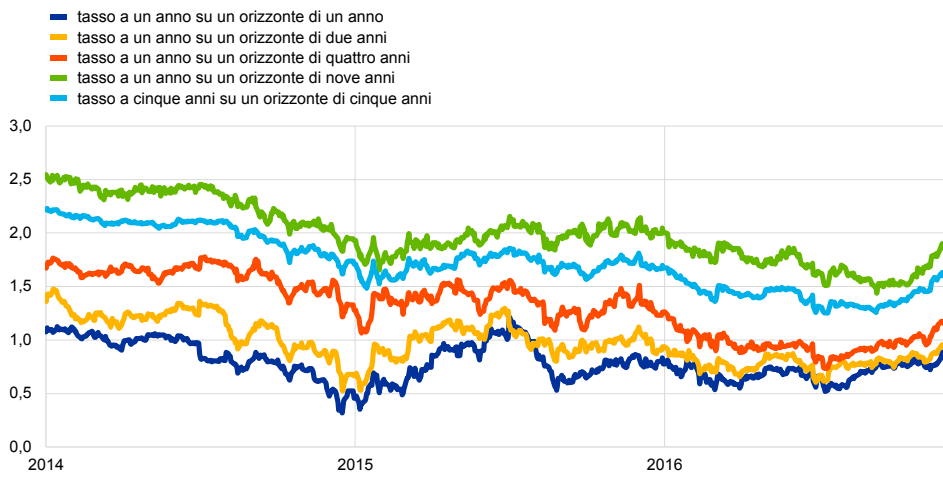
Note: dati mensili. Le osservazioni più recenti si riferiscono a ottobre 2016 per i prezzi all'importazione e per l'indice dei prezzi alla produzione (IPP), a novembre 2016 per il TCEN-38 (tasso di cambio effettivo nominale dell'euro). Il TCEN-38 è invertito nel grafico; un valore negativo/positivo corrisponde a un apprezzamento/deprezzamento dell'euro.

¹ Cfr. il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

Grafico 19

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 7 dicembre 2016.

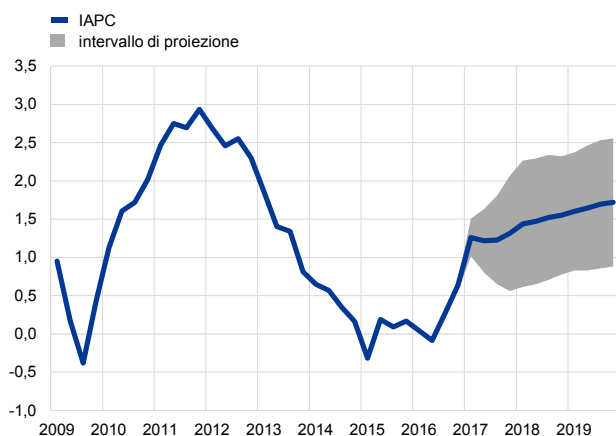
storicamente bassi (cfr. grafico 19). Il modesto livello di tali misure dipende in parte dalla scarsa domanda di protezione dall'inflazione in un contesto di debole evoluzione dei prezzi. Per contro, a ottobre le misure più recenti delle aspettative di inflazione di lungo periodo per l'area dell'euro ricavate dalle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili intorno all'1,8 per cento.

In prospettiva, secondo le proiezioni l'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro dovrebbe mostrare un significativo incremento al volgere dell'anno, proseguendo su un percorso ascendente nel periodo 2017-2019.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel dicembre 2016*, pubblicate sul sito Internet della BCE l'8 dicembre 2016.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al terzo trimestre del 2016 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2019 (proiezioni).

In base alle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva aumenti oltre l'1 per cento al volgere dell'anno, trainata in larga misura dagli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'atteso recupero dell'economia, i tassi di inflazione dovrebbero salire ulteriormente nel 2017, nel 2018 e nel 2019. Sulla scorta delle informazioni disponibili a metà novembre, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema anticipano un incremento dell'inflazione armonizzata dallo 0,2 nel 2016 all'1,3 per cento nel 2017, all'1,5 nel 2018 e all'1,7 nel 2019 (cfr. grafico 20)². Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti della BCE a settembre, le prospettive per l'inflazione al consumo restano sostanzialmente invariate.

² Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016*, pubblicato nel sito Internet della BCE l'8 dicembre 2016.

L'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale considerato con il lento intensificarsi delle pressioni derivanti dal riassorbimento della capacità inutilizzata nell'economia. I miglioramenti delle

condizioni nel mercato del lavoro, che trovano riscontro in un netto calo del tasso di disoccupazione, dovrebbero sostenere un graduale incremento della crescita dei salari e dell'inflazione di fondo nel periodo in esame. In un contesto di continua ripresa economica, dovrebbero inoltre manifestarsi ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione di fondo tramite miglioramenti della capacità di determinazione dei prezzi delle imprese e un connesso rialzo ciclico dei margini di profitto. Anche il venir meno degli effetti frenanti indiretti dell'andamento dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime non energetiche dovrebbe contribuire all'atteso incremento dell'inflazione di fondo. È altresì possibile che emergano effetti al rialzo determinati dal generale aumento delle pressioni sui prezzi a livello mondiale. Nel complesso, un graduale recupero dell'inflazione di fondo dovrebbe sostenere gli incrementi dell'inflazione complessiva tra il 2017 e il 2019.

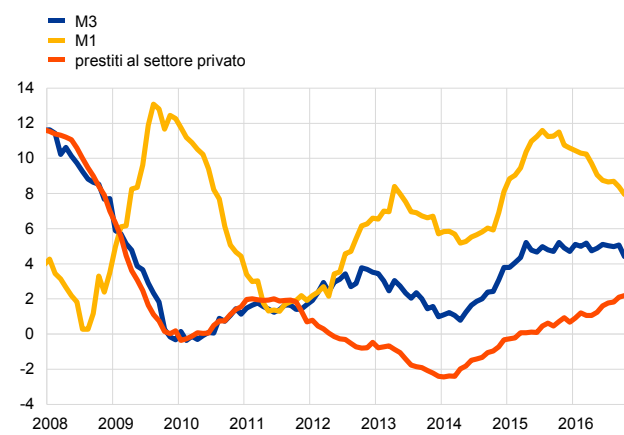
5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta stabile nel terzo trimestre dell'anno, pur attenuandosi lievemente in ottobre 2016. Al contempo, la crescita del credito al settore privato è aumentata nel mese di ottobre. I bassi tassi di interesse, nonché gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, continuano a favorire le dinamiche monetarie e creditizie. Si stima che nel terzo trimestre del 2016 il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie (SNF) abbia continuato a rafforzarsi.

La crescita dell'aggregato monetario ampio ha rallentato in ottobre, dopo un periodo di sostanziale stabilità. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 4,4 per cento a ottobre 2016, dopo aver oscillato attorno al 5,0 per cento a partire da Aprile 2015 (cfr. Grafico 21). Il basso costo-opportunità di detenere depositi più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da una curva dei rendimenti piatta, insieme agli effetti delle misure di politica monetaria della BCE, hanno continuato a sostenere la crescita dell'aggregato monetario. In aggiunta, la crescita sui dodici mesi di M1 è diminuita durante il terzo trimestre dell'anno, subendo un'ulteriore flessione a ottobre.

Grafico 21
M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: I prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

Nonostante un rallentamento della crescita annuale dei depositi overnight nel terzo trimestre del 2016, questi hanno continuato a fornire il principale contributo all'espansione di M3. In particolare, il

tasso di crescita annuale dei depositi overnight detenuti dalle famiglie è rimasto essenzialmente invariato nel terzo trimestre e in ottobre, mentre nello stesso periodo la crescita dei depositi overnight delle società non finanziarie (SNF) è diminuita. Il tasso di crescita di banconote e monete in circolazione ha continuato a essere contenuto, indicando pertanto che non vi sono segnali che il settore detentore di moneta stia sostituendo i depositi con circolante, in un contesto di tassi di interesse molto bassi o negativi. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ovvero M2 meno M1) si sono ulteriormente contratti nel terzo trimestre 2016 e nel mese di ottobre. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), una componente esigua di M3, si è rafforzato nel terzo

trimestre, alimentato principalmente dalla robusta crescita delle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari, per poi rallentare a ottobre.

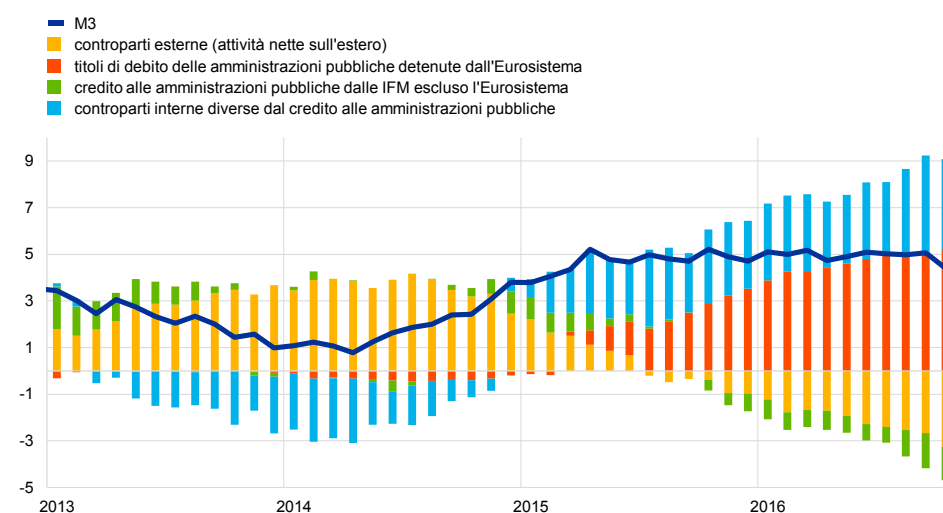
Le fonti interne di creazione di moneta sono rimaste il principale fattore di crescita monetaria ampia (cfr. Grafico 22). Tra le controparti che hanno contribuito positivamente alla crescita di M3 figurano gli acquisti di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche da parte dell'Eurosistema (cfr. la sezione rossa degli istogrammi nel Grafico 22), principalmente nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico della BCE (public sector purchase programme, PSPP). In aggiunta, l'espansione di M3 continua a essere sostenuta

dalle controparti domestiche diverse dalle amministrazioni pubbliche (cfr. la sezione blu degli istogrammi nel Grafico 22). Ciò è dovuto alla continua ripresa del credito al settore privato, congiuntamente al perdurare della contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. Tali passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve), il cui tasso di variazione annuale è stato negativo dal secondo trimestre del 2012 in poi, hanno registrato un ulteriore calo nel terzo trimestre dell'anno e nel mese di ottobre, riflettendo l'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE (OMRLT-II). Le OMRLT fungono da sostituto alla raccolta bancaria a più lungo termine sul mercato e riducono gli incentivi degli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine.

Grafico 22

M3 e sue componenti

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



Fonte: BCE.

Note: L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

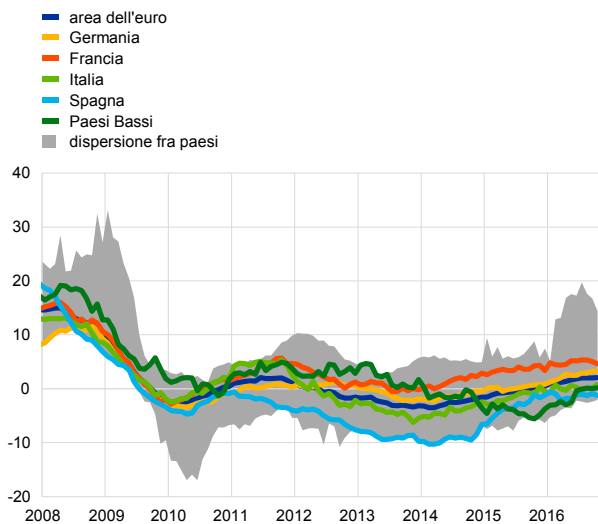
Di contro, le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a esercitare una pressione al ribasso sulla crescita annuale di M3, in ragione dei continui deflussi di capitale dall'area dell'euro (cfr. la sezione gialla degli istogrammi nel Grafico 22). Questa tendenza è alimentata in misura importante dalla cessione di titoli delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nell'ambito del PSPP da parte di non residenti, poiché i relativi proventi sono investiti principalmente in strumenti diversi da quelli dell'area dell'euro. Inoltre, le IFM escluso l'Eurosistema hanno incrementato le cessioni di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche, frenando in tal modo la crescita di M3 (cfr. la sezione verde degli istogrammi nel Grafico 22).

È proseguita la graduale ripresa della crescita dei prestiti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è aumentato nel terzo trimestre dell'anno e nel mese di ottobre (cfr. Grafico 21). Tra i settori, la ripresa dei prestiti alle SNF si è accentuata in ottobre, dopo aver subito un rallentamento nel terzo trimestre (cfr. Grafico 23). Nel complesso, la crescita dei prestiti alle SNF ha segnato una ripresa considerevole rispetto al minimo del primo trimestre del 2014. Questo

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: I prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come valore minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

miglioramento è diffuso tra tutti i principali paesi, sebbene in alcune giurisdizioni i tassi di crescita del credito rimangano negativi. Il tasso di espansione annuale dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato nel terzo trimestre del 2016 e in ottobre (cfr. Grafico 24). La flessione significativa dei tassi sui finanziamenti bancari osservata nel complesso dell'area dell'euro a partire dall'estate 2014 (in particolare a seguito delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e i miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari, hanno favorito tali dinamiche. In aggiunta, è continuato il processo di risanamento dei bilanci bancari, nonostante il livello di crediti deteriorati che permane elevato in alcuni paesi e potrebbe limitare la creazione di credito.

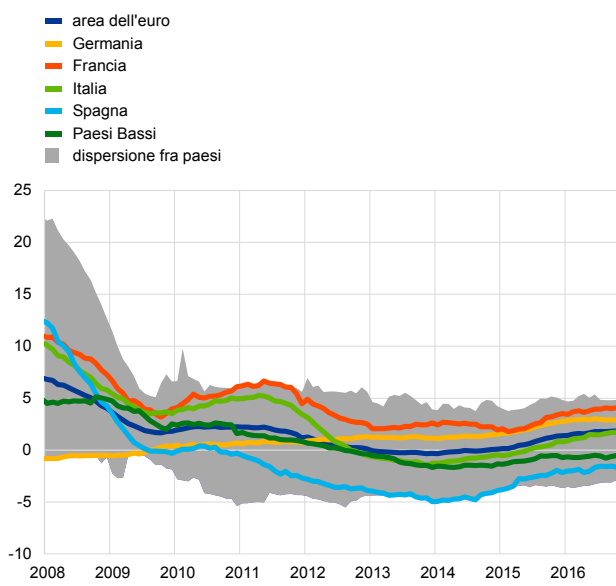
Nel terzo trimestre del 2016 l'espansione del credito ha continuato a essere sostenuta da una domanda in crescita in tutte le categorie di prestito, mentre i criteri di concessione del credito sono rimasti invariati per i prestiti alle imprese (dopo un progressivo allentamento negli ultimi due anni) e sono migliorati per quelli alle famiglie. Secondo

l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre, le pressioni concorrenziali e, in misura minore, un'attenuazione del rischio percepito, hanno continuato a

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: i prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come valore minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

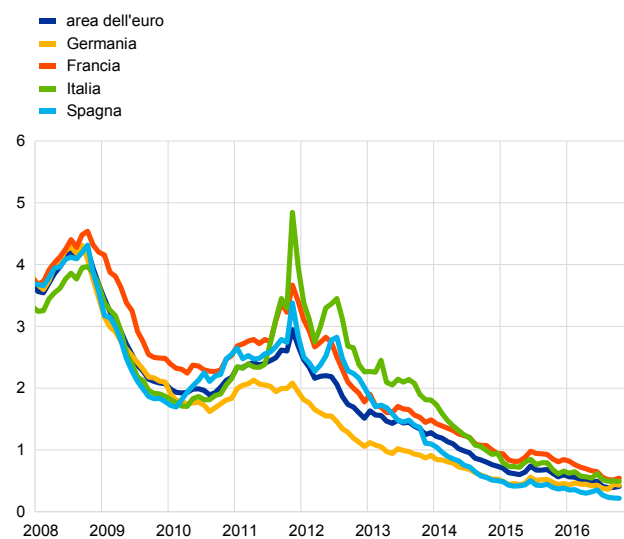
contribuire alla distensione dei criteri di fido alle imprese e alle famiglie. L'incremento della domanda di prestiti, inoltre, è dovuto principalmente al basso livello medio dei tassi di interesse, al crescente fabbisogno di finanziamenti per operazioni di fusione e acquisizione e alle prospettive favorevoli del mercato immobiliare (cfr. l'indagine). In tale contesto, il tasso negativo sui depositi della BCE sta esercitando un effetto positivo sui volumi di prestito e al contrario negativo sul margine d'interesse netto delle banche e sui margini relativi ai prestiti. Inoltre, il programma di acquisto di attività della BCE ha avuto un effetto positivo sull'offerta di credito attraverso un allentamento dei termini e delle condizioni di prestito, mentre ha influito negativamente sul margine d'interesse netto delle banche, secondo quanto segnalato dalle banche.

Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche è aumentato lievemente in ottobre, dopo un periodo di sostanziale stabilità nel terzo trimestre dell'anno (cfr. Grafico 25). Il lieve aumento registrato a ottobre è stato trainato da un incremento del

Grafico 25

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

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



Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.

Note: Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi overnight, sui depositi con durata prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i corrispondenti importi in essere. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

rendimento delle obbligazioni bancarie, mentre il costo dei depositi ha continuato a diminuire marginalmente. L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, il rimborso netto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci e una sempre minore frammentazione dei mercati finanziari hanno contribuito a far scendere il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche su livelli molto bassi. Sostanzialmente in linea con tali andamenti, nell'indagine sui prestiti bancari dell'area dell'euro di ottobre 2016 le banche hanno riportato un miglioramento dell'accesso al finanziamento mediante ricorso a titoli di debito nel terzo trimestre, pur prevedendo che nel quarto trimestre tale accesso rimanga pressoché invariato.

I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono rimasti su livelli molto favorevoli nel terzo trimestre del 2016 e in ottobre (cfr. Grafici 26 e 27).

Il tasso composito del finanziamento alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha continuato a diminuire nel terzo trimestre del 2016 e nel mese di ottobre, scendendo a un nuovo minimo storico. Nello stesso periodo, il tasso composito sui prestiti alle SNF ha oscillato intorno ai bassi livelli già registrati in

precedenza. Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito della BCE a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativamente maggiore dei tassi di riferimento del mercato, segnalando un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Il calo dei costi compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra il maggio 2014 e l'ottobre 2016 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti di 110 punti base. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei paesi vulnerabili, contribuendo a ridurre le precedenti asimmetrie fra paesi nella trasmissione della politica monetaria. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro si è considerevolmente ridotto, stabilizzandosi sostanzialmente nel terzo trimestre dell'anno e nel mese di ottobre. Ciò indica che le piccole e medie imprese stanno generalmente beneficiando del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore delle imprese di grandi dimensioni.

Si stima che il flusso annuale dei finanziamenti esterni totali alle SNF dell'area dell'euro abbia continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre del 2016. Il

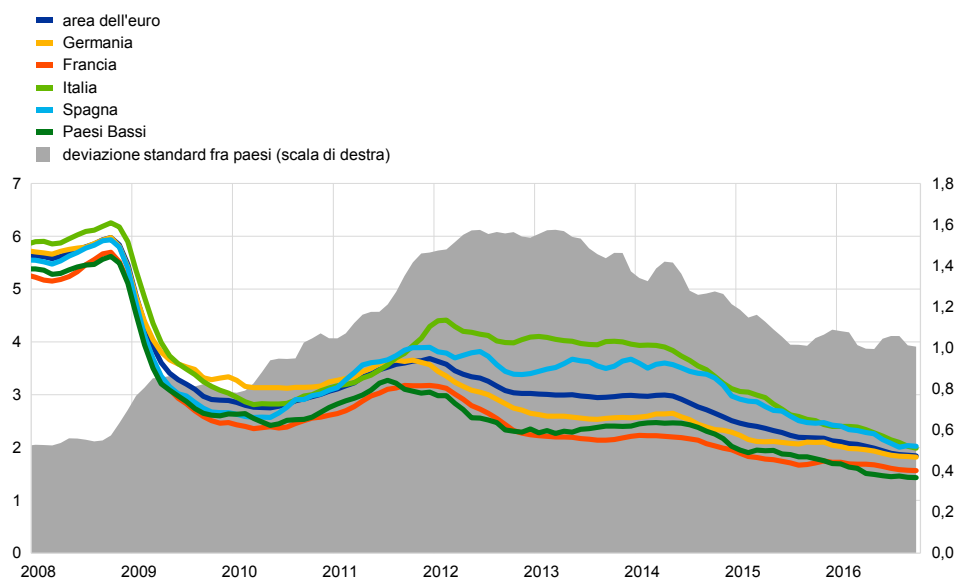
finanziamento esterno delle SNF ha raggiunto i livelli registrati all'inizio del 2005 (prima dell'inizio di un periodo di eccessiva espansione del credito). La ripresa osservata nell'ambito dei finanziamenti esterni delle SNF a partire dall'inizio del 2014 è stata sostenuta dal rafforzamento dell'attività economica, da ulteriori diminuzioni del costo dei prestiti bancari, dall'allentamento delle condizioni di prestito, da un costo del debito sul mercato molto basso e, più recentemente, da un numero maggiore di fusioni e

acquisizioni. Al contempo, i livelli di liquidità delle SNF ai massimi storici, nonché le preoccupazioni sul vigore della ripresa mondiale e la connessa percezione di scarse opportunità redditizie di investimenti fissi, hanno frenato i finanziamenti esterni.

Grafico 26

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



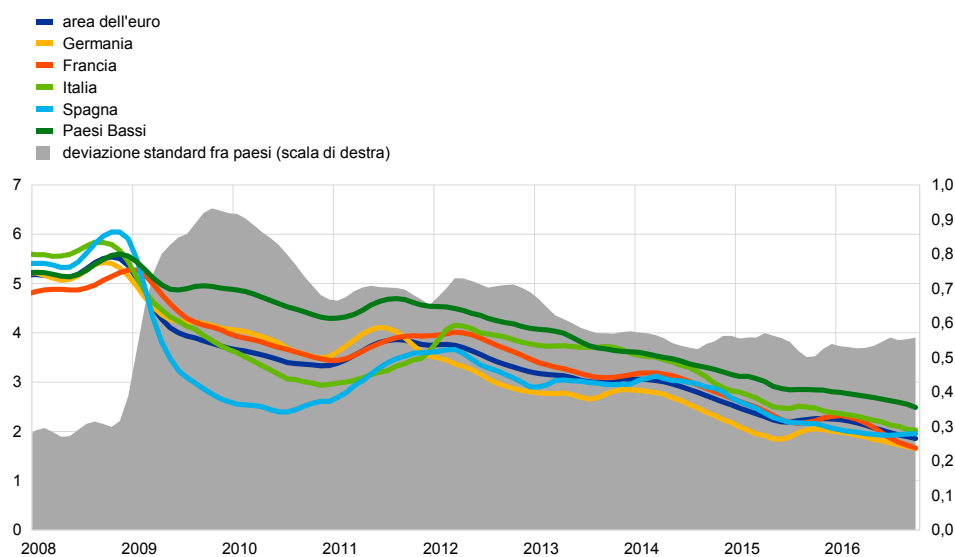
Fonte: BCE.

Note: L'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine con una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

Grafico 27

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

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



Fonte: BCE.

Note: L'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine con una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2016.

Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF sono rimaste vigorose a ottobre 2016, prima di rallentare a novembre. I più recenti dati ufficiali della BCE indicano un marcato rafforzamento dell'attività di emissione a settembre. Tale incremento ha interessato tutti i paesi ed è stato sostenuto, tra l'altro, dagli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE. I dati preliminari suggeriscono che l'emissione di attività si è mantenuta robusta in ottobre, prima di subire un rallentamento a novembre. La decelerazione di novembre potrebbe aver riflesso il posticipo da parte degli emittenti dell'emissione programmata. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste piuttosto contenute nei mesi recenti.

Il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro è rimasto molto favorevole. Il costo nominale complessivo dei finanziamenti esterni delle SNF è diminuito leggermente a settembre e ottobre 2016, dopo un modesto incremento ad agosto dal minimo storico raggiunto a luglio. Più recentemente, il costo del finanziamento mediante ricorso al debito ha mostrato segni di una possibile ripresa nell'ambito dell'espansione dei rendimenti obbligazionari mondiali. Al contempo, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio rimane elevato, in ragione di elevati premi al rischio per strumenti di capitale.

Nel periodo 2016-19, le proiezioni indicano che il disavanzo di bilancio e il debito pubblico rapportati al PIL per le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbero mantenere entrambi un andamento discendente. Ci si attende che l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro da espansivo nel 2016 diventi pressoché neutro nel 2017-19. La riduzione del debito sarà sostenuta principalmente da un differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse alla luce delle migliori condizioni cicliche e dei bassi tassi di interesse. Alcuni paesi hanno margine di intervento sui conti pubblici, che potrebbe essere utilizzato per dare impulso alla crescita. Nel caso dei paesi con alti livelli di indebitamento, occorre compiere ulteriori sforzi di risanamento in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita (PSC) al fine di imprimere al rapporto debito pubblico/PIL di ciascun paese una solida dinamica discendente.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi con gradualità nell'orizzonte temporale di proiezione.

Secondo le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 formulate dagli esperti dell'Eurosistema¹, il disavanzo di bilancio scenderebbe dal 2,1 per cento del PIL nel 2015 all'1,2 per cento nel 2019 (cfr. tavola). Le stime per il 2016 segnalano minori esborsi per interessi e una componente ciclica favorevole tra le principali determinanti della riduzione del disavanzo; una minore spesa per interessi, condizioni cicliche positive e l'avanzo primario seguiranno a contribuire all'ulteriore calo del disavanzo nell'arco del periodo 2017-19. In confronto alle proiezioni di settembre 2016, le prospettive di bilancio sono pressoché immutate².

Le proiezioni indicano un orientamento delle politiche di finanza pubblica dell'area dell'euro che risulta espansivo nel 2016 per poi diventare sostanzialmente neutro nel 2017-19³.

L'orientamento espansivo nel 2016 riflette in prevalenza l'effetto di misure di bilancio discrezionali dal lato delle entrate, come la riduzione delle imposte dirette in diversi paesi dell'area dell'euro. Quanto al periodo 2017-19, le proiezioni indicano un orientamento pressoché neutro, dato che le misure dal lato delle entrate con effetto di incremento del disavanzo saranno probabilmente controbilanciate da voci della spesa pubblica con una crescita meno pronunciata. Queste ultime comprendono, in particolare, i redditi da lavoro dipendente e i consumi intermedi, che evidenzerebbero una crescita inferiore alla crescita tendenziale del PIL nominale, mentre altre voci, come gli investimenti pubblici, sarebbero in crescita al di sopra del potenziale. Considerata la necessità di contemperare le esigenze di stabilizzazione economica al doveroso risanamento per la sostenibilità di bilancio in vari paesi dell'area, l'orientamento neutro verso

¹ Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016, consultabili al sito ecbstaffprojections201612.

² Mentre i progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2017, presentati a metà ottobre dai paesi dell'area dell'euro, prevedono per alcuni paesi interventi di risanamento aggiuntivi, questi non si riflettono necessariamente appieno nelle proiezioni degli esperti, poiché le proiezioni includono solo le misure già adottate o perlomeno di imminente attuazione parlamentare. Il progetto di bilancio della Spagna è stato pubblicato dopo il termine ultimo di aggiornamento dei dati.

³ L'orientamento delle politiche di bilancio è misurato come variazione del saldo strutturale primario, ossia il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee, ad esempio l'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per una trattazione concettuale in merito all'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

i conti pubblici nel 2017 e nel periodo successivo può ritenersi sostanzialmente appropriato. Le revisioni alle proiezioni di settembre 2016 sono limitate; tuttavia, per il 2016 l'orientamento risulterebbe leggermente meno espansivo rispetto alle precedenti attese, perlopiù in ragione di revisioni a sgravi fiscali precedentemente annunciati e a entrate inattese in numerosi paesi.

Tavola

Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Entrate totali	46,8	46,5	46,2	46,0	45,8	45,7
b. Spese totali	49,4	48,5	47,9	47,5	47,3	47,0
di cui:						
c. Spese per interessi	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Spese primarie (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,5	45,4	45,2
Saldo di bilancio (a - b)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Saldo strutturale di bilancio	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Debito lordo	92,0	90,4	89,4	88,5	87,3	85,7
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6

Fonti: Eurostat, BCE e proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 degli esperti dell'Eurosistema.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti. Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili a recenti revisioni statistiche di cui si tiene conto nelle proiezioni.

Stando alle proiezioni, gli elevati livelli di indebitamento pubblico dell'area dell'euro dovrebbero seguire a scendere.

Dopo il valore massimo raggiunto nel 2014, il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro si ridurrebbe con gradualità dal 90,4 per cento nel 2015 all'85,7 per cento entro la fine del 2019. La riduzione del debito è sostenuta in prevalenza dal differenziale favorevole tra crescita e tassi di interesse alla luce del miglioramento delle condizioni cicliche e dei bassi tassi di interesse. Modesti avanzi primari hanno un ulteriore effetto positivo sul profilo di debito prospettato. Rispetto all'esercizio di settembre 2016, il rapporto tra debito e PIL per l'area dell'euro dovrebbe essere lievemente superiore nel 2017 e nel 2018. Si prevede che più della metà dei paesi dell'area superino il valore di riferimento del 60 per cento del PIL entro il termine dell'orizzonte di proiezione. In diversi paesi, inoltre, ci si attende un ulteriore incremento dell'incidenza del debito pubblico nell'arco del periodo in esame.

Occorre compiere ulteriori sforzi di risanamento, soprattutto nei paesi con debito pubblico elevato in relazione al PIL.

I paesi con un alto grado di indebitamento devono imprimere all'incidenza del loro debito una solida dinamica discendente, giacché sono particolarmente vulnerabili a un aumento dell'instabilità nei mercati finanziari o a una risalita dei tassi di interesse. La piena conformità al PSC assicurerebbe la correzione degli squilibri di bilancio e il raggiungimento di una dinamica sostenibile del debito. I paesi dell'area dell'euro con margine di intervento sui conti pubblici hanno la possibilità di ricorrere a questo spazio di manovra, ad esempio attraverso l'espansione degli investimenti pubblici. L'impegno a conseguire una composizione di finanza pubblica più favorevole alla crescita porterebbe beneficio a tutti i paesi.

Dopo aver ricevuto i progetti di documenti programmatici di bilancio a metà ottobre, la Commissione europea ha riscontrato che una serie di paesi erano a rischio di non conformità con il PSC. Tra i paesi sottoposti al braccio preventivo, sei sono risultati a rischio di non conformità con i requisiti del PSC, ossia Belgio, Italia, Cipro, Lituania, Slovenia e Finlandia; nell'ambito del braccio correttivo, solo la Spagna è risultata a rischio di non conformità. Tuttavia, nonostante alcuni documenti fossero nettamente non conformi alle disposizioni del PSC, la Commissione non ha richiesto aggiornamenti ad alcuno Stato membro. Per un esame più approfondito dei progetti di documenti programmatici di bilancio, si veda il riquadro 5 in questo numero del Bollettino.

Riquadri

1 Impatto dell'accordo dell'OPEC di novembre 2016 sul mercato del petrolio

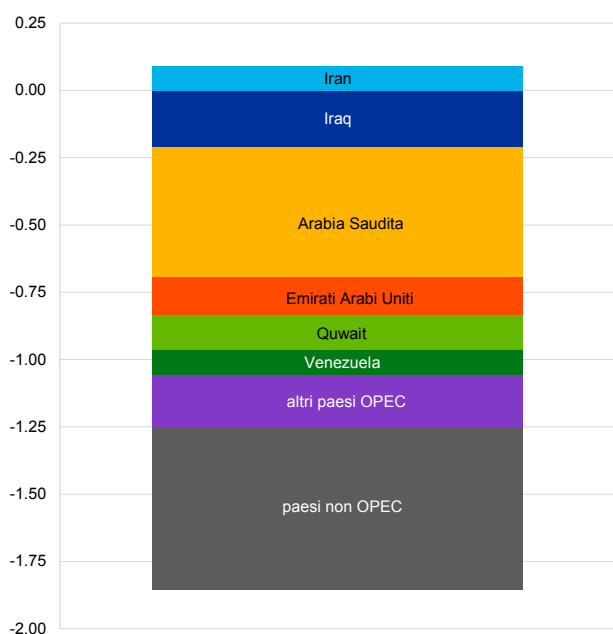
Alla Conferenza Ministeriale del 30 novembre 2016 l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha stabilito la reintroduzione di un tetto di produzione del petrolio a 32,5 milioni di barili al giorno. L'accordo prevede un taglio della produzione di 1,2 milioni di barili al giorno, che sarà applicato con una riduzione uniforme del 4,5 per cento dell'offerta per ogni paese membro, da gennaio a giugno 2017 (cfr. Grafico A). In base alle condizioni e prospettive di mercato, l'accordo per il taglio dell'offerta di petrolio potrebbe essere esteso fino alla fine del 2017. Tuttavia, la Libia e la Nigeria sono state esentate, considerando l'imprevedibilità dell'offerta dei due paesi e il loro essere soggetti a ricorrenti perturbazioni legate all'instabilità politica. L'Iran, che si sta riprendendo dalle sanzioni imposte dall'occidente, ha ricevuto un trattamento speciale con l'attribuzione di un tetto di quattro milioni di barili al giorno - molto al di sopra del suo effettivo livello di produzione. La strategia dell'OPEC di limitare la produzione di petrolio incontra

l'appoggio dei produttori non OPEC che stanno pianificando un taglio di 0,6 milioni di barili al giorno. L'offerta mondiale subirà un calo dell'1,9 per cento, rispetto alla crescita del 2,6 per cento registrata nel periodo 2015-2016.

Grafico A

Tagli alla produzione decisi alla riunione OPEC del 30 novembre

(milioni di barili al giorno)



Fonte: OPEC.

Note: Iran: 0,09 mb/g, Iraq: -0,21 mb/g, Kuwait: -0,13 mb/g, Arabia Saudita: -0,49 mb/g, Emirati Arabi Uniti: -0,14 mb/g, Venezuela: -0,10 mb/g, non OPEC: -0,60 mb/g; "Altri paesi OPEC" comprende Algeria (-0,05 mb/g), Angola (-0,08 mb/g), Ecuador (-0,03 mb/g), Gabon (-0,01 mb/g) e Qatar (-0,03 mb/g).

Questo riquadro analizza la nuova strategia di offerta e fornisce una valutazione delle potenziali ripercussioni sul prezzo del petrolio.

A partire dall'annuncio da parte dell'OPEC, il 28 settembre scorso, della propria intenzione di ripristinare il tetto massimo di produzione, il prezzo del petrolio ha oscillato tra i 44 e i 54 dollari USA al barile. Tale oscillazione si è tradotta in una maggiore volatilità, pur con un aumento non significativo dei corsi petroliferi, dal momento che il clima di mercato riguardo alla probabilità di reintrodurre delle quote di produzione si è dimostrato volubile. In seguito all'accordo, il prezzo del Brent è aumentato rapidamente di 6 dollari statunitensi al barile (passando da 45,9 dollari USA il 29 novembre a 52,0 dollari USA il 7 dicembre). Tuttavia, alcune delle considerazioni che hanno provocato incertezza del mercato restano prevalenti.

Per la prima volta i produttori OPEC e non OPEC si sono accordati su un'azione coordinata di taglio dell'offerta.

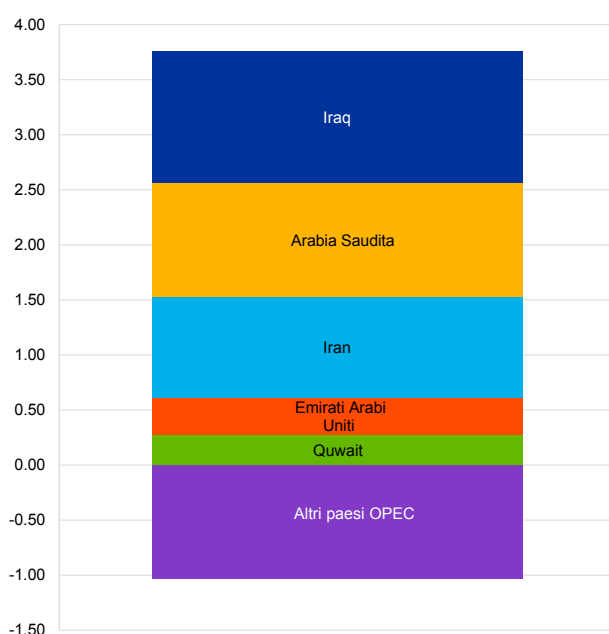
La collaborazione è sostenuta dal

desiderio comune di vari paesi di migliorare la condizione finanziaria delle proprie economie. Il contributo dell'OPEC è più modesto rispetto ad altre occasioni (circa la metà del taglio applicato durante la crisi asiatica o la Grande Recessione), ma il coinvolgimento dei produttori non OPEC ha aiutato ad assicurare una riduzione considerevole dell'offerta di petrolio. Ciononostante, il taglio effettivo potrebbe risultare inferiore a quanto annunciato. Resta da vedere, infatti, in se la Russia e gli altri produttori non OPEC rispetteranno i propri impegni.

Grafico B

Variazioni nell'offerta dei paesi OPEC negli ultimi due anni

(milioni di barili al giorno)



Fonte: Agenzia Internazionale dell'Energia

Note: Iran: 0,91 mb/g, Iraq: 1,19 mb/g, Kuwait: 0,28 mb/g, Arabia Saudita: 1,04 mb/g, Emirati Arabi Uniti: 0,34 mb/g, "Altri paesi OPEC" comprende Algeria (-0,01 mb/g), Angola (-0,17 mb/g), Gabon (-0,03 mb/g), Libia (-0,18 mb/g), Nigeria (-0,32 mb/g), Qatar (0,06 mb/g), Venezuela (-0,32 mb/g), Ecuador (0,01 mb/d), Indonesia (0,04 mb/g).

Con quest'accordo, l'Arabia Saudita fa marcia indietro rispetto alla strategia adottata a novembre 2014 per difendere la propria quota di mercato.

All'epoca, lo stato saudita si oppose all'iniziativa proposta dai produttori più piccoli di limitare la produzione per prevenire una futura flessione del prezzo del petrolio. Di conseguenza, dall'inizio del 2015, l'offerta complessiva dei paesi OPEC è aumentata di 2,7 milioni di barili al giorno, principalmente provenienti da Iraq, Arabia Saudita e poi Iran; tuttavia i tassi di produzione di alcuni paesi membri dell'organizzazione sono scesi in ragione di corsi petroliferi bassi.

L'impatto della decisione dell'OPEC sui futuri corsi petroliferi può essere quantificata con un'ampia serie di modelli.

Ad esempio, la contrazione dell'offerta è stata analizzata attraverso la lente dei modelli utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema¹ e con l'aiuto di un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) del mercato del petrolio con restrizioni di segno simile a quello proposto da Kilian e Murphy². In base a tali modelli, si stima che il prezzo del petrolio entro la fine del 2017 salga su valori tra il 19 e il 25 per cento più elevati rispetto alle proiezioni dello scenario di base fondate sulle future quotazioni di petrolio³.

Questo scenario in crescita, tuttavia, è avvolto da un rischio di ribasso. In primo luogo, l'esistenza di scorte massicce accumulate in oltre due anni di eccesso di offerta potrebbe fungere da cuscinetto supplementare,

¹ Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi nel numero 4/2015 di questo bollettino*.

² "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, 2014, pp. 454-478.

³ Le proiezioni dello scenario di base suggeriscono che il prezzo del petrolio raggiungerà i 55 dollari USA al barile entro la fine del 2019. L'analisi condotta in questo riquadro è sostanzialmente in linea con un andamento alternativo dei corsi petroliferi impiegato per condurre un'analisi di sensibilità sulle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, subordinate, tra l'altro, ai contratti future sul prezzo del petrolio prima dell'accordo dell'OPEC. I risultati di tale analisi sono presentati nel Riquadro 3 "Analisi di sensibilità e di scenario", delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016*, disponibile sul sito della BCE.

ammortizzando potenziali improvvise e ampie reazioni del prezzo del petrolio. In secondo luogo, gli andamenti della produzione nei paesi OPEC con deroga potrebbero compensare, in parte, l'offerta. In terzo luogo, la possibile reazione endogena dell'offerta dei paesi non OPEC potrebbe limitare la reazione dei corsi petroliferi. In particolare, le modifiche strutturali introdotte dalla rivoluzione shale negli Stati Uniti hanno ridotto i costi di estrazione del petrolio da scito, portandoli a livelli inferiori rispetto a quelli di altri produttori di petrolio non convenzionale, un cambiamento che avrà probabili ripercussioni sull'equilibrio del prezzo del greggio.

Nel lungo periodo, le quotazioni del petrolio restano legate ai costi marginali di produzione. Le condizioni strutturali di mercato non sono cambiate nel frattempo, anzi, il mercato del petrolio è oggi più competitivo di due anni fa, poiché la sostanziale ristrutturazione del settore petrolifero negli Stati Uniti e l'evoluzione della tecnologia hanno ridotto ulteriormente il prezzo break-even per pozzo shale di oltre un quinto negli ultimi tre anni⁴.

⁴ Rystad Energy, "North American Shale Report", NASReport, 2016.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 luglio al 25 ottobre 2016

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e sesto periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, ossia dal 27 luglio al 13 settembre e dal 14 settembre al 25 ottobre rispettivamente. Nel periodo in esame, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati allo 0,00, 0,25 e -0,40 per cento rispettivamente. Il 28 settembre 2016 è stata regolata per un importo di 45,3 miliardi di euro la seconda operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della seconda serie di OMRLT (OMRLT-II). La liquidità immessa con tale operazione è stata in parte compensata dai rimborsi obbligatori per la prima serie di OMRLT (OMRLT-I) e dai rimborsi volontari per la prima operazione OMRLT-I, per complessivi 11 miliardi di euro. Tale immissione di liquidità netta pari a 34,2 miliardi di euro ha comportato un aumento dell'ammontare totale per entrambi i programmi di OMRLT, saliti a 497,2 miliardi di euro alla fine del periodo in esame. L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, titoli societari e attività cartolarizzate come parte del proprio programma ampliato di acquisto di attività (PAA) per un importo programmato di 80 miliardi di euro al mese.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 908 miliardi di euro, aumentando di 65 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero il terzo e quarto periodo di mantenimento dell'anno). La crescita del fabbisogno di liquidità è ascrivibile quasi interamente ad un aumento di 63,2 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto il valore record di 790,8 miliardi, a fronte di un incremento solo marginale delle riserve obbligatorie minime (cfr. tavola).

I fattori di immissione di liquidità sono aumentati leggermente nel periodo in esame: il calo delle attività nette denominate in euro è stato compensato da un incremento delle attività nette sull'estero. Le attività nette medie denominate in euro hanno subito un calo di 30,4 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento, scendendo a 439,9 miliardi. La flessione delle attività nette denominate in euro ha rispecchiato la svalutazione dei titoli detenuti dall'Eurosistema per fini non connessi alla politica monetaria, nonché l'aumento delle passività detenute dagli istituti ufficiali esteri presso le banche centrali nazionali. Quest'ultimo aumento è probabilmente imputabile alla scarsità di alternative disponibili sul mercato. Le attività nette sull'estero hanno registrato un incremento di 32,1 miliardi di euro, fino a 686,3 miliardi, principalmente a seguito di rivalutazioni trimestrali di portafoglio che hanno riflesso l'indebolimento dell'euro (compensate in fine da variazioni equivalenti che hanno avuto ripercussioni anche su altri fattori autonomi di assorbimento della liquidità).

Tavola

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 27 luglio al 25 ottobre 2016		Dal 27 aprile al 26 luglio 2016		Sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.916,7	(+65,0)	1.851,7	1.938,4	(+40,3)	1.898,0	(+0,3)	
Banconote in circolazione	1.095,5	(+13,3)	1.082,3	1.094,7	(-1,5)	1.096,2	(+9,1)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	151,9	(+0,2)	151,6	168,3	(+30,5)	137,8	(-37,7)	
Altri fattori autonomi	669,3	(+51,5)	617,7	675,3	(+11,3)	664,0	(+28,9)	
Strumenti di politica monetaria								
Conti correnti	762,0	(+120,1)	641,9	777,4	(+28,6)	748,8	(+91,4)	
Riserve obbligatorie minime	117,2	(+1,7)	115,5	117,8	(+1,1)	116,7	(+0,8)	
Depositi presso la banca centrale	369,9	(+53,3)	316,6	387,3	(+32,2)	355,1	(+32,0)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.126,2	(+1,7)	1.124,5	1.115,5	(-19,8)	1.135,3	(+3,0)	
Attività nette sull'estero	686,3	(+32,1)	654,2	687,8	(+2,8)	685,0	(+18,9)	
Attività nette denominate in euro	439,9	(-30,4)	470,3	427,8	(-22,6)	450,3	(-15,9)	
Strumenti di politica monetaria								
Operazioni di mercato aperto	1.922,7	(+236,8)	1.685,9	1.987,9	(+121,0)	1.866,9	(+120,6)	
Operazioni d'asta offerte	533,5	(+18,4)	515,0	540,9	(+13,7)	527,2	(+8,0)	
ORP	40,6	(-9,8)	50,5	37,4	(-6,1)	43,5	(-4,1)	
ORLT a tre mesi	19,3	(-8,2)	27,6	17,7	(-3,0)	20,7	(-3,8)	
Operazioni ORLT-I	60,3	(-253,9)	314,1	56,3	(-7,4)	63,7	(-155,2)	
Operazioni ORLT-II	413,2	(+290,4)	122,9	429,5	(+30,2)	399,3	(+171,1)	
Portafogli definitivi	1.389,2	(+218,4)	1.170,9	1.447,0	(+107,3)	1.339,7	(+112,6)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	15,9	(-2,4)	18,3	15,2	(-1,3)	16,5	(-1,3)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	7,4	(-0,7)	8,0	7,2	(-0,3)	7,5	(-0,2)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	191,6	(+11,8)	179,7	194,7	(+5,9)	188,8	(+5,6)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	107,1	(-4,0)	111,1	105,4	(-3,1)	108,5	(-2,4)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	20,5	(+1,0)	19,5	20,7	(+0,4)	20,3	(+0,4)	
Programma di acquisto del settore pubblico	1.023,0	(+192,3)	830,7	1.072,9	(+92,6)	980,3	(+99,1)	
Programma per l'acquisto di titoli del settore privato	23,9	(+20,4)	3,5	30,8	(+12,9)	17,9	(+11,4)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,1)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	908,0		843,1	941,1	(+61,4)	879,7	(-2,0)	
Fattori autonomi ¹⁾	790,8	(+63,2)	727,6	823,3	(+60,3)	763,0	(-2,9)	
Liquidità in eccesso	1.014,7	(+171,9)	842,8	1.046,8	(+59,6)	987,2	(+122,6)	
Andamento dei tassi di interesse (valori medi percentuali)								
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,342	(-0,008)	-0,333	-0,345	(-0,006)	-0,339	(-0,009)	

Fonte: BCE.

Note: dato che tutte le cifre riportate in tabella sono state arrotondate, in alcuni casi il valore indicato come variazione rispetto al periodo precedente non corrisponde alla differenza effettiva tra i valori arrotondati forniti per i due periodi (differenza di 0,1 miliardi di euro).

1) Comprende "voci in via di definizione".

La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata rispetto al precedente periodo di riferimento,

riflettendo principalmente le forti fluttuazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e, seppur in misura molto minore, la rivalutazione trimestrale delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro. Al contempo, l'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi dell'Eurosistema è aumentato di 5,1 miliardi di euro nel periodo in rassegna, raggiungendo 11,3 miliardi.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

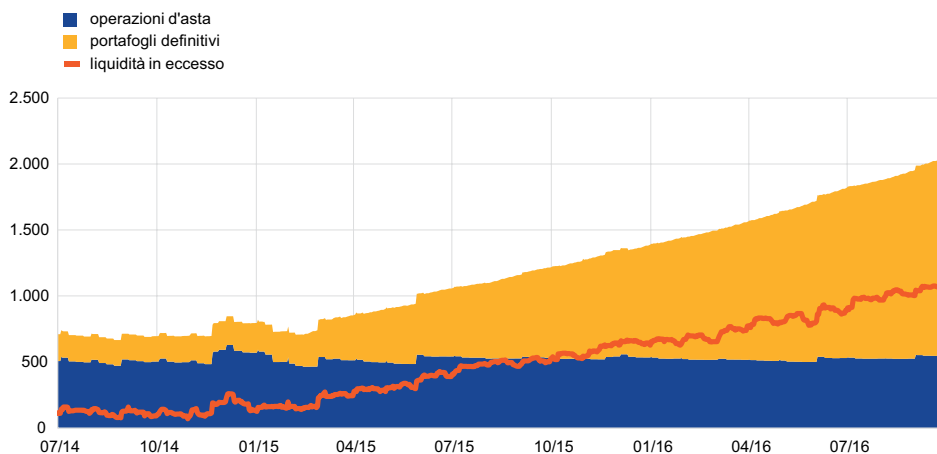
L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e programmi di acquisto di attività) è aumentato di 236,8 miliardi di euro, raggiungendo i 1.922,7 miliardi (cfr. grafico). L'incremento è principalmente dovuto al programma ampliato di acquisto di attività della BCE.

L'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è cresciuto di 18,4 miliardi di euro, fino a 533,5 miliardi. L'incremento della liquidità offerta tramite OMRLT ha più che compensato la diminuzione della liquidità fornita tramite le

Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria ed eccesso di liquidità

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

operazioni ordinarie. Nello specifico, la liquidità offerta tramite le ORP e le ORLT a tre mesi si è ridotta di 9,8 e di 8,2 miliardi di euro rispettivamente, mentre l'ammontare netto in essere delle OMRLT è aumentato in media di 36,5 miliardi per effetto del regolamento della seconda OMRLT-II, dei rimborsi obbligatori per le operazioni OMRLT-I e di quelli volontari per la prima operazione OMRLT-I.

L'importo medio della liquidità immessa tramite il programma ampliato di acquisto di attività è cresciuto di 218,4 miliardi di euro, a 1.389,2 miliardi, principalmente per effetto del programma di acquisto di titoli del settore pubblico. La liquidità immessa tramite questo programma, dal terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, dal programma di acquisto di attività cartolarizzate e dal programma di acquisto di attività del settore privato è aumentata di 192,3, di 11,8, di 1,0 e di 20,4 miliardi di euro rispettivamente. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite sono ammontati complessivamente a 7,1 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di 171,9 miliardi di euro, a 1.014,7 miliardi (cfr. grafico). Tale incremento si è verificato principalmente nel quinto periodo di mantenimento, quando la liquidità in eccesso è cresciuta di 122,6 miliardi di euro per effetto della liquidità immessa tramite il programma ampliato di acquisto di attività a fronte di fattori autonomi rimasti praticamente invariati. L'aumento nel sesto periodo di mantenimento è stato più contenuto (59,6 miliardi di euro) in quanto la liquidità immessa tramite il programma di acquisto è stata parzialmente assorbita dalla crescita dei fattori autonomi.

La crescita della liquidità in eccesso ha avuto riscontro in una media più elevata delle disponibilità giornaliere di conto corrente, aumentata di 120,1 miliardi di euro fino a 762 miliardi. Il ricorso relativo ai depositi presso la banca centrale è salito fino a 369,9 miliardi di euro, con un incremento di 53,3 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame i tassi overnight del mercato monetario sono rimasti in prossimità, o appena al di sotto, del tasso sui depositi presso la banca centrale. Nel segmento non garantito, il tasso EONIA (euro overnight index average) si è collocato in media a -0,342 per cento, leggermente in calo rispetto al -0,333 per cento del precedente periodo di riferimento. L'EONIA si è mossa all'interno di un intervallo ristretto, tra un massimo di -0,321 e un minimo di -0,354 per cento. Inoltre, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling per il paniere dei collaterali standard e per quello ampliato sono scesi a -0,401 e -0,395 per cento rispettivamente, segnando un calo di 0,005 e 0,008 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente. Tali tassi hanno oscillato in un intervallo ristretto, ad eccezione della fine del terzo trimestre quando il tasso overnight nel mercato GC Pooling per il paniere dei collaterali standard ha subito una brusca flessione scendendo al -0,457 per cento. Il calo è dovuto ad una riduzione nell'offerta di collaterale di elevata qualità in prossimità dei giorni di rendicontazione, come la fine del trimestre.

3 Indicatori strutturali del contesto operativo dell'area dell'euro

Le prassi operative nei paesi dell'area dell'euro restano molto eterogenee e in generale ben lontane dall'essere tra gli esempi migliori a livello mondiale.

Un contesto operativo favorevole alle imprese può agevolare lo sviluppo di nuove aziende, promuovere l'attività economica, favorire l'occupazione e accrescere la capacità di tenuta delle economie in caso di shock avversi¹. Diverse istituzioni², compresa la BCE³, hanno richiesto riforme del contesto operativo per stimolare il dinamismo economico e incentivare lo spirito d'impresa nell'area dell'euro. Il presente riquadro utilizza indicatori strutturali per illustrare un quadro d'insieme, fatti salienti ed esempi della posizione dei paesi dell'area dell'euro sul loro contesto operativo rispetto ai migliori esempi a livello mondiale, ed evidenziare come la situazione sia cambiata durante la crisi.

Gli indicatori strutturali confermano che il clima operativo nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro rimane piuttosto sfavorevole alle imprese.

L'indicatore della Banca mondiale della "facilità di fare impresa"⁴ rileva i principali aspetti del contesto operativo ed è presentato nel grafico A, con l'asse delle ascisse che indica la classifica mondiale dei paesi e gli istogrammi che mostrano il livello dell'indicatore. I punti gialli evidenziano il cambiamento degli indicatori negli anni 2008-2013, mentre i triangoli rossi rappresentano i progressi compiuti nel periodo 2013-2016. La classifica del *Doing Business Report 2017* indica che non vi è nemmeno un paese dell'area dell'euro tra i primi dieci a livello mondiale⁵. I paesi dell'area meglio classificati sono Estonia (12), Finlandia (13) e Lettonia (14), mentre quelli peggio classificati sono Lussemburgo (59), Grecia (61) e Malta (76). Se si considera l'attuazione delle riforme, paesi come la Lettonia, il Portogallo e la Slovenia hanno mostrato progressi significativi verso un contesto operativo più favorevole alle imprese durante la crisi nel 2008-2013 (punti gialli). Tuttavia, il ritmo delle riforme nel periodo 2013-2016 è stato nettamente più basso nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro (triangoli rossi). In effetti, i progressi nelle principali aree del contesto operativo dal 2013 hanno registrato un'accelerazione solo in Irlanda, Austria, Paesi Bassi, Francia, Spagna, Belgio e Cipro. Al tempo stesso, alcuni paesi dell'area dell'euro si sono allontanati ulteriormente dalle migliori prassi nel periodo 2013-2016 (ad esempio Grecia, Italia, Slovacchia ed Estonia). Inoltre, la media

¹ Quale esempio recente si veda Sondermann, D., "Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures", *ECB Working Paper Series*, n. 1984, novembre 2016.

² Si veda ad esempio la Commissione europea, *Raccomandazione di Raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2016) 726, 16 novembre 2016.

³ Cfr. ad esempio i recenti discorsi dei membri del Comitato esecutivo o le dichiarazioni introduttive del Presidente BCE, tra cui Draghi, M., "The productivity challenge for Europe", The 100th anniversary of the Deusto Business School, Madrid, 30 novembre 2016, o Draghi, M., "Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015", Strasburgo, 21 novembre 2016.

⁴ L'indicatore complessivo Doing Business aggrega 10 sub-indicatori: avviare un'impresa, ottenere i permessi di costruzione, ottenere l'elettricità, registrare gli immobili, ottenere credito, tutelare gli investitori di minoranza, pagare le imposte, commerciare con l'estero, far rispettare i contratti e risolvere le insolvenze. Gli stessi sub-indicatori sono a loro volta il risultato dell'aggregazione di diversi indicatori.

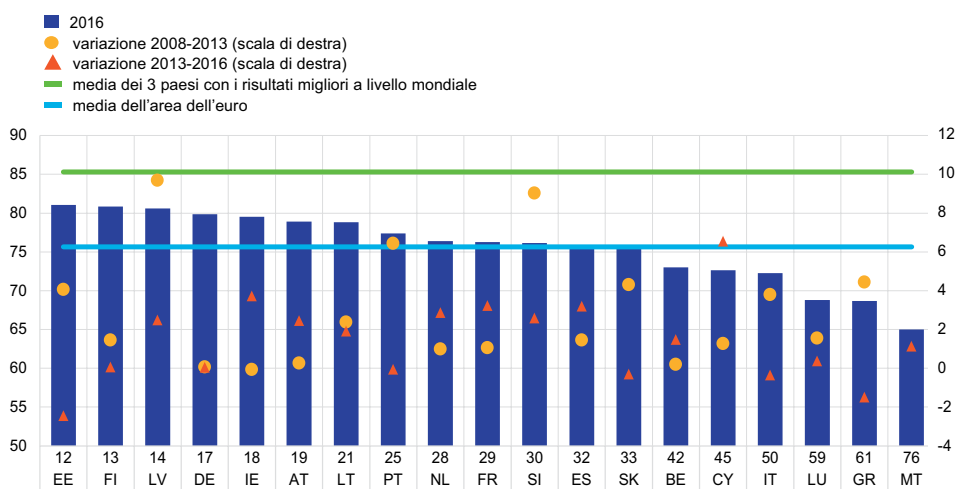
⁵ Si veda il *Doing Business Report 2017*.

dell'area dell'euro (linea azzurra) è lontana dai risultati dei paesi migliori a livello mondiale (linea verde) e la posizione in classifica di alcuni paesi dell'area dell'euro è tra le peggiori nei mercati avanzati.

Grafico A

Classifica generale della “facilità di fare impresa”

(vicinanza alla frontiera (scala di sinistra); attuazione delle riforme (scala di destra))



Fonti: Banca mondiale, Doing Business ed elaborazioni della BCE.

Note: la scala di sinistra illustra la vicinanza alla frontiera. Quanto più alto è questo valore, tanto più vicino è il paese alla frontiera (frontiera=100). Quale misura delle riforme attuate, la scala di destra illustra il cambiamento della vicinanza alla frontiera nei periodi 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Un cambiamento positivo (negativo) nell'attuazione delle riforme significa che un paese si sta avvicinando alla (allontanando dalla) frontiera. Il numero sull'asse delle ascisse rappresenta l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale. Non sono disponibili valori per Malta per il 2008.

La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro rimane inoltre distante dalla frontiera della competitività (cfr. grafico B).

Ciò è confermato dal Global Competitiveness Index⁶, secondo cui numerosi paesi dell'area dell'euro presentano ancora problematiche significative in termini di competitività. Mentre i Paesi Bassi, la Germania e la Finlandia figurano tra le dieci economie più competitive al mondo, diversi paesi dell'area dell'euro sono ancora tra le economie avanzate meno competitive a livello mondiale. In base all'indice, la competitività si è deteriorata nel periodo tra il 2008 e il 2013 in diversi paesi (tra cui Francia, Spagna, Slovenia, Slovacchia, Cipro e Grecia), mentre è lievemente migliorata nel periodo tra il 2013 e il 2016⁷ nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Finlandia e Cipro. Data la bassa crescita della produttività totale dei fattori (PTF) negli ultimi 20 anni nell'area dell'euro, unitamente alle scarse prospettive di aumento della

⁶ Il Global Competitiveness Index valuta il panorama competitivo di 138 economie su una scala da 1 (peggiore) a 7 (migliore), fornendo informazioni sulle determinanti della loro produttività e prosperità. L'indice integra oltre 100 variabili, combinando gli aspetti macroeconomici e microeconomici/aziendali della competitività in un unico indice. Inoltre, l'indicatore generale aggrega 12 pilastri (sub-indicatori), ma in questo riquadro viene riportato solo l'indicatore aggregato.

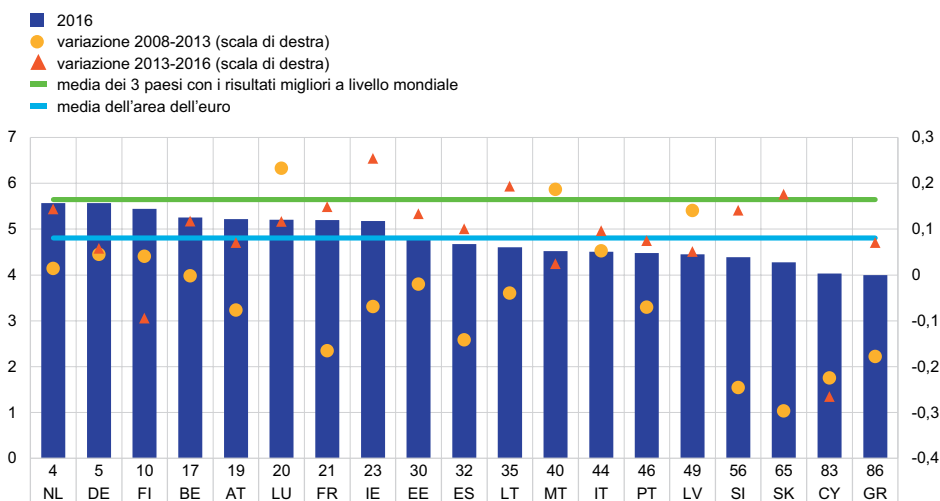
⁷ Si noti che il Global Competitiveness Index corregge i dati per l'effetto del PIL pro capite. Pertanto i paesi con un PIL pro capite più elevato dovrebbero avere, in media, un contesto più competitivo, e quindi la ripresa economica aiuta i paesi a ottenere un punteggio più elevato per l'indicatore.

produttività futura, un netto miglioramento in direzione di strutture più competitive⁸ è essenziale per colmare il divario con le economie più competitive.

Grafico B

“Global Competitiveness Index” generale

(indice (scala di sinistra); attuazione delle riforme (scala di destra))



Fonti: World Economic Forum ed elaborazioni della BCE.

Note: sulla scala di sinistra, i valori più elevati implicano una maggiore competitività. Quale misura delle riforme attuate, la scala di destra illustra il cambiamento dell'indice nei periodi 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Un cambiamento positivo (negativo) nell'attuazione delle riforme maggiore (minore) di zero significa che un paese ha ottenuto risultati migliori (peggiori) alla fine della fase rispetto al punto di partenza. Il numero sull'asse delle ascisse rappresenta l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale.

Le componenti dell'indicatore Doing Business, come ad esempio il “rispetto dei contratti”, confermano che il divario tra i paesi con i migliori risultati e quelli dell'area dell'euro è significativo. La lentezza giudiziaria e le difficoltà nel far rispettare i contratti⁹ possono rappresentare segnali dei limiti del sistema giuridico di un paese. Tali limiti possono ad esempio scoraggiare gli investitori o ridurre l'accesso a finanziamenti esterni di cui le imprese possono avere bisogno. È perciò fonte di preoccupazione il fatto che siano necessari oltre 600 giorni in media per far rispettare un contratto nell'area dell'euro, mentre ne occorrono solo circa 250 nei paesi con i migliori risultati su scala mondiale (cfr. grafico C). In effetti, sono ancora necessari più di tre anni per far rispettare un contratto in Grecia, in Slovenia, in Italia e a Cipro, anche se si osservano alcuni progressi in Slovenia e in Italia dal 2008. Tuttavia l'impegno ad introdurre riforme non è ancora sufficiente rispetto a quanto sarebbe necessario per portare questi paesi vicino a quelli con i migliori risultati. Per contro, occorre meno di un anno in Lussemburgo, in Lituania e in Finlandia.

Devono essere intraprese cinque procedure nell'area dell'euro per avviare un'impresa, il che rappresenta una burocrazia nettamente maggiore rispetto alle migliori prassi mondiali (cfr. grafico D). Questo dato varia, da tre procedure

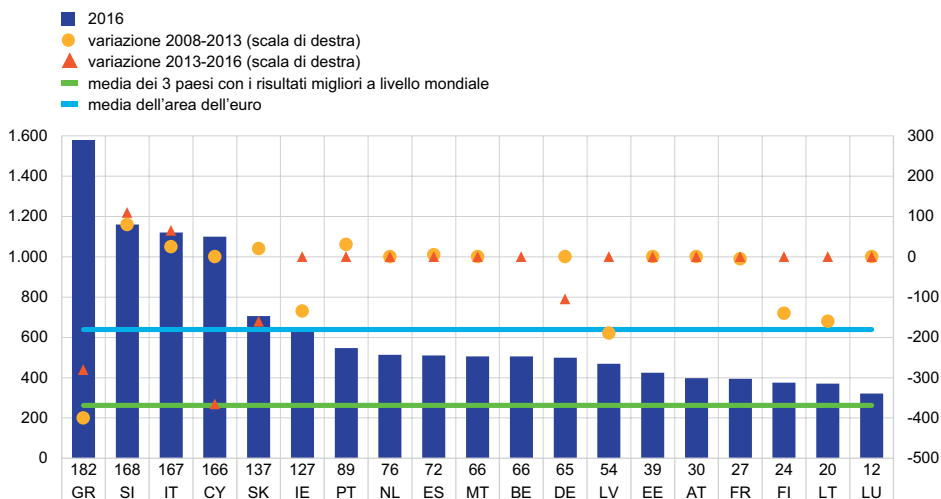
⁸ Cfr. anche “Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM”, nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

⁹ For a detailed review of the literature in this area, see Aboal, D., Noya, N. and Rius, A., “Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence”, *World Development*, Vol. 64, pp. 322–338, 2014, December.

Grafico C

Indicatore “Numero di giorni per far rispettare un contratto”

(rispetto dei contratti: tempo (giorni; scala di sinistra); attuazione delle riforme (scala di destra))



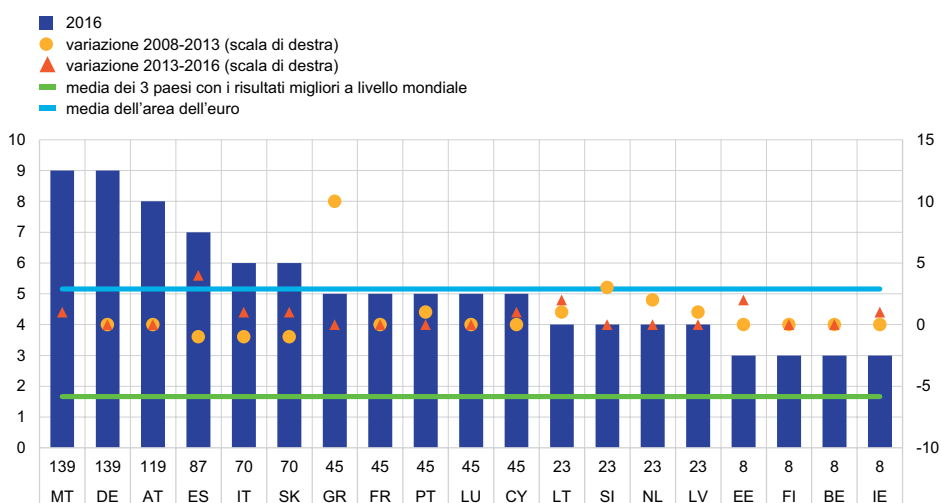
Fonti: Banca mondiale, Doing Business (componente del tempo per far rispettare i contratti) ed elaborazioni della BCE.
 Note: nella scala di sinistra, tanto più alto è il valore, tanto più costoso è far rispettare un contratto in termini di tempo. Quale misura delle riforme attuate, la scala di destra indica la variazione nel numero di giorni necessari all'implementazione di un contratto nei periodi 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Un cambiamento nell'attuazione delle riforme maggiore (minore) di zero significa che un paese si sta avvicinando alle (allontanando dalle) migliori prassi. Il numero sotto il grafico rappresenta l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale. Non sono disponibili valori per Malta per il 2008.

(in Belgio, Estonia, Finlandia e Irlanda) a nove (in Germania e a Malta), mentre i paesi con i risultati migliori a livello mondiale richiedono una sola procedura. Ad eccezione della Grecia, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha compiuto pochi sforzi per ridurre la burocrazia. Una burocrazia rigida e normative gravose

Grafico D

Indicatore “numero di procedure per avviare un'impresa”

(avviare un'impresa: procedure (numero) (scala di sinistra); attuazione delle riforme (scala di destra))



Fonti: Banca mondiale, Doing Business (avviare un'impresa – numero di procedure) ed elaborazioni della BCE.
 Note: nella scala di sinistra, tanto più alto è il valore, tanto più costoso è avviare un'impresa in termini di numero di procedure necessarie per la creazione di una società. Quale misura delle riforme attuate, la scala di destra indica la variazione nel numero di procedure necessarie per avviare un'impresa nel periodo 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Un cambiamento nell'attuazione delle riforme maggiore (minore) di zero significa che un paese si sta avvicinando alle (allontanando dalle) migliori prassi. Il numero sotto il grafico rappresenta l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale. Non sono disponibili valori per Malta per il 2008.

rendono più difficile per le imprese un'allocazione efficiente delle risorse e possono spesso essere indicative di un'amministrazione pubblica inefficiente¹⁰.

Accrescere gli investimenti e la produttività, favorire la creazione di occupazione e garantire una sufficiente capacità di assorbimento degli shock, colmare le suddette debolezze del contesto operativo – anche con misure volte a facilitare l'ingresso di nuove imprese e migliorare la competitività – dovrebbe rappresentare una priorità nell'area dell'euro. Diversi paesi dell'area dell'euro hanno contesti operativi relativamente poco favorevoli alle imprese in base a molteplici indicatori e sarebbero quindi i principali beneficiari di riforme significative in quest'area. Ciò nonostante, il messaggio complessivo delle diverse misure e dei diversi indicatori è che l'area dell'euro è indietro rispetto alle economie con i migliori risultati a livello mondiale. I paesi dell'area possono quindi beneficiare notevolmente dell'attuazione delle riforme per migliorare il contesto operativo.

¹⁰ Cfr. ad esempio [Gust, C.](#), e [Marquez, J.](#), "International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices", *Labour Economics*, vol. 11, numero 1, pagg. 33-58, 2004, febbraio.

Valutazione dell'impatto dei costi delle abitazioni sull'inflazione misurata sullo IAPC

Nell'area dell'euro si è di recente riscontrato un forte aumento dei prezzi degli immobili residenziali, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta su livelli contenuti. L'inflazione tendenziale nel settore abitativo dell'area dell'euro si è rafforzata nell'arco di diversi trimestri e, a metà del 2016, è tornata alla sua media di lungo periodo del 2,9 per cento¹. Questo riquadro esamina le ragioni per cui i costi degli alloggi non abbiano esercitato pressioni al rialzo sull'inflazione armonizzata attraverso la componente dei servizi. I costi degli immobili residenziali rientrano attualmente nello IAPC tramite i canoni di locazione effettivi e i piccoli interventi di riparazione; in linea teorica, invece, lo IAPC comprenderebbe l'intera spesa per i consumi connessi all'abitazione. Al fine di migliorare ulteriormente la pertinenza e la comparabilità dello IAPC, il Sistema statistico europeo sta elaborando una misura dei costi delle abitazioni occupate dai proprietari (owner-occupied housing, OOH)². In tale contesto, questo riquadro approfondisce anzitutto il legame tra prezzi e affitti degli immobili residenziali e valuta poi alcuni dati sperimentali sulle OOH pubblicati da Eurostat all'inizio di quest'anno.

Il calo dell'inflazione sui canoni di locazione degli alloggi ha contribuito alla passata flessione dell'inflazione misurata sulla componente dello IAPC relativa ai servizi. La voce dello IAPC "fitti effettivi per l'abitazione" costituisce il 15 per cento del paniere dei servizi dello IAPC per l'area dell'euro e il suo tasso di inflazione su base annua è solitamente più stabile rispetto a quello di tutti i servizi. Dopo essere scesa a un livello di poco inferiore all'1,5 per cento nel 2010, l'inflazione sugli affitti abitativi è calata ulteriormente all'1,0 per cento circa nel 2015, ben al di sotto della sua media di lungo periodo pari all'1,7 per cento (cfr. grafico A). La dinamica dei prezzi di locazione negli ultimi anni non ha dunque sospinto l'inflazione misurata sulla componente dei servizi, bensì è stata parte integrante della sua contrazione.

In linea di principio, vi è una relazione di lungo periodo tra prezzi e affitti degli immobili residenziali. Ad esempio, qualora i prezzi delle abitazioni siano ritenuti elevati rispetto agli affitti, alcuni proprietari potrebbero decidere di vendere anziché affittare, in previsione di un nuovo acquisto successivo a un prezzo inferiore. Questo eserciterebbe una spinta al ribasso sui prezzi degli immobili e una spinta al rialzo sui canoni di locazione, portando a un adeguamento.

Nella pratica, tuttavia, esistono numerosi elementi di attrito che possono condurre a un diverso andamento protratto nel tempo fra prezzi e affitti nel settore abitativo. Questi elementi di attrito, quali i costi di transazione, i vincoli al finanziamento e la natura a lungo termine di alcuni contratti di locazione, limitano

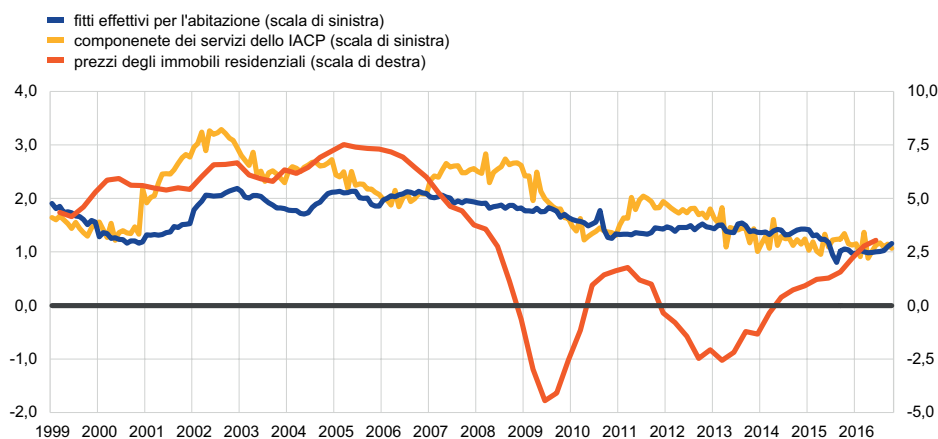
¹ Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero 7/2016 di questo Bollettino. Le medie sono calcolate utilizzando dati risalenti fino al 1999.

² Per maggiori informazioni, cfr. il considerando 10 del Regolamento (UE) 2016/792 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2016 relativo agli indici dei prezzi al consumo armonizzati e all'indice dei prezzi delle abitazioni, e recante abrogazione del Regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio (GU L 135 del 24.5.2016, pag. 11).

Grafico A

Inflazione nell'area dell'euro relativa ad affitti, tutti i servizi e prezzi degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

la sostituibilità tra affitto e proprietà di un immobile. Inoltre, in alcuni paesi dell'area dell'euro, la regolamentazione dei canoni di locazione, compresa l'indicizzazione, è un fattore importante che può provocare una divergenza maggiormente protratta nel tempo fra le due serie di prezzi. Questo vale in particolar modo per gli alloggi popolari, che rappresentano per alcuni paesi una quota significativa della componente "fitti effettivi per l'abitazione" dello IACP a livello nazionale. Laddove gli affitti sono indicizzati a un indice dei prezzi al consumo, la bassa inflazione nell'arco degli ultimi anni può aver esercitato ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione relativa alle locazioni.

Il rapporto fra prezzi e affitti degli immobili residenziali nell'area dell'euro ha subito variazioni nel corso del tempo (cfr. grafico B)³. In particolare, le passate riduzioni dei tassi di interesse con ogni probabilità hanno inciso sull'evoluzione di questo rapporto. Il calo dei tassi di interesse nominali comporta minori rendimenti per altre attività di investimento di riferimento, come le obbligazioni, e implica altresì un minor rendimento richiesto sull'affitto dell'immobile⁴. In pratica, è più probabile che il rendimento da locazione subisca questo adeguamento al ribasso tramite incrementi più rapidi dei prezzi delle abitazioni che non tramite incrementi più lenti dei canoni di locazione. Nondimeno, le variazioni nel rapporto prezzi/affitti mostrano inoltre che, nel periodo antecedente la crisi finanziaria, le valutazioni degli immobili residenziali si erano indebolite in molti paesi. In conclusione, non ci si deve attendere che il recente aumento dell'inflazione relativa ai prezzi delle abitazioni imprima automaticamente un impulso all'inflazione relativa agli affitti e, di conseguenza, all'inflazione misurata sullo IACP.

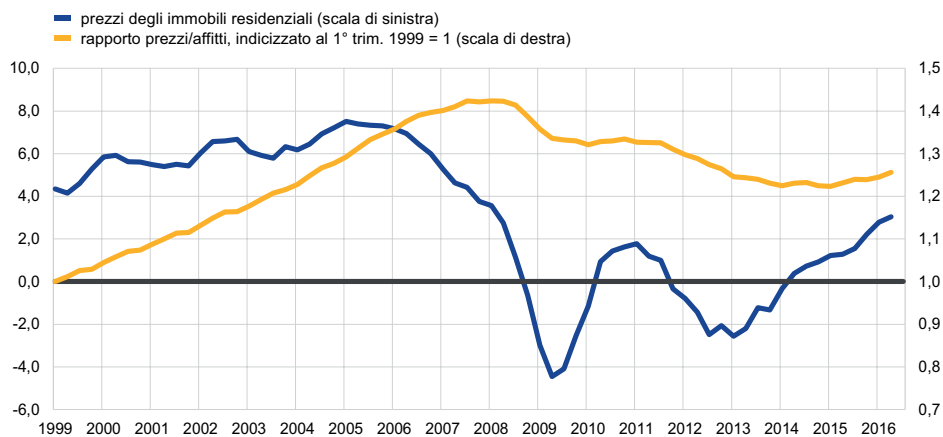
³ Cfr. il riquadro *I prezzi delle abitazioni e la componente degli affitti dello IACP nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2014 del Bollettino mensile della BCE.

⁴ Il rendimento da locazione è definito come il rapporto tra l'ammontare dell'affitto annuo e il prezzo dell'abitazione, ossia l'inverso del rapporto prezzo/affitto, cosicché un minore rendimento da locazione implica un maggiore rapporto prezzo/affitto.

Grafico B

Prezzi degli immobili residenziali e rapporto fra prezzi e affitti

(variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

L'inflazione al consumo armonizzata riflette solo in parte le variazioni dei prezzi relativi agli immobili residenziali, dato che si concentra sugli affitti effettivi e non include i costi delle OOH.

Questa limitazione rispecchia le difficoltà dovute al raggiungimento di un compromesso tra due obiettivi concettuali apparentemente opposti. Il primo verte sul fatto che lo IAPC dovrebbe rendere conto dei prezzi al consumo anziché dei prezzi delle attività. Tuttavia, è più naturale considerare un immobile residenziale non come un bene di consumo ma piuttosto come una forma di attività di investimento, che funge da riserva di ricchezza e fornisce un flusso continuo di servizi abitativi di consumo⁵. Questo suggerirebbe che i prezzi delle abitazioni non dovrebbero rientrare direttamente nello IAPC. Il secondo obiettivo concettuale riguarda il fatto che lo IAPC dovrebbe basarsi solo sui prezzi di transazioni monetarie osservabili. Questo contraddice l'ipotesi che si debba ricorrere ai canoni di locazione di immobili equivalenti per misurare il prezzo del flusso di dividendi corrente dei servizi abitativi utilizzati da un proprietario occupante (noto come il principio di equivalenza del valore locativo).

La natura di questa dicotomia implica che gli istituti nazionali di statistica tendano a trovare un compromesso tra questi due obiettivi per i rispettivi indici dei prezzi al consumo.

Tuttavia, non vi è consenso a livello internazionale in merito alla forma ottimale di compromesso; spesso assumono un ruolo determinante le singole caratteristiche di ciascun paese e le finalità principali per cui si utilizza l'indice dei prezzi al consumo. Molti paesi con mercati degli affitti omogenei e avanzati hanno deciso di adottare l'approccio dell'equivalenza del valore locativo⁶. Altri paesi, specie quelli in cui i dati distinguono fra prezzi per la struttura abitativa (che riflette la parte dell'immobile legata al bene di consumo) e prezzi per il terreno (che riflette la parte dell'immobile legata all'attività di investimento), ricavano il loro indice dei

⁵ In questo senso, un'abitazione può essere paragonata a un titolo azionario, ossia un'attività che genera anche un flusso di dividendi.

⁶ Ad esempio, l'Office for National Statistics del Regno Unito ha recentemente annunciato che l'istituto adotterà come principale misura di inflazione un indice dei prezzi al consumo comprensivo dell'equivalenza del valore abitativo.

prezzi delle OOH direttamente dal prezzo della struttura abitativa. Nell'area dell'euro, sussiste un alto grado di eterogeneità nei mercati delle abitazioni fra i vari paesi appartenenti all'area, con la quota degli alloggi occupati dai proprietari compresa fra meno del 50 per cento e oltre il 90 per cento. Per più di 15 anni il Sistema statistico europeo ha quindi adottato un approccio basato sul prezzo osservabile dell'immobile residenziale; tuttavia, questo significa che l'indice include ancora un elemento di prezzo in termini di attività.

Eurostat ha pubblicato nuovi dati sperimentali sulle OOH all'inizio dell'anno, forniti dagli istituti nazionali di statistica dei paesi dell'UE.

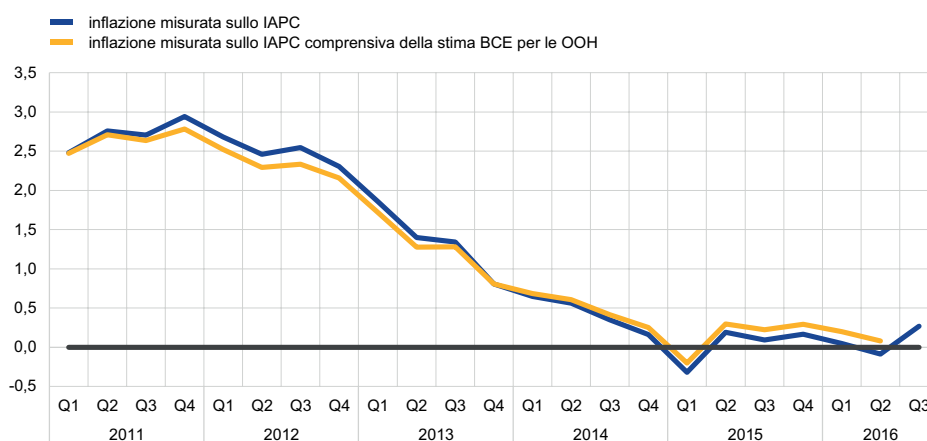
Questi indici dei prezzi delle OOH riflettono le variazioni di prezzo degli acquisti *netti* delle abitazioni da parte del settore delle famiglie, escludendo le transazioni fra privati. I calcoli indicativi elaborati dagli esperti della BCE, volti a illustrare la portata del potenziale effetto che potrebbe avere l'inclusione degli indici nazionali delle OOH nello IAPC dell'area dell'euro, comportano differenze in termini assoluti nei tassi di inflazione fino a 0,2 punti percentuali per ciascun trimestre, ma nessuna differenza in media nell'arco degli ultimi cinque anni. Questi indici nazionali dei prezzi delle OOH sono disponibili solo a cadenza trimestrale e con un certo ritardo (i dati più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2016)⁷. Nell'attuale congiuntura, la stima comprensiva delle OOH mostra un tasso di inflazione poco più alto rispetto allo IAPC, ma non in misura significativa (cfr. grafico C). Occorre comunque tenere presente il carattere sperimentale di questi dati, dato che approccio e metodologia sono ancora in fase di valutazione da parte di Eurostat.

Nel complesso, i costi delle abitazioni offrono al momento un sostegno limitato all'inflazione misurata sullo IAPC. Le componenti abitative attualmente incluse

Grafico C

Inflazione nell'area dell'euro e costi delle OOH

(variazioni percentuali su base trimestrale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

⁷ Nello specifico, questi indici delle OOH sperimentali su base trimestrale sono pubblicati soltanto unitamente ai dati dello IAPC per l'ultimo mese del trimestre successivo al trimestre di riferimento. Questo significa che i dati per il 3° trimestre del 2016 saranno pubblicati con i dati dello IAPC di dicembre 2016 in gennaio 2017. Maggiori informazioni in merito a questi nuovi dati sperimentali sono reperibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm.

nello IAPC, specie i canoni di locazione, continuano ad agire da freno sull'inflazione in parte per via della loro indicizzazione all'inflazione. Un calcolo illustrativo elaborato dagli esperti della BCE, sulla base degli indici nazionali dei prezzi delle OOH pubblicati da Eurostat, mostra che ampliare la copertura dello IAPC per tenere conto dei costi delle OOH non inciderebbe in maniera sostanziale sulla valutazione dell'inflazione.

5 Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2017 e situazione di finanza pubblica nell'insieme dell'area dell'euro

Il 16 novembre la Commissione europea ha pubblicato i suoi pareri sui documenti programmatici di bilancio per il 2017 presentati dai governi dei paesi dell'area dell'euro¹, unitamente a un'analisi della situazione di finanza pubblica nel complesso dell'area. I pareri sui documenti programmatici di bilancio comprendono una valutazione della conformità di tali documenti al Patto di stabilità e crescita (PSC). Inoltre, danno seguito alle indicazioni fornite nelle raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio nel quadro del Semestre europeo 2016, adottate dal Consiglio Economia e finanza il 12 luglio 2016². Contestualmente ai pareri, la Commissione ha diffuso la comunicazione *Towards a positive fiscal stance for the euro area*, in cui esamina l'attuale ruolo delle politiche di finanza pubblica nell'area dell'euro a livello aggregato. Ciò riflette il mandato stabilito dal Regolamento (UE) n. 473/2013 (parte del "two-pack"), che richiede alla Commissione di condurre "una valutazione globale della situazione di bilancio e delle prospettive nell'intera zona euro, sulla base delle prospettive di bilancio nazionali e delle relative interazioni in tutta la zona".

Sulla scorta delle previsioni economiche dell'autunno 2016, la Commissione ha ritenuto pienamente conformi al PSC solo cinque dei 18 documenti programmatici di bilancio. Come già lo scorso anno, la Commissione valuta "conformi" al PSC i documenti di Germania, Estonia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Slovacchia (tutti sottoposti al braccio preventivo), mentre reputa solo "sostanzialmente conformi" i documenti programmatici di bilancio di cinque paesi (cfr. tavola³). Tra questi, Irlanda, Lettonia, Malta e Austria rientrano nel braccio preventivo del PSC; la Francia è soggetta al braccio correttivo, segnatamente alla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Sebbene le previsioni indichino per la Francia un calo del rapporto tra disavanzo complessivo e PIL al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento entro il 2017, scadenza della PDE, la correzione del disavanzo eccessivo non sarebbe duratura in ragione dei considerevoli ritardi cumulati nello sforzo strutturale rispetto agli impegni nel quadro del PSC⁴.

¹ Sono esclusi i documenti programmatici di bilancio dei paesi dell'area dell'euro sottoposti a un programma di assistenza finanziaria, attualmente la Grecia.

² Cfr. il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

³ Per informazioni dettagliate sui criteri alla base della valutazione cfr. le note di accompagnamento della tavola.

⁴ Secondo le previsioni economiche dell'autunno 2016 della Commissione europea, lo sforzo strutturale sarebbe pari allo 0,6 per cento del PIL nell'intero periodo 2015-2017, a fronte del 2,2 per cento del PIL indicato nella raccomandazione della PDE del 2015 rivolta dal Consiglio alla Francia.

Tavola

Documenti programmatici di bilancio per il 2017

	Obiettivo di bilancio a medio termine (OMT)	Saldo strutturale 2017 (previsioni dell'autunno 2016 della CE)	Effettivo risanamento strutturale 2017 (previsioni dell'autunno 2016 della CE)	Impegno di risanamento strutturale 2017 nel quadro del PSC (in punti percentuali)
Conforme con il PSC				
Germania	-0,5	0,4	-0,2	all'OMT
Estonia*	0,0	-0,2	-0,8	all'OMT
Lussemburgo	-0,5	0,4	-1,5	all'OMT
Paesi Bassi	-0,5	-0,2	0,3	all'OMT
Slovacchia	-0,5	-1,4	0,6	0,5
Sostanzialmente conforme con il PSC				
Irlanda ¹	-0,5	-1,0	0,7	0,6
Lettonia*, ¹	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2
Malta ¹	0,0	-0,7	0,4	0,6
Austria*, ¹	-0,5	-0,9	0,1	-0,1
Francia (scadenza PDE 2017) ²	-0,4	-2,3	0,2	0,9
A rischio di non conformità con il PSC				
Belgio ³	0,0	-2,0	0,7	0,6
Italia ³	0,0	-2,2	-0,5	0,6
Cipro*, ³	0,0	-1,3	-1,4	-0,4
Lituania*, ³	-1,0	-1,4	-0,4	-0,2
Slovenia ³	0,25	-2,3	-0,2	0,6
Finlandia*, ³	-0,5	-1,6	-0,3	0,6
Portogallo (scadenza PDE 2016) ⁴	0,25	-2,4	0,0	0,6
Spagna (scadenza PDE 2018) ⁴	0,0	-3,8	0,0	0,5

Fonti: Commissione europea e AMECO.

Note: * Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Austria e Finlandia hanno presentato richiesta di flessibilità nel quadro del PSC (in relazione a riforme strutturali, investimenti e pensioni).

1) Per quanto concerne i paesi sottoposti al braccio preventivo del PSC, i documenti programmatici di bilancio risultano "sostanzialmente conformi" se, stando alle previsioni della Commissione, tali documenti possono comportare una certa deviazione dall'OMT o dal percorso di avvicinamento a esso ma l'insufficienza dell'intervento volto a conseguire l'obiettivo non rappresenterebbe una deviazione significativa dall'aggiustamento richiesto. Le deviazioni dagli obiettivi di bilancio nel quadro del braccio preventivo sono considerate "significative" se superano lo 0,5 per cento del PIL in un anno o, in media, lo 0,25 per cento del PIL in due anni consecutivi. Al contempo, l'intervento dei paesi membri è considerato conforme al parametro per la riduzione del debito "se del caso".

2) Per i paesi soggetti a PDE, la Commissione reputa i documenti programmatici di bilancio "sostanzialmente conformi" se prevede che gli obiettivi di disavanzo complessivo saranno soddisfatti ma riscontra interventi chiaramente insufficienti per il risanamento di bilancio rispetto allo sforzo raccomandato, che mettono a repentaglio la conformità con la raccomandazione della PDE.

3) Nell'ambito del braccio preventivo, la Commissione valuta i documenti programmatici di bilancio "a rischio di non conformità con il PSC" se prevede per il 2017 una deviazione significativa dall'OMT, o dal percorso di avvicinamento a esso, e/o la non conformità al parametro per la riduzione del debito "se del caso".

4) La Commissione ritiene che i paesi soggetti a PDE siano "a rischio di non conformità" se le sue previsioni per il 2017 (subordinate a conferma ex-post) potrebbero condurre a un rafforzamento della PDE poiché indicano che né lo sforzo di bilancio raccomandato né l'obiettivo di disavanzo complessivo raccomandato saranno conseguiti.

Sebbene alcuni documenti programmatici di bilancio devino in misura significativa dalle disposizioni del PSC, a fine ottobre la Commissione non aveva richiesto ad alcuno Stato membro di presentare un documento aggiornato, non ritenendo che ricorresse il criterio della non conformità "particolarmente grave" previsto dal Regolamento (UE) n. 473/2013. Tuttavia, la Commissione valuta "a rischio di non conformità con il PSC" i documenti programmatici di bilancio di otto paesi, rispetto ai cinque individuati nell'esercizio dello scorso anno. Nell'ambito del braccio correttivo del PSC, il gruppo emerso dalla valutazione di quest'anno comprende Portogallo e Spagna⁵, soggetti a PDE con scadenza rispettivamente nel 2016 e nel 2018. Secondo il parere della Commissione, nel 2016 entrambi i paesi hanno attuato interventi efficaci in risposta

⁵ Spagna e Lituania, che avevano presentato documenti programmatici di bilancio basati sull'ipotesi di politiche invariate vista l'impossibilità di formare un nuovo governo in seguito alle elezioni politiche, sono state esortate a presentare quanto prima i documenti aggiornati. Il 9 dicembre il consiglio dei ministri spagnolo ha approvato l'aggiornamento del documento programmatico di bilancio per il 2017, che prevede un disavanzo complessivo del 3,1 per cento e un miglioramento dello 0,5 per cento del rapporto tra disavanzo strutturale e PIL, in linea con gli impegni assunti nel quadro della PDE.

alle notifiche emesse il 2 agosto ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 9, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), che li esortavano ad adottare misure aggiuntive. Al tempo stesso sono previste carenze significative nell'azione di risanamento strutturale per il 2017, benché le autorità spagnole abbiano presentato un documento programmatico di bilancio basato sull'ipotesi di politiche invariate entro il termine del 15 ottobre e si siano impegnate a sottoporre all'Eurogruppo un documento aggiornato pienamente conforme nella riunione del 5 dicembre⁶.

Nell'ambito del braccio preventivo, il gruppo include sei Stati membri. Per Belgio, Italia, Cipro e Slovenia, il miglioramento del saldo strutturale verso l'obiettivo di medio termine (OMT) disattenderebbe le richieste in misura significativa, superiore cioè a oltre 0,5 punti percentuali del PIL. Tale valutazione sarebbe confermata anche qualora ai paesi in questione fosse concessa ex post la flessibilità nel quadro del PSC richiesta dai governi nei rispettivi documenti programmatici di bilancio. Nello stesso gruppo rientrano anche Lituania e Finlandia. In questi due casi l'insufficienza degli interventi strutturali rispetto all'OMT si manterrebbe al di sotto della soglia di significatività indipendentemente dall'applicazione ex post della flessibilità richiesta. La Commissione valuterà nella primavera del 2017 se i paesi interessati possano deviare dal percorso di aggiustamento verso l'OMT in virtù delle disposizioni del PSC sulla flessibilità.

Per quanto riguarda Italia e Belgio, i pareri della Commissione implicano che la conformità con il braccio preventivo non si configura più come fattore mitigante nel valutare l'inosservanza della regola del debito da parte dei due paesi.

Nella riunione del 5 dicembre l'Eurogruppo ha osservato che "alla luce della non conformità prima facie con il parametro per la riduzione del debito, la Commissione emetterà un nuovo rapporto ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE" in relazione a entrambi i paesi. Nel caso dell'Italia, la Commissione aveva inizialmente previsto di riconsiderare la propria valutazione dei fattori pertinenti a novembre, con un nuovo rapporto basato sul documento programmatico di bilancio per il 2017⁷.

Dai documenti programmatici emerge un orientamento sostanzialmente neutro delle politiche di finanza pubblica nell'area dell'euro, che coniuga stabilizzazione aggregata ed esigenze di sostenibilità.

In linea generale, il concetto dell'intonazione aggregata delle politiche di bilancio nell'area offre un utile contributo al dibattito sulle politiche economiche e alle analisi economiche a livello dell'area dell'euro, dove la politica monetaria unica convive con le politiche di bilancio di paesi diversi⁸. Tuttavia, essa non comporta alcun obbligo giuridico per gli Stati membri, che continuano a essere vincolati dal PSC. Il 5 dicembre, nel prendere atto della comunicazione della Commissione sull'orientamento adeguato delle politiche di bilancio nell'area, l'Eurogruppo ha sottolineato "l'importanza di trovare un giusto equilibrio tra la necessità di assicurare sostenibilità e quella di promuovere investimenti che rafforzino la fragile ripresa economica". Ha altresì ricordato che a

⁶ Cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf.

⁷ Per maggiori informazioni cfr. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727_de.htm

⁸ Per un'analisi delle difficoltà che caratterizzano la valutazione dell'orientamento delle politiche di bilancio, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

luglio i ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro avevano giudicato adeguato l'equilibrio raggiunto con l'orientamento di bilancio sostanzialmente neutro per il 2017.

Al tempo stesso, l'orientamento sostanzialmente neutro delle politiche di bilancio riflette una ripartizione subottimale tra Stati, come osservato anche dalla Commissione. Da un lato, un considerevole numero di paesi dell'area dell'euro deve intensificare l'azione di risanamento strutturale per conformarsi al PSC. Dall'altro, alcuni paesi superano i rispettivi OMT e dispongono quindi di spazio di manovra nei bilanci. Al riguardo, la dichiarazione dell'Eurogruppo precisa che “questi Stati membri potrebbero sfruttare la favorevole situazione dei loro conti pubblici per rafforzare ulteriormente la domanda interna e la crescita potenziale [...], rispettando nel contempo l'OMT [...]”⁹.

In prospettiva, un adeguato strumento di bilancio per l'area dell'euro agevolerebbe il raggiungimento degli obiettivi di politica fiscale a livello aggregato dell'area. La relazione dei cinque presidenti¹⁰, pubblicata a giugno 2015, esorta a integrare il quadro istituzionale dell'Unione economica e monetaria con uno strumento di bilancio per l'area dell'euro, che permetta ad esempio di aumentare la capacità di stabilizzazione automatica al verificarsi di shock macroeconomici su vasta scala. La relazione evidenzia che l'“obiettivo di una stabilizzazione automatica a livello di zona euro non sarebbe l'affinamento attivo del ciclo economico, bensì una migliore ammortizzazione dei grandi shock macroeconomici [...]”. Al riguardo, si sottolinea che qualsiasi progresso verso una maggiore ripartizione dei rischi all'interno dell'area sarebbe “il coronamento di un processo che presuppone un considerevole grado di convergenza economica, l'integrazione finanziaria e un ulteriore coordinamento e condivisione del processo decisionale sui bilanci nazionali, con corrispondente rafforzamento del controllo democratico”¹¹.

In assenza di strumenti simili e alla luce delle regole di finanza pubblica dell'UE, la composizione dei bilanci nazionali resta lo strumento fondamentale per sostenere l'attività economica. A questo proposito, la Commissione afferma che “i documenti programmatici di bilancio prevedono modifiche solo molto limitate alla composizione dei conti pubblici nel periodo 2016-2017 nel complesso dell'area dell'euro”. Su questa falsariga, anche l'Eurogruppo ha riconosciuto nella dichiarazione del 5 dicembre che vi è “margine per scelte più favorevoli alla crescita” nei bilanci nazionali, ribadendo l'importanza di ridurre l'onere della tassazione del lavoro e i benefici di un oculato riesame della spesa pubblica.

L'Eurogruppo valuterà nuovamente nel marzo 2017 gli impegni assunti dai paesi, sulla base delle previsioni dell'inverno 2017 della Commissione europea.

A dicembre 2016 l'Eurogruppo ha sottolineato che “le politiche di bilancio dovrebbero essere condotte in piena conformità con il PSC”.

⁹ Il PSC è tuttavia asimmetrico, nella misura in cui i paesi che compiono uno sforzo strutturale insufficiente rispetto agli impegni assunti devono assicurare la conformità al Patto, ma i paesi che dispongono di margine nei rispettivi bilanci non sono tenuti a utilizzarlo.

¹⁰ Cfr. https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_it.pdf.

¹¹ Al tempo stesso, il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), costituito nel 2015, potrebbe potenzialmente contribuire a ridurre le disparità tra le regioni dell'UE. Sulla base di una proposta congiunta della Commissione e della Banca europea degli investimenti, ciò rientra negli **orientamenti strategici del FEIS** (cfr. pag. 4 per maggiori dettagli).

1 L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro

Le variazioni nel grado di incertezza possono svolgere un ruolo importante nel delineare la congiuntura e le prospettive economiche. Questo articolo esamina i vari metodi per misurare l'incertezza proposti in letteratura e illustra l'evoluzione di queste misure nell'area dell'euro, descrive i canali attraverso i quali le variazioni nel grado di incertezza si trasmettono all'economia e fornisce alcune evidenze basate su modelli relative all'effetto dell'incertezza sull'attività nell'area. I risultati suggeriscono che l'incertezza nell'area dell'euro è cresciuta in maniera sostanziale nel corso della Grande Recessione e durante la crisi del debito sovrano e che un'elevata incertezza può frenare notevolmente l'attività nell'area, in particolare gli investimenti.

1 La relazione tra incertezza e attività

Sebbene sia arduo misurarla, l'incertezza nelle sue varie forme è ampiamente annoverata tra i fattori che influenzano la congiuntura e le prospettive economiche. Numerosi studi sostengono che l'alto grado di incertezza ha contribuito alla flessione dell'economia nella Grande Recessione e che si è rivelato una determinante di rilievo sia per la debolezza della ripresa mondiale sia, soprattutto, per la debolezza dell'attività nell'area dell'euro successiva all'episodio di Lehman Brothers¹. Misurare l'incertezza macroeconomica e comprenderne l'effetto sull'attività è pertanto un esercizio cruciale per poter valutare l'attuale contesto macroeconomico e delineare un quadro delle prospettive.

L'incertezza sorge quando gli operatori economici sono consapevoli della loro conoscenza limitata circa la realtà presente o i possibili andamenti futuri².

Si tratta di un concetto di ampio respiro che interessa fenomeni macroeconomici come l'incertezza sulla dinamica corrente e futura del PIL in termini reali, questioni microeconomiche come l'incertezza sulle prospettive di crescita per le imprese o di reddito per le famiglie e, infine, temi non economici, ad esempio l'incertezza connessa ad atti terroristici, conflitti e disastri naturali. Questo articolo prende in esame diverse categorie di incertezza macroeconomica.

¹ Cfr., ad esempio, Federal Open Market Committee Minutes, 29-30 aprile 2008; Blanchard, O., "(Nearly) nothing to fear but fear itself", *The Economist*, 29 gennaio 2009; Buti, M. e Padoan, P.C., "How to make Europe's incipient recovery durable: end policy uncertainty", *Vox*, 12 settembre 2013; il riquadro *L'incertezza e le prospettive economiche per l'area dell'euro* nel numero di agosto 2009 del Bollettino mensile della BCE; Kose, M.A. e Terrones, M., "How does uncertainty affect economic performance?", *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2012, pagg. 49-53. Per una trattazione sull'impatto dell'incertezza relativa al referendum britannico sull'appartenenza all'UE, cfr. Carney, M., "Uncertainty, the economy and policy", discorso tenuto presso la Bank of England, 30 giugno 2016.

² Cfr. Black, J., Hashimzade, N. e Myles, G., *A Dictionary of Economics* (quarta edizione), Oxford University Press, 2013.

L'incertezza che incide sull'economia è difficile da misurare poiché è un concetto intrinsecamente non osservabile. Sebbene non vi sia un metodo unico universalmente riconosciuto per misurare il grado di incertezza, in letteratura sono stati proposti e applicati una serie di indicatori. Gli indicatori di incertezza possono essere ricavati dai dati relativi ai mercati finanziari, dalla frequenza di articoli di giornale contenenti determinate parole chiave, dai sondaggi sui previsori, dalle indagini presso le famiglie e le imprese e dalle serie storiche di dati macroeconomici. Pur se di fatto questi indicatori misurano diversi tipi di incertezza (finanziaria, politica o previsiva), gli studi empirici li utilizzano spesso per misurare l'effetto dell'incertezza sull'attività economica, in genere la produzione industriale, il PIL reale, gli investimenti o i consumi. Ad ogni modo, tutti questi indicatori vanno considerati con una certa cautela e vi è crescente consenso nel ritenere che la misura del grado di incertezza debba poggiare su un'ampia serie di dati. Questo articolo presenta un indice composito dell'incertezza per l'area dell'euro, basato su un ampio numero di indicatori di incertezza.

L'acuirsi dell'incertezza ha un effetto negativo sull'attività nel breve termine.

Dato che modificare decisioni assunte in materia di investimenti o occupazione è spesso impossibile oppure oneroso per via di costi irrecuperabili o di costi fissi di aggiustamento, un grado elevato di incertezza sulle prospettive economiche o sulle politiche economiche future offre alle imprese un incentivo per rinviare o annullare le proprie decisioni fino a che l'incertezza si sia attenuata e/o si siano rese disponibili nuove informazioni. Inoltre, i dirigenti delle imprese potrebbero divenire in generale più avversi al rischio durante i periodi di maggiore incertezza, astenendosi dal prendere decisioni riguardo a nuove assunzioni o nuovi progetti di investimento. Analogamente, l'incertezza può influenzare le decisioni delle famiglie per quanto concerne gli acquisti di beni di consumo durevoli; inoltre, un alto grado di incertezza sulle prospettive economiche e in particolare sull'occupazione potrebbe indurre le famiglie a diminuire i consumi e ad aumentare il risparmio a fini precauzionali. L'incertezza può infine gravare sull'attività a causa dei maggiori costi di finanziamento riconducibili a premi per il rischio più elevati.

Questo articolo presenta una rassegna della letteratura inerente la misurazione dell'incertezza e il suo impatto sull'attività economica, fornendo alcune evidenze per l'area dell'euro³.

La parte rimanente dell'articolo è così organizzata: la sezione 2 inizia definendo il concetto di incertezza e opera poi una distinzione tra incertezza e rischio, discutendo successivamente le varie fonti di dati e i metodi proposti in letteratura per misurare l'incertezza (il riquadro 1 illustra un indice composito dell'incertezza per l'area dell'euro); l'articolo prosegue descrivendo i canali attraverso cui le fluttuazioni dell'incertezza si trasmettono all'economia, come discusso nella letteratura teorica, e riassume gli studi empirici che quantificano l'effetto dell'incertezza sull'economia reale (sebbene questi studi riguardino in larga parte gli Stati Uniti, il riquadro 2 presenta le stime basate sui modelli per calcolare l'impatto dell'incertezza nell'area dell'euro); la sezione 5 conclude, sottolineando tra l'altro come la natura complessa delle fluttuazioni dell'incertezza incida sulla valutazione delle prospettive macroeconomiche per l'area dell'euro.

³ Le statistiche riportate in questo articolo sono aggiornate al 5 dicembre 2016.

2 Misurare l'incertezza

Dal punto di vista dell'economia, l'incertezza può essere sostanzialmente descritta come uno stato in cui gli operatori mancano della conoscenza necessaria per valutare con sufficiente fiducia la situazione in corso e/o per prevedere gli andamenti futuri. Esistono diversi tipi di incertezza e, in certi casi, gli operatori si trovano a doverli affrontare tutti contemporaneamente⁴. Ad esempio, i responsabili delle politiche potrebbero nutrire dubbi rispetto allo stato corrente dell'economia (la cosiddetta "incertezza della misurazione") poiché i dati sono pubblicati talvolta con notevole ritardo, sono passibili di revisioni successive o sono soggetti a metodi incerti di misurazione. I responsabili delle politiche potrebbero inoltre essere incerti riguardo al futuro ("incertezza temporale"), dato che ogni proiezione dipende da una serie di ipotesi fondamentali. La BCE tiene conto dell'incertezza sulle prospettive economiche pubblicando intervalli di valori attorno alle sue previsioni puntuali e conducendo analisi dei rischi e di scenario⁵. I responsabili delle politiche potrebbero altresì mostrare incertezza in ordine alla struttura effettiva dell'economia e alle interazioni tra operatori economici ("incertezza strutturale"), che proprio i loro provvedimenti di politica economica sono volti a modificare.

L'incertezza può assumere svariate forme⁶. Può essere irrisolvibile ("incertezza aleatoria"): anche se la distribuzione di probabilità nel lancio di una moneta è ben nota, è impossibile prevedere l'esito del lancio successivo. L'"incertezza epistemica" rappresenta una mancanza di conoscenza riconosciuta e, in linea teorica, risolvibile, che non può essere affrontata per via della mancanza di dati empirici in assenza di occorrenze precedenti. Infine, l'"incertezza ontologica" rappresenta uno stato di completa ignoranza: gli operatori non sono consapevoli di ciò che non sanno.

La letteratura economica opera una distinzione tra rischio e incertezza⁷. Gli operatori economici fronteggiano rischi in situazioni in cui sono in grado di formulare un'opinione sulla distribuzione di probabilità di possibili stati futuri, sulla base di ragionamenti logici (come la valutazione del probabile esito nel tirare un dado) o di esperienza pregressa (se shock analoghi, ad esempio nelle quotazioni petrolifere, nei tassi di cambio ecc., si sono prodotti con sufficiente frequenza in passato). L'incertezza, nota anche come incertezza knightiana, sorge quando gli operatori economici non riescono ragionevolmente a valutare la probabilità di tutti i possibili stati di natura futuri oppure a caratterizzare la distribuzione di probabilità dei rispettivi effetti possibili. Conflitti, attacchi terroristici o altri eventi senza precedenti sono esempi per cui potrebbe risultare impossibile agli operatori valutare la probabilità dell'evento o il suo impatto economico. Nella pratica, spesso non è possibile o non è conveniente mantenere la distinzione tra rischio e incertezza. Ad esempio, sebbene la probabilità che si producano disastri naturali possa essere calcolata, gli operatori non sono in

⁴ Cfr. Rowe, W.D., "Understanding uncertainty", *Risk Analysis*, vol. 14, n. 5, 1994, pagg. 743-750.

⁵ Cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016; cfr. inoltre *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, 2009; entrambe le pubblicazioni sono consultabili nel sito della BCE.

⁶ Cfr., ad esempio, Squair, M., *Epistemic, ontological and aleatory risk*; Der Kiureghian, A. e Ditlevsen, O., "Aleatory or epistemic? Does it matter?", *Special Workshop on Risk Acceptance and Risk Communication*, Stanford University, 26-27 marzo 2007.

⁷ Cfr. Knight, F.H., *Risk, uncertainty and profit*, Houghton Mifflin, 1921.

grado di valutare quando e dove potrebbe avvenire un disastro. Ne consegue che i tentativi di misurare l'incertezza di norma includono anche alcuni elementi di rischio.

Non esiste una misura oggettiva o perfetta dell'incertezza. Numerosi indicatori o proxy di incertezza elaborati nella letteratura empirica hanno il vantaggio di essere direttamente osservabili. Tuttavia, la loro adeguatezza come misura dell'incertezza dipende dal grado con cui le loro fluttuazioni possano essere attribuite a variazioni dell'incertezza relativa alle variabili economiche fondamentali e possano essere isolate da altre dinamiche a esse non collegate. Inoltre, questi indicatori si riferiscono spesso a un solo gruppo specifico di operatori economici (come i previsori) o a mercati specifici (come i mercati finanziari), la cui percezione di incertezza potrebbe non essere rappresentativa dell'intera economia. In tale contesto, sembra preferibile misurare l'incertezza attingendo i dati da varie fonti e applicando molteplici metodi.

I dati dei mercati finanziari sono comunemente tra i più utilizzati in letteratura per ricavare indicatori di incertezza⁸. I prezzi azionari, i rendimenti obbligazionari e i tassi di interesse rispecchiano in genere le aspettative degli operatori dei mercati finanziari riguardo alla dinamica economica futura. Una ridotta volatilità nei mercati azionari, obbligazionari o dei cambi dovrebbe quindi segnalare aspettative stabili sugli andamenti futuri che sono ampiamente condivise tra gli operatori, mentre l'acuirsi della volatilità dovrebbe riflettere l'incertezza dei mercati finanziari in merito a questi andamenti futuri. Uno dei vantaggi è che gli indicatori di incertezza basati sulla volatilità dei mercati finanziari possono essere calcolati in vari modi e con frequenza elevata. Tuttavia, la volatilità dei mercati finanziari può modificarsi nel tempo anche in assenza di variazioni dell'incertezza relativa alle prospettive economiche, ossia quando i principali fattori all'origine della volatilità sono i cambiamenti nell'avversione al rischio o nel clima di fiducia⁹. Inoltre, le percezioni di incertezza derivate dai mercati finanziari potrebbero seguire una logica che differisce da quella di imprese e famiglie.

L'incertezza dei mercati finanziari tende a essere elevata durante i periodi di recessione. Una misura sintetica dell'incertezza dei mercati finanziari nell'area dell'euro, calcolata a partire dai mercati obbligazionari, azionari e dei cambi, è illustrata nel grafico 1. Si evince come la volatilità dei mercati finanziari aumenti in maniera repentina nel corso dei periodi recessivi 2008/09 e 2012/13; ha registrato brevi picchi anche in altri momenti, ad esempio in occasione degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 e nel contesto della crisi del debito greco nel maggio 2010, mentre si è mantenuta su livelli contenuti nei periodi di tenuta dell'attività economica. L'effetto anticiclico dell'incertezza dei mercati finanziari rispetto alla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è avvalorato da un coefficiente di correlazione negativo (pari a -0,6). Anche i test empirici confermano che la volatilità dei mercati finanziari è utile nel prevedere la crescita del PIL reale e alcune delle sue componenti di spesa. Più precisamente, si è fatto ricorso ai cosiddetti test di causalità di Granger per stabilire che l'aumento dell'incertezza si verifica prima del suo impatto sulla

⁸ Cfr., ad esempio, Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, vol. 77, n. 3, 2009, pagg. 623-685.

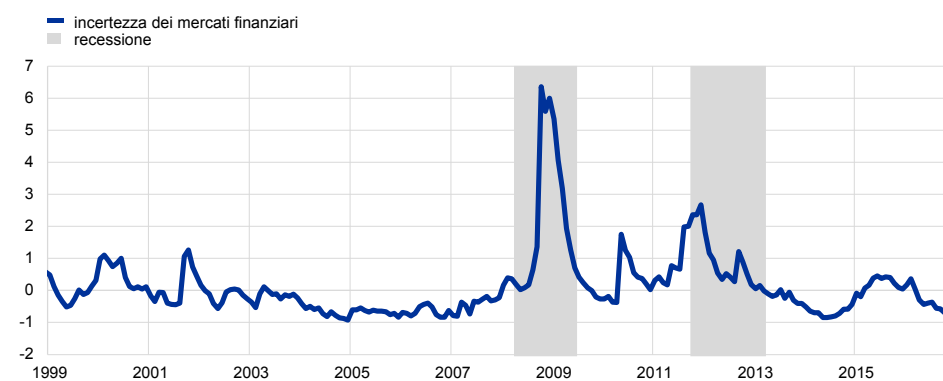
⁹ Cfr., ad esempio, Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, 2015, pagg. 1177-1216.

dinamica del PIL reale e che tale aumento fornisce informazioni significative sul valore futuro dello stesso PIL reale¹⁰.

Grafico 1

Incertezza dei mercati finanziari nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



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

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

L'incertezza dei mercati finanziari rispecchia la media delle volatilità condizionate, misurata con il modello GARCH, di tre indicatori dei mercati finanziari: l'indice azionario ampio DOW JONES EURO STOXX, i rendimenti dei titoli di Stato di riferimento a dieci anni dell'area dell'euro e il tasso di cambio USD/EUR.

Il grado di disaccordo tra previsori professionali è un altro indicatore tipico dell'incertezza¹¹.

Mentre può definirsi consenso la media o la mediana delle proiezioni puntuali per la crescita del PIL reale tra i vari previsori di banche, centri di ricerca e istituzioni pubbliche, la varianza di queste previsioni è stata spesso impiegata come proxy dell'incertezza attorno a questa aspettativa. L'ipotesi sottostante è che opinioni progressivamente più eterogenee sulle prospettive economiche da parte degli esperti rivelano, con ogni probabilità, che sta diventando più arduo, e più incerto, elaborare proiezioni relative ai futuri andamenti economici. In altre parole, si presume che la dispersione delle proiezioni fra gli operatori sia un indicatore accettabile dell'incertezza media soggettiva del singolo previsore. Tuttavia, il livello e le variazioni in termini di dispersione delle proiezioni da parte dei previsori professionali possono essere altresì ricondotti ad altri fattori, come le differenze nelle tecniche previsionali e nelle informazioni disponibili o, più in generale, all'eterogeneità delle opinioni sottostanti dei previsori in merito all'economia. Vale anche il contrario: gli esperti potrebbero mantenere le loro proiezioni immutate oppure rivederle adottando tutti la medesima prospettiva, mentre l'incertezza individuale sulla stima puntuale sta variando di molto. Nonostante ciò, come emerge dal grafico 2, il grado di disaccordo tra previsori sulle prospettive economiche per l'area dell'euro si è acuito in modo sostanziale durante i periodi recessivi, rimanendo invece moderato nelle fasi di tenuta della crescita. Si tratta di una dinamica anticiclica, con un coefficiente di correlazione di -0,4 sulla crescita del PIL in termini reali. I test empirici confermano che le variazioni del grado di disaccordo hanno un valore previsivo per quanto riguarda gli andamenti futuri del PIL reale.

¹⁰ Cfr. Granger, C.W., "Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods", *Econometrica*, vol. 37, n. 3, 1969, pagg. 424-438.

¹¹ Cfr., ad esempio, Zarnowitz, V. e Lambros, L.A., "Consensus and uncertainty in economic prediction", *Journal of Political Economy*, vol. 95, n. 3, 1987, pagg. 591-621; Bomberger, W.A., "Disagreement as a measure of uncertainty", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n. 3, 1996, pagg. 381-392.

Grafico 2

Disaccordo tra le previsioni nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Il disaccordo tra previsori nell'area dell'euro è misurato come media non ponderata delle deviazioni standard delle previsioni puntuali fornite dai partecipanti all'indagine Consensus per PIL reale, consumi privati, investimenti fissi, inflazione al consumo, produzione industriale e tassi di interesse a lungo termine.

I sondaggi presso i previsori professionali consentono di quantificare

l'incertezza di previsione a livello individuale e aggregato¹².

Le Survey of professional forecasters (SPF) condotte dalla BCE o dalla Federal Reserve Bank di Filadelfia chiedono agli intervistati di fornire, in aggiunta alla proiezione precisa, la distribuzione di probabilità attorno a questa stima puntuale, che evidenzia l'incertezza del singolo previsore nell'elaborare la proiezione. La misura dell'incertezza previsiva aggregata può essere poi calcolata come deviazione standard media delle distribuzioni di probabilità individuali fornite dai partecipanti (cfr. linea gialla nel grafico 3). Un particolare vantaggio di questa misura è il fatto di essere direttamente osservabile. Poiché tale misura tende a sottostimare il grado di incertezza che caratterizza le previsioni, è altresì possibile calcolare una misura più ampia dell'incertezza previsiva aggregata (cfr. linea blu nel grafico 3), che unisce sia il disaccordo tra previsori (misurato quale deviazione standard di previsioni puntuali individuali, cfr. linea rossa nel grafico 3) sia l'incertezza individuale¹³. Emerge che tutte queste misure dell'incertezza di previsione sono nettamente aumentate durante la Grande Recessione del 2008/2009. A differenza di altre misure di incertezza, però, l'incertezza previsiva individuale e aggregata sembra essersi mantenuta su livelli elevati nell'arco di tutto il periodo post-recessione. Questa dinamica potrebbe rappresentare una variazione fondamentale nella percezione del rischio degli esperti: dato che quasi tutti i previsori non sono riusciti a prevedere la Grande Recessione, è possibile che tra gli stessi vi sia maggiore consapevolezza dei rischi che interessano

¹² Cfr. il riquadro *La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita* nel numero di gennaio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

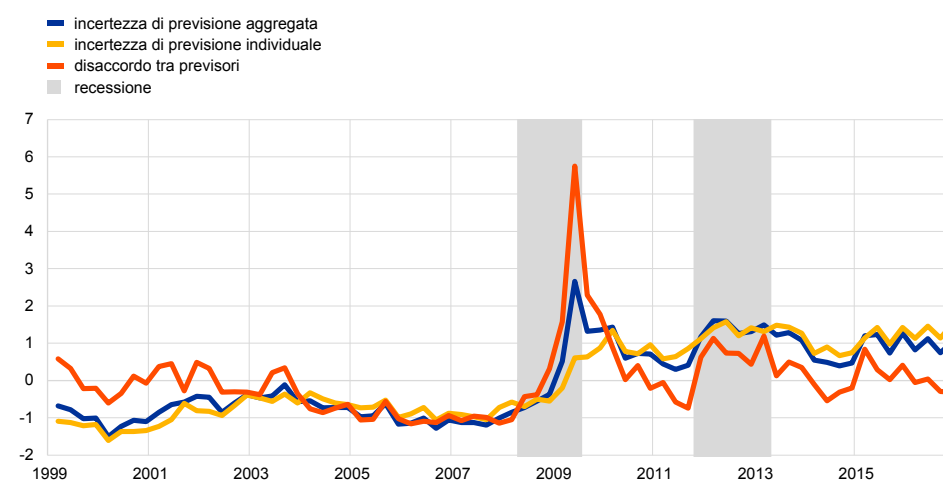
¹³ Cfr., ad esempio, Bowles, C., Friz, R., Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Rautanen, T., "The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience", *ECB Occasional Paper*, n. 59, BCE, aprile 2007. In alternativa, l'incertezza di previsione aggregata può essere espressa come la somma del disaccordo tra previsori e della variabilità percepita di shock aggregati futuri. La seconda componente può essere calcolata sulla base di modelli tipo GARCH. Cfr., ad esempio, Lahiri, K. e Sheng, X., "Measuring forecast uncertainty by disagreement: the missing link", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n. 4, 2010, pagg. 514-538.

le loro proiezioni. In modo analogo alle misure basate sui mercati finanziari, gli indicatori di incertezza desunti dalle indagini presso gli economisti professionisti si fondano sulle opinioni di un gruppo piuttosto ristretto di persone, le cui percezioni di incertezza potrebbero differire da quelle di altri operatori economici. Inoltre, mentre questi indicatori presentano una correlazione negativa con l'attività dell'area dell'euro, i test di causalità di Granger suggeriscono che le fluttuazioni nella crescita del PIL reale dell'area e nelle sue componenti abbiano potere previsivo riguardo all'incertezza di previsione nell'area dell'euro, non avverandosi invece il contrario¹⁴.

Grafico 3

Incetezza di previsione nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR). La discordanza tra previsori, l'incertezza previsiva individuale e l'incertezza previsiva aggregata nell'area dell'euro sono misurate ciascuna come media non ponderata di proiezioni fornite dai partecipanti all'indagine SPF in riferimento a PIL reale, inflazione misurata sullo IAPC e tasso di disoccupazione in orizzonti temporali di uno, due e cinque anni.

Un indicatore elaborato di recente per misurare l'incertezza è la frequenza di articoli di giornale che fanno menzione dell'incertezza delle politiche economiche¹⁵.

Il grafico 4 mostra una misura dell'incertezza in merito alle politiche economiche nell'area dell'euro sulla base della frequenza di articoli contenenti le parole "incerta" o "incertezza" ed "economia" e una fra una serie di parole attinenti alle politiche (ad esempio, "disavanzo" o "regolamentazione") pubblicati da testate giornalistiche di primo piano. L'incertezza relativa alle politiche economiche nell'area dell'euro tende ad aumentare durante i periodi recessivi, ma cresce repentinamente anche in altre circostanze, come la Guerra del Golfo nel 2003, gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, attorno al referendum sull'appartenenza all'UE nel Regno Unito del giugno 2016 e, ancora, nel novembre 2016. Occorre tenere presente che questo indicatore non distingue tra incertezza sulle politiche nazionali e incertezza sulle politiche estere. Inoltre, la selezione dei quotidiani (due per paese)

¹⁴ Questa osservazione è meno netta per gli Stati Uniti, dove tutte le misure dell'incertezza di previsione sono correlate negativamente alla crescita del PIL reale e alcune misure risultano altresì in relazione di causalità nel senso di Granger con quest'ultima.

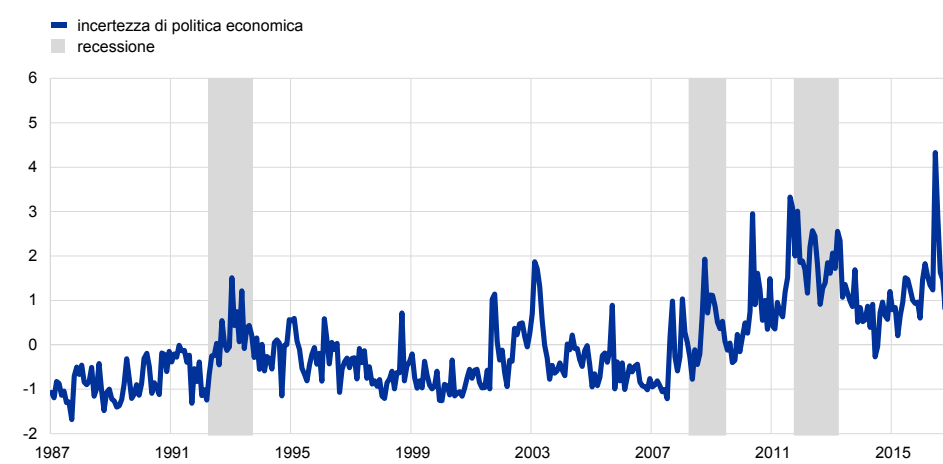
¹⁵ Cfr. Baker, S., Bloom, N. e Davis, S., "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, n. 21633, ottobre 2015.

potrebbe non essere rappresentativa della copertura mediatica nei rispettivi paesi, poiché non include giornali più popolari destinati al mercato di massa e altri mezzi di comunicazione. Pertanto, questa misura potrebbe riflettere la percezione di incertezza di un gruppo ristretto di giornalisti mentre invece l'ipotesi è che rispecchi quella della popolazione in generale. Sebbene anche questo indicatore di incertezza presenti una dinamica anticiclica (con una correlazione di -0,5 sulla crescita del PIL in termini reali) e abbia potere previsivo riguardo all'attività economica dell'area dell'euro, tende a essere piuttosto volatile e ha registrato incrementi persino in fasi di espansione economica stabile.

Grafico 4

Incertezza delle politiche economiche nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Baker, Bloom e Davis ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

L'incertezza relativa alle politiche economiche nell'area dell'euro è stata calcolata come media ponderata per il PIL di dati specifici per paese sull'incertezza in materia di politica economica in Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

Le indagini presso famiglie e imprese producono indicatori diretti di incertezza. Le indagini svolte presso le imprese e i consumatori pubblicate dalla Commissione europea coinvolgono circa 120.000 imprese ogni mese e 40.000 consumatori in tutta l'UE e nei paesi che hanno presentato domanda di adesione. Le domande sono poste in chiave retrospettiva e prospettica e il risultato è calcolato come saldo delle risposte positive e negative da parte degli interpellati¹⁶. Sono state avanzate varie proposte per impiegare questa fonte di dati, il cui vantaggio prevalente è il fatto di poter ricavare le misure di incertezza direttamente dalle percezioni di un numero consistente e rappresentativo di operatori economici. Ad esempio, la dispersione delle risposte positive e negative per quanto riguarda le domande in chiave prospettica potrebbe essere utilizzata come

¹⁶ Ad esempio, alla domanda: "come prevedi che cambierà la posizione finanziaria della tua famiglia nell'arco dei prossimi dodici mesi?", i partecipanti possono scegliere tra le seguenti risposte: "migliorerà di molto", "migliorerà di poco", "resterà invariata", "peggiorerà di poco", "peggiorerà di molto" e "non so". Per informazioni, cfr. [The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys \(User Guide\)](#)

indicatore di incertezza¹⁷. L'idea di fondo è che ci si può attendere che i consumatori (o le imprese) abbiano aspettative sostanzialmente simili sugli andamenti futuri in periodi di bassa incertezza e di tenuta della dinamica espansiva mentre una crescente dispersione delle aspettative indichi un aumento dell'incertezza e una fase economica più avversa. Tuttavia, se le domande riguardano la situazione della singola famiglia o impresa, la dispersione delle aspettative potrebbe anche ricondursi a questioni idiosincratice. Una soluzione potrebbe essere quella di calcolare la dispersione media per tutte le domande come proxy di incertezza economica¹⁸.

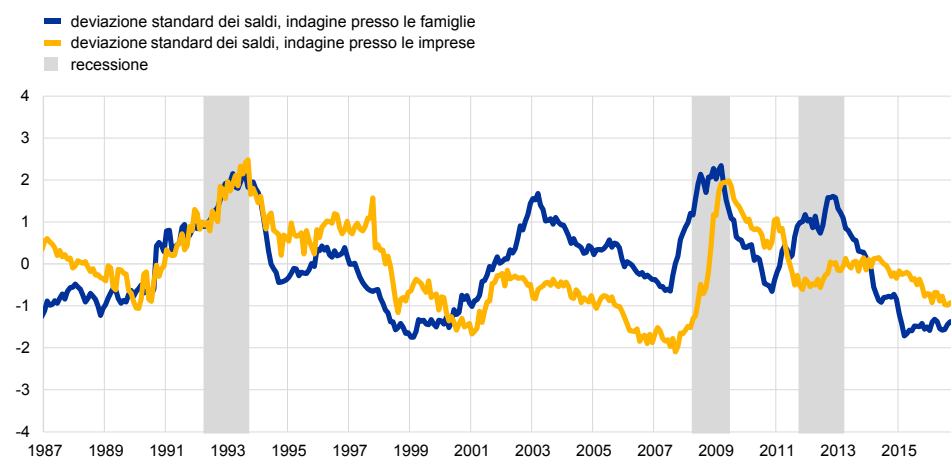
Un altro indicatore di incertezza economica desunto dai dati delle indagini prende in esame la dispersione delle variazioni dei saldi in un determinato mese rispetto a quello precedente con riferimento a tutte le domande poste nell'indagine. Questo indicatore è motivato dal fatto che in periodi di bassa incertezza

(specie quando l'economia è in crescita stabile) la valutazione di gran parte delle variabili dovrebbe essere più o meno ampiamente condivisa, ossia le imprese dovrebbero avere una valutazione favorevole per quanto riguarda prodotto, ordini, occupazione ecc. in prospettiva futura. Dovrebbe invece valere il contrario nei periodi di incertezza elevata: ad esempio, quando l'economia si sta avvicinando al punto minimo, la dispersione dei saldi è probabile che aumenti, dato che le aspettative sugli indicatori anticipatori diventano positive (nel caso degli ordini attesi), mentre le aspettative sugli altri indicatori (ritardati) permangono immutate o continuano a peggiorare (nel caso dell'occupazione). Il grafico 5 illustra l'andamento anticiclico di questi indicatori di incertezza basati sulla dispersione dei saldi nell'indagine della Commissione europea

Grafico 5

Indicatori di incertezza economica nell'area dell'euro basati sulle indagini

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

L'incertezza economica nell'area dell'euro è stata calcolata come deviazione standard delle variazioni dei saldi nell'indagine presso i consumatori e nelle indagini presso le imprese manifatturiere e delle costruzioni.

¹⁷ Cfr. Bachmann, R., Elstner, S. e Sims, E.R., "Uncertainty and economic activity: evidence from business survey data", *American Economic Journal*, vol. 5, n. 2, 2013, pagg. 217-249. Considerando che numerose domande nelle indagini sono poste due volte (la prima volta in riferimento al passato e la seconda volta in riferimento al futuro), gli autori propongono anche un indicatore di incertezza alternativo basato sulla misura in cui le aspettative di un dato partecipante risultano soddisfatte.

¹⁸ Cfr. Girardi, A. e Reuter, A., "New uncertainty measures for the euro area using survey data", *Oxford Economic Papers*, vol. 69, n. 1, 2017, pagg. 278-300.

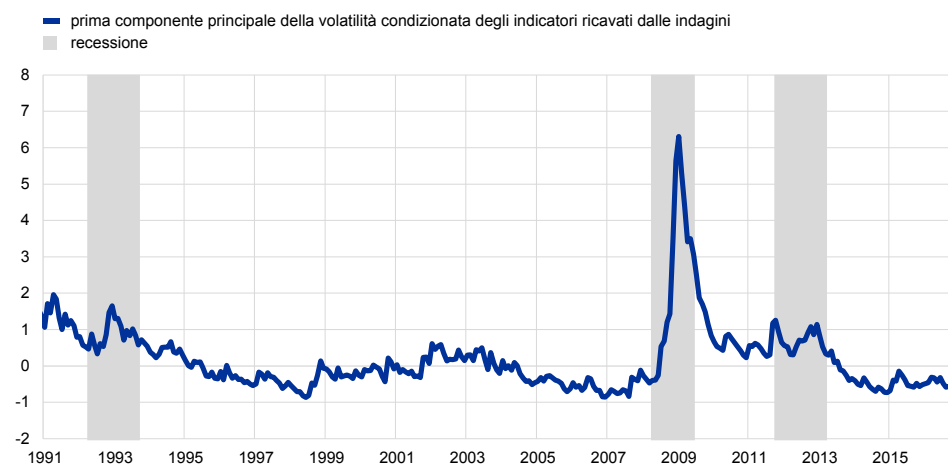
presso i consumatori (linea blu) e presso le imprese (linea gialla). Entrambi gli indicatori sono chiaramente correlati in modo negativo alla crescita dell'attività economica ed entrambi hanno potere previsivo per la crescita dell'attività futura.

Anche gli errori di previsione, che rappresentano la prevedibilità delle variabili economiche, possono essere impiegati come indicatore di incertezza. Un approccio proposto di recente prevede di applicare modelli a fattori per prevedere un alto numero di variabili, come la produzione industriale, e poi di calcolare gli errori di previsione. Errori più ampi e più volatili suggerirebbero un incremento della quota non prevedibile dell'evoluzione di una variabile, che sarebbe interpretabile come un segno di crescente incertezza¹⁹. La logica è che più la valutazione della situazione corrente e la previsione dell'attività economica divengono ardue più è cospicua e volatile la parte che non trova spiegazione nei modelli di serie storiche atti a chiarire l'evoluzione degli indicatori macroeconomici. Un vantaggio di questo approccio è la possibilità di applicazione simultanea a un'ampia serie di variabili inerenti tutti i settori dell'economia. A titolo esemplificativo, il grafico 6 illustra la volatilità condizionata degli indicatori ricavati dalle indagini della Commissione europea presso imprese e consumatori²⁰. Questa misura presenta una notevole correlazione negativa con la crescita del PIL in termini reali e risulta utile al fine di prevedere l'andamento del PIL reale stesso nell'area dell'euro.

Grafico 6

Volatilità condizionata come indicatore di incertezza macroeconomica nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR). L'incertezza macroeconomica nell'area dell'euro è stata calcolata come prima componente principale della volatilità condizionata, misurata con il modello GARCH, degli indicatori desunti dalle indagini della Commissione europea presso imprese e consumatori.

¹⁹ Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., op. cit. Un altro approccio recente ricorre, come indicatore di incertezza, alla distribuzione degli errori di previsione desunti dalle indagini presso i previsori professionali: meno probabile e meno osservato è l'errore di previsione rispetto alla distribuzione storica degli errori, maggiore è la relativa incertezza di previsione. Cfr. Rossi, B. e Sekhposyan, T., "Macroeconomic uncertainty indices based on nowcast and forecast error distributions", *American Economic Review*, vol. 105, n. 5, 2015, pagg. 650-655.

²⁰ La volatilità condizionata degli indicatori ricavati dalle indagini è stata stimata come segue: anzitutto, è stato stimato un modello ARMA per ciascun indicatore, con la durata ottimale del ritardo determinata dal criterio di informazione di Akaike; la volatilità condizionata degli errori di previsione è stata poi stimata con un modello GARCH(1,1); infine, tutti i risultati sono stati standardizzati con media zero e deviazione standard unitaria.

Riquadro 1

Una misura composita dell'incertezza macroeconomica per l'area dell'euro

In assenza dell'indicatore perfetto per misurare l'incertezza, può essere preferibile elaborare una misura composita dell'incertezza che comprenda il contenuto informativo di un insieme numeroso di indicatori. Questo riquadro presenta un indice composito di incertezza macroeconomica per l'area dell'euro, basato su un'ampia serie di dati inerenti tutti i metodi per la misurazione dell'incertezza discussi in precedenza²¹.

Gli indicatori di incertezza dovrebbero presentare una correlazione negativa con gli indicatori macroeconomici, giacché ci si aspetta un impatto avverso simultaneo o ritardato dell'incertezza sull'attività economica. In altre parole, gli indicatori di incertezza dovrebbero risultare elevati nei periodi di recessione e ridotti nei periodi di crescita. Un motivo è che gli shock delle notizie negative (come atti terroristici, conflitti e shock delle quotazioni petrolifere) in grado di provocare dinamiche recessive acquiscono allo stesso tempo l'incertezza²². Un altro motivo che spiega la maggiore incertezza durante le recessioni è che queste fasi possono di per sé incrementare l'incertezza. Il trading attivo aiuta a generare e diffondere informazioni: con il rallentamento dell'attività di trading nel corso delle recessioni rallenta anche il flusso di nuove informazioni in circolazione, portando così ad aumentare potenzialmente l'incertezza²³. Un'ulteriore motivazione vede le politiche divenire più incerte durante le fasi recessive, poiché i responsabili delle politiche mettono in atto nuovi interventi per rilanciare la crescita²⁴. Infine, i previsori potrebbero incontrare maggiori difficoltà nel formulare previsioni durante le recessioni, visto che si tratta di eventi meno frequenti che deviano dal consueto profilo di crescita positiva²⁵.

L'indicatore composito di incertezza macroeconomica nell'area dell'euro è basato su indicatori di incertezza correlati negativamente all'attività e che si sono dimostrati in relazione di causalità nel senso di Granger con la crescita economica. Si è fatto ricorso a una serie di variabili dell'attività economica per svolgere queste prove, fra cui la crescita del PIL reale, la crescita dei consumi privati, la crescita degli investimenti, la crescita dell'occupazione (in termini sia di individui sia di ore) e la produzione industriale. È stata calcolata la correlazione con ciascuno di questi indicatori macroeconomici per circa 160 indicatori di incertezza, sui quali si è altresì stimata la causalità nel senso di Granger. Circa 50 indicatori hanno superato questi due test. Tutti gli indicatori sono stati standardizzati, ossia i valori al netto della media sono stati divisi per la rispettiva deviazione standard. L'indicatore di incertezza macroeconomica è stato determinato come mediana di questo gruppo di misure di incertezza²⁶. Al fine di catturare

²¹ Cfr. anche Haddow, A., Hare, C., Hooley J. e Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2° trimestre 2013, pagg. 100-109, che seguono un approccio analogo per misurare l'incertezza nel Regno Unito.

²² Cfr., ad esempio, Bloom, N. (2009), op. cit.

²³ Cfr., Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 2, 2014, pagg. 153-176.

²⁴ Cfr. Pastor, L. e Veronesi, P., "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n. 3, 2013, pagg. 520-545; per i risultati empirici, cfr. Baker, S., Bloom, N. e Davis, S., op. cit.

²⁵ Cfr. Orlik, A. e Veldkamp, L., "Understanding uncertainty shocks and the role of black swans", *NBER Working Paper Series*, n. 20445, agosto 2014.

²⁶ Per maggiori dettagli, cfr. Gieseck, A. e Largent, Y., "The impact of macroeconomic uncertainty on activity in the euro area", *Review of Economics*, vol. 67, n. 1, 2016, pagg. 25-52. Metodi alternativi di aggregazione, come la media o la prima componente principale del gruppo di indicatori, presentano un'evoluzione molto simile a quella della mediana.

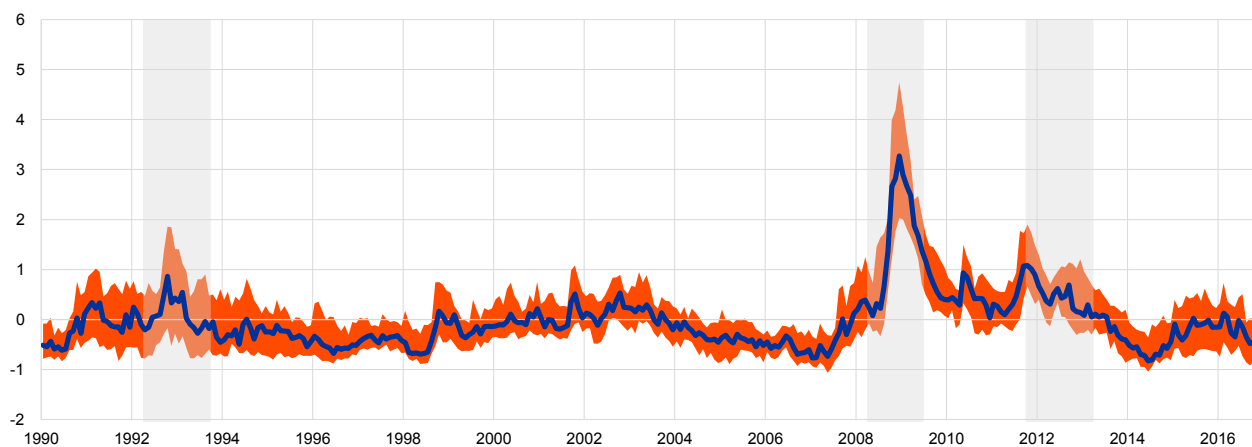
l'incertezza che caratterizza questo indicatore, il grafico A mostra sia la mediana sia i percentili fra il 25° e il 75° della serie di misure di incertezza incluse, unitamente alla datazione delle recessioni per l'area dell'euro identificata dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

L'indicatore composito di incertezza macroeconomica nell'area dell'euro ha raggiunto valori massimi nel corso delle recessioni e si è mantenuto su valori moderati nei periodi di tenuta della dinamica espansiva²⁷. Come emerge dal grafico A, l'indicatore segnala i livelli più alti di incertezza durante la crisi degli Accordi europei di cambio (AEC) nel 1992/93, la Grande recessione nel 2008/09 e la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro nel 2011/13. Mostra altresì valori elevati in altre occasioni, in particolare la crisi del Long-Term Capital Management (LTCM) nel settembre 1998, gli attacchi terroristici a New York nel settembre 2001 e la prima crisi greca nella primavera del 2010. L'incertezza nell'area dell'euro, stando a questo indicatore, è diminuita in maniera sostanziale con l'inizio dell'attuale ripresa, registrando livelli inferiori alla media nel 2014. Tuttavia, l'indicatore è tornato alla sua media storica a partire dall'inizio del 2015, nel contesto del dibattito sulla crisi del debito in Grecia e, più di recente, del referendum sull'appartenenza all'UE nel Regno Unito.

Grafico A

Indice composito di incertezza macroeconomica nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Baker, Bloom e Davis, Eurostat, Commissione europea, Consensus Economics, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'indice composito di incertezza macroeconomica nell'area dell'euro è standardizzato con media zero e deviazione standard unitaria nell'arco dell'intero orizzonte temporale. Le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Misurato dalla mediana, l'indice composito di incertezza cattura l'andamento congiunto di tutti gli indicatori sottostanti. Di fatto, i singoli indicatori sottostanti che misurano l'incertezza presentano, in genere, una notevole correlazione positiva con la loro mediana. Nell'interpretazione occorre tuttavia tenere conto della dinamica di ciascuno di essi. Ad esempio, l'aumento dell'indicatore composito dall'inizio del 2015 può essere ricondotto all'indice di incertezza relativo alla politica economica per l'area dell'euro, salito in modo marcato nell'arco del 2015 e balzato al

²⁷ I valori massimi e minimi evidenziati dall'indicatore composito di incertezza sono simili a quelli mostrati in indicatori recenti alternativi. Ad esempio, Rossi, B. e Sekhposyan, T., "Macroeconomic uncertainty indices for the euro area and its individual member countries", settembre 2016, mimeo, elaborano un indicatore avvalendosi delle distribuzioni degli errori di previsione. Deutsche Bundesbank applica la metodologia di Jurado et al. per i quattro paesi più grandi dell'area dell'euro; cfr. "Investment in the euro area", Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, gennaio 2016, pagg. 31-49.

suo massimo storico nel luglio 2016, per poi diminuire in questi ultimi mesi (cfr. grafico 4). Tra le sue altre componenti, l'incertezza di previsione a livello individuale e aggregato permane elevata nell'attuale congiuntura, forse anche di riflesso a una maggiore sensibilità dei previsori ai rischi che caratterizzano le proiezioni. Tutti gli altri indicatori si mantengono su livelli pari o inferiori alle loro medie storiche.

L'indicatore composito di incertezza nell'area dell'euro presenta caratteristiche principali analoghe a quelle di altri indici di incertezza macroeconomica pubblicati di recente. In primo luogo, l'indicatore comprende un'ampia varietà di osservazioni; ai rispettivi estremi, l'indicatore si è portato fino a tre deviazioni standard al di sopra della sua media all'inizio del 2009 e fino a una deviazione standard al di sotto di quello stesso livello. In secondo luogo, l'indicatore mostra un'asimmetria positiva, che implica una concentrazione della massa della distribuzione dei livelli di incertezza osservati su valori inferiori alla media; in altre parole, l'indicatore suggerisce che esistono periodi più frequenti e prolungati di bassa incertezza che non di alta incertezza. In terzo luogo, l'indicatore rivela altresì una curtosi relativamente elevata, per cui la distribuzione presenta code che asintoticamente tendono a zero con una dinamica più lenta rispetto a una distribuzione gaussiana; in altre parole, la distribuzione dei livelli di incertezza osservati include un maggior numero di dati anomali (in questo caso a destra della media) rispetto alla distribuzione normale. In quarto luogo, l'emivita di uno shock sull'indicatore composito di incertezza macroeconomica (misurato dal primo ritardo di un'equazione autoregressiva) è pari a tre trimestri, segnalando una sostanziale persistenza dello shock; questa durata è di gran lunga maggiore rispetto all'emivita di uno shock sull'incertezza finanziaria, che si protrae per soli due trimestri circa. Infine, l'indicatore presenta una notevole correlazione negativa con la crescita del PIL reale e con altri indicatori macroeconomici. Queste caratteristiche principali sono paragonabili a quelle degli indici di incertezza pubblicati di recente per gli Stati Uniti²⁸.

3 Fluttuazioni dell'incertezza e loro trasmissione all'economia

In generale, la letteratura teorica e quella empirica hanno riscontrato effetti avversi dell'incertezza sulle prospettive a breve termine per la crescita²⁹. In ogni economia sussiste sempre un certo grado di incertezza, dato che nessuno può formulare valutazioni perfette sulla situazione economica in corso o su quanto accadrà in futuro. Nondimeno, l'incertezza sull'economia varia nel tempo e può influenzare le decisioni assunte dagli operatori economici. L'acuirsi dell'incertezza è solitamente riconducibile a notizie negative, ad esempio shock delle quotazioni petrolifere o attacchi terroristici; l'aumento dell'incertezza derivante da notizie positive sembra invece un evento piuttosto raro, probabilmente per via del fatto che le buone notizie (ad esempio, le opportunità del commercio elettronico) tendono a emergere con maggiore gradualità nel corso del tempo³⁰. La letteratura teorica mette

²⁸ Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., op. cit.

²⁹ Per una trattazione, cfr. Bloom, N. (2014), op. cit.

³⁰ Cfr. Bloom, N. (2014), op. cit.

in evidenza diversi canali attraverso i quali un'elevata incertezza può avere effetti avversi sull'economia nel breve periodo; tuttavia, l'impatto dell'incertezza risulta meno evidente nei modelli di equilibrio generale e, in alcune circostanze, un alto grado di incertezza può persino avere conseguenze positive sull'economia a medio e lungo termine³¹.

Il canale delle opzioni reali indica che il valore dell'opzione aumenta con l'aumentare dell'incertezza in caso di decisioni non reversibili di investimento o di consumo. In molti casi, una decisione in materia di investimento o di occupazione è irreversibile o onerosa da modificare per via di costi non recuperabili o di costi fissi di aggiustamento: una volta costruito, l'edificio di una fabbrica non può essere demolito senza costi; una volta assunto, il personale spesso non può essere licenziato senza indennità. Se un investitore che deve prendere una decisione di questo tipo è incerto riguardo al futuro, può essere preferibile attendere (ossia rinviare la decisione di investire) fino a quando saranno disponibili ulteriori informazioni e l'incertezza si sarà attenuata³². In altre parole, il valore dell'opzione di rinvio è elevato quando l'incertezza è alta, poiché attendere maggiori informazioni (e una minore incertezza) è probabile che consenta di prendere una decisione migliore. Per analogia, può essere preferibile per una famiglia rimandare acquisti rilevanti di beni durevoli, come abitazioni e autoveicoli, nei periodi di forte incertezza³³. Sebbene la letteratura empirica abbia mostrato che i costi di aggiustamento possono rivelarsi piuttosto ingenti, il canale delle opzioni reali poggia comunque su una serie di assunti critici: in particolare, gli investitori devono essere in grado di poter attendere e i costi di rinvio devono essere contenuti. Queste condizioni potrebbero non essere soddisfatte, ad esempio, in settori di intensa concorrenza e oggetto di innovazione in rapida evoluzione, come nel caso del commercio elettronico.

L'incertezza può influire negativamente sull'economia tramite l'aumento dei premi per il rischio. Gli investitori vogliono compensare l'assunzione di maggiori rischi, pertanto un aumento dell'incertezza li spinge a chiedere premi per il rischio più elevati. L'incertezza, inoltre, può far incrementare i costi del finanziamento mediante ricorso al credito: è probabile che le banche applichino tassi di interesse più elevati, dato che l'incertezza accresce la probabilità di insolvenza. In entrambi i casi, il maggiore costo di finanziamento che ne deriva avrebbe ripercussioni negative

³¹ In alcune circostanze, l'elevata incertezza può esercitare un effetto positivo a medio e lungo termine sugli investimenti. Il cosiddetto effetto di crescita delle opzioni sopraggiunge se un aumento del rischio mantenente la media (mean-preserving) implica maggiori profitti futuri attesi. Questo effetto può materializzarsi se i costi delle notizie negative (ad esempio, il nuovo prodotto in fase di sviluppo si rivela inefficiente) possono essere limitati (a pochi costi irrecuperabili) e i benefici delle notizie positive (ad esempio, il nuovo prodotto si rivela più redditizio delle attese) sono privi di limiti; cfr. Kraft, H., Schwartz, E.S. e Weiss, F., "Growth options and firm valuation", *NBER Working Paper Series*, n. 18836, febbraio 2013. Un secondo canale, noto come l'effetto Oi-Hartman, si fonda sull'idea che le imprese possono sviluppare una crescente propensione al rischio se riescono a espandersi facilmente per trarre beneficio da condizioni favorevoli (aumento della domanda, aumento dei prezzi) e se riescono altresì a ridurre la scala di attività senza difficoltà per far fronte alle condizioni sfavorevoli. L'incremento dell'incertezza relativa a costi o domanda aumenterebbe quindi i profitti attesi se quest'ultimo elemento crescesse in proporzione maggiore rispetto alla domanda in aumento e/o rispetto ai costi in calo; cfr., ad esempio, Abel, A.B., "Optimal investment under uncertainty", *American Economic Review*, vol. 73, n. 1, 1983, pagg. 228-233; Hartman, R., "The effects of price and cost uncertainty on investment", *Journal of Economic Theory*, vol. 5, n. 2, 1972, pagg. 258-266.

³² Cfr., ad esempio, Bernanke, B.S., "Irreversibility, uncertainty and cyclical investment", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n. 1, 1983, pagg. 85-106.

³³ Cfr. Eberly, J., "Adjustment of consumers' durables stocks: evidence from automobile purchases", *Journal of Political Economy*, vol. 102, n. 3, 1994, pagg. 403-436.

sull'economia per via del suo impatto su investimenti e consumi. Nei modelli di equilibrio generale, emerge che tale effetto è di particolare rilevanza in presenza di vincoli finanziari³⁴.

Un alto grado di incertezza potrebbe condurre le famiglie a rafforzare il risparmio a fini precauzionali, riducendo in tal modo i consumi privati correnti. Questo effetto, con ogni probabilità, graverebbe sull'economia nel breve periodo, mentre l'effetto a medio termine appare meno evidente. Nella misura in cui i risparmiatori decidono di mantenere questi risparmi nell'economia nazionale, un maggior risparmio dovrebbe abbassare i costi di finanziamento e, quindi, agevolare gli investimenti e migliorare le prospettive di crescita a più lungo termine; tuttavia, nella misura in cui i risparmi aumentano eccedendo il fabbisogno di finanziamento interno, è probabile che siano investiti all'estero, implicando che l'acuirsi dell'incertezza riduce la domanda interna³⁵. Inoltre, l'effetto del risparmio precauzionale sull'attività economica può divenire negativo se i prezzi e i tassi di interesse non calano in misura sufficiente a stimolare un incremento degli investimenti; questo effetto può essere particolarmente dannoso, se i tassi di interesse sono vincolati alla soglia minima pari a zero³⁶.

L'incertezza può non solo ridurre il livello di investimenti, consumi e occupazione, ma può anche rendere l'economia meno sensibile alle variazioni delle condizioni economiche. Ad esempio, se le imprese decidono di rinviare i loro piani di investimento a causa dell'accresciuta incertezza, l'elasticità degli investimenti alla variazione delle determinanti risulterebbe ridotta rispetto ai periodi di normale incertezza. La minore reattività delle imprese ai cambiamenti nelle condizioni economiche in periodi di elevata incertezza potrebbe altresì condurre a una crescita della produttività secondo un profilo prociclico: se le imprese produttive fossero meno aggressive in termini di espansione e le imprese non produttive meno aggressive in termini di contrazione, rallenterebbe la dinamica di riallocazione favorevole alla produttività che intercorre tra le varie imprese, frenando provvisoriamente la crescita della produttività aggregata³⁷.

L'incertezza potrebbe ripercuotersi anche sull'efficacia delle politiche economiche, comportando modifiche alla composizione della loro miscela ottimale. Ad esempio, la bassa elasticità degli investimenti alla variazione delle condizioni economiche, come il livello dei tassi di interesse, in periodi di acuita incertezza richiederebbe una riduzione più sostanziale dei tassi di interesse per generare lo stesso effetto sugli investimenti che si produrrebbe in periodi di

³⁴ Cfr. Gilchrist, S., Sim, J.W. e Zakrajšek, E., "Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics", *NBER Working Paper Series*, n. 20038, aprile 2014; Christiano, L.J., Motto, R. e Rostagno, M., "Financial factors in economic fluctuations", *ECB Working Paper Series*, n. 1192, BCE, 2010; Bonciani, D. e van Roye, B., "Uncertainty shocks, banking frictions, and economic activity", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 73, 2016, pagg. 200-219.

³⁵ Cfr. Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Rubio-Ramírez, J. e Uribe, M., "Risk matters: the real effects of volatility shocks", *American Economic Review*, vol. 101, n. 6, 2011, pagg. 2530-2561.

³⁶ Cfr. Leduc, S. e Liu, Z., "Uncertainty shocks are aggregate demand shocks", *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pagg. 20-35; Basu, S. e Bundick, B., "Uncertainty shocks in a model of effective demand", *NBER Working Paper Series*, n. 18420, settembre 2012.

³⁷ Cfr. Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, N., Saporta-Eksten, I. e Terry, S., "Really uncertain business cycles", *US Census Bureau Center for Economic Studies Paper*, n. CES-WP-14-18, 2014.

normalità³⁸. I periodi di maggiore incertezza potrebbero altresì necessitare di una miscela di politica economica differente, che potrebbe dover includere misure volte ad attenuare il grado di incertezza, rendendo a loro volta più efficaci gli altri interventi.

4 Evidenza empirica sull'impatto dell'incertezza

La letteratura empirica fornisce evidenze di un effetto avverso dell'incertezza sull'attività economica. Detto ciò, considerando le difficoltà di misurazione dell'incertezza discusse in precedenza e l'eterogeneità delle fonti di dati e dei canali coinvolti, è comprensibile che le conseguenze macroeconomiche di varie misure di incertezza possano differire³⁹. Nell'insieme dell'area dell'euro, vi sono evidenze molto limitate dell'effetto dell'incertezza sull'attività, poiché la letteratura empirica si concentra in prevalenza sugli Stati Uniti o su singoli paesi dell'area⁴⁰.

Una sfida importante per la letteratura empirica è distinguere l'impatto causale dell'incertezza dall'effetto di altri fattori che influenzano l'attività. L'incertezza tende a muoversi in base al ciclo economico e gli shock di incertezza difficilmente avvengono in autonomia da altri shock. Ad esempio, uno shock negativo dal lato della domanda globale indebolisce le prospettive per le esportazioni delle imprese, provocando così un calo della crescita attesa del prodotto. Un tale shock di fiducia (o shock di primo momento) abbasserebbe la media della distribuzione di probabilità della crescita economica attesa, ossia sposterebbe verso sinistra la funzione di densità di probabilità della crescita attesa. Tuttavia, le imprese potrebbero anche prevedere una maggiore eterogeneità di conseguenze possibili dovute allo shock della domanda mondiale, diventando quindi più incerte sulle prospettive economiche. In questo caso, è verosimile ritenere che l'aspettativa media di crescita del prodotto subirebbe una flessione mentre aumenterebbe la probabilità di effetti futuri molto più ridotti o molto più elevati (shock di secondo momento)⁴¹. Un tema chiave consiste quindi nel distinguere l'impatto degli shock di primo momento (sulla media della distribuzione di probabilità) dagli shock di incertezza (sull'ampiezza della distribuzione di probabilità).

La letteratura presenta tre approcci volti a individuare gli effetti causali dell'incertezza sull'attività economica. Un approccio standard si basa sulle tempistiche: stimare le evoluzioni di prodotto, investimenti e occupazione in seguito

³⁸ Cfr., ad esempio, Aastveit, K.A., Natvik, G.J. e Sola, S., "Economic uncertainty and the effectiveness of monetary policy", *Working Paper*, n. 17, Norges Bank, 2013, che riscontrano come l'impatto della politica monetaria statunitense sugli investimenti negli Stati Uniti risulti dimezzato quando l'incertezza è nel suo decile più alto rispetto a quando l'incertezza si trova nel suo decile più basso.

³⁹ Cfr. Rossi, B. e Sekhposyan, T. (2015), op. cit.

⁴⁰ Cfr., ad esempio, Popescu, A. e Smets, F.R., "Uncertainty, risk-taking, and the business cycle in Germany", *CESifo Economic Studies*, vol. 56, n. 4, 2010, pagg. 596-626; Basselier, R. e Langenus, G., "Recent changes in saving behaviour by Belgian households: the impact of uncertainty", *NBB Economic Review*, dicembre 2014, pagg. 53-62; Busetti, F., Giordano, C. e Zevi, G., "Le principali determinanti della recente contrazione degli investimenti al netto delle costruzioni in Italia", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 276, giugno 2015.

⁴¹ Inoltre, le imprese possono nutrire sempre più timore in merito agli eventi estremi, come l'eventualità di una recessione mondiale (shock di terzo momento).

a forti variazioni dell'incertezza⁴². Questo approccio è problematico se le variazioni sono correlate con altri fattori che sospingono il ciclo economico ma che non sono inclusi nel modello empirico; in tal caso, l'effetto economico attribuito alle variazioni dell'incertezza potrebbe riflettere almeno in parte l'impatto delle variabili omesse. Un secondo approccio prevede l'impiego di modelli strutturali di equilibrio generale per quantificare l'impatto degli shock di incertezza⁴³. Una criticità importante di questo approccio verte sulla necessità di affidarsi (talvolta in misura consistente) a una serie di ipotesi e di tenere conto dell'incertezza che ne caratterizza la validità. Un ultimo approccio si basa su eventi quali disastri naturali, colpi di stato, attacchi terroristici ecc. per individuare gli shock di incertezza⁴⁴. Un problema di questo approccio dipende dal fatto che tali shock potrebbero influire sul comportamento di investitori e consumatori ben oltre le variazioni dell'incertezza; ad esempio, gli operatori potrebbero decidere o essere costretti a trasferire gli impianti produttivi in luoghi più sicuri all'indomani di questi eventi.

I modelli basati sulle serie storiche rappresentano l'approccio standard per stimare l'impatto degli shock di incertezza sull'attività economica.

Si è fatto ampio ricorso a modelli autoregressivi vettoriali (VAR) per cogliere la relazione dinamica esistente tra diverse variabili macroeconomiche. Un modello VAR è un sistema di equazioni dove ciascuna variabile è dipendente dai suoi valori passati e dai valori passati di tutte le altre variabili nel sistema. L'incertezza e l'attività economica, pertanto, dipendono l'una dall'altra; è quindi possibile introdurre uno shock esogeno all'equazione di incertezza e osservare il suo impatto su tutte le variabili del sistema. I risultati empirici nei modelli VAR sono di norma derivati dalle cosiddette funzioni di risposta agli impulsi che mostrano l'effetto di una tipica variazione in una variabile su tutte le variabili catturate nel sistema. Questi shock di solito corrispondono a una deviazione standard della volatilità storica della variabile e sono in genere provvisori, con l'attenuazione dello shock stesso determinata endogenamente in seno al modello. I modelli VAR strutturali si sono rivelati particolarmente utili in questo contesto, poiché consentono una migliore identificazione e stima degli effettivi shock di incertezza⁴⁵. Un'analisi di questo tipo è stata condotta per quantificare l'impatto degli shock di incertezza sull'attività economica per gli Stati Uniti e per alcuni singoli paesi⁴⁶ avvalendosi di diversi indicatori per misurare il grado di incertezza (volatilità implicita dei mercati azionari, incertezza di politica economica, incertezza finanziaria o incertezza macroeconomica).

⁴² Cfr., ad esempio, Bloom, N. (2009) op. cit.; Bloom, N., Bond, S., e Van Reenen, J., "Uncertainty and investment dynamics", *Review of Economic Studies*, vol. 74, n. 2, 2007, pagg. 391-415.

⁴³ Cfr., ad esempio, Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, J., Saporta-Eksten, I. e Terry, S. J., op. cit.; Bonciani, D. e van Roye, B., op. cit.

⁴⁴ Cfr., ad esempio, Baker, S.R. e Bloom, N., "Does uncertainty reduce growth? Using disasters as natural experiments", *NBER Working Paper Series*, n. 19475, settembre 2013.

⁴⁵ La scomposizione di Cholesky della matrice di varianza-covarianza dei residui VAR è la metodologia di identificazione più comunemente applicata per stimare le elasticità degli shock di incertezza alle variabili endogene.

⁴⁶ Cfr., ad esempio, Bijsterbosch, M. e Guérin, P., "Characterizing very high uncertainty episodes", *Economics Letters*, vol. 121, n. 2, 2013, pagg. 239-243; Carriero, A., Mumtaz, H., Theodoridis, K. e Theophilopoulou, A., "The impact of uncertainty shocks under measurement error: a proxy SVAR approach", *Journey of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n. 6, 2015, pagg. 1223-1238; Popescu, A. e Smets, F.R., op. cit. Riguardo all'area dell'euro, cfr. Gieseck, A. e Largent, Y., op. cit.

I modelli VAR mostrano in genere un effetto avverso iniziale degli shock di incertezza, ma differiscono per quanto riguarda la durata e la persistenza dell'effetto. La maggioranza degli studi empirici prende in esame gli Stati Uniti e la produzione industriale come indicatore di attività economica. Ad esempio, si rileva che un aumento temporaneo di una deviazione standard della volatilità implicita dei mercati azionari come indicatore di incertezza sia connesso a un rapido calo della produzione industriale seguito da una netta ripresa, suggerendo che gli shock di incertezza amplificano l'entità dei cicli economici. In confronto, uno shock temporaneo di primo momento sul tasso dei Federal Funds indica una flessione molto più persistente e un successivo recupero⁴⁷. Altri studi, sebbene impieghino indicatori di incertezza diversi, documentano risposte ben più prolungate della produzione industriale e dell'occupazione rispetto agli studi che ricorrono all'indicatore di volatilità implicita dei mercati azionari; inoltre, gli shock relativi a questi indicatori di incertezza non generano alcun overshooting significativo⁴⁸. Ulteriori studi hanno poi riscontrato un impatto asimmetrico degli shock di incertezza durante il ciclo, mostrando che l'attività economica reagisce in maniera più vigorosa all'acuirsi dell'incertezza nel corso dei periodi recessivi rispetto ai periodi di espansione⁴⁹. Per l'area dell'euro, è stato rilevato che gli indicatori di incertezza basati sulle indagini della Commissione europea e sull'incertezza delle politiche economiche possono essere inclusi con efficacia nelle equazioni di regressione standard per quanto concerne consumi privati e investimenti, segnalando effetti significativamente negativi dell'aumento dell'incertezza; inoltre, l'impatto dell'incertezza sembra essersi rafforzato dalla Grande Recessione⁵⁰.

Riquadro 2

Quantificare gli effetti degli shock di incertezza sull'attività economica nell'area dell'euro

Questo riquadro riassume alcuni risultati tratti da un'analisi dell'impatto che gli shock di incertezza esercitano sull'attività dell'area dell'euro basata su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR). Tra le problematiche dei modelli VAR strutturali vi è il fatto che sia possibile includere solo un numero limitato di variabili endogene; questo introduce la possibilità che l'impatto stimato di uno shock di incertezza possa, perlomeno in parte, rispecchiare l'impatto di shock relativi ad altre variabili non comprese nel modello. Tuttavia, con i metodi di stima bayesiani, è possibile specificare modelli VAR che includono un numero molto più alto di variabili endogene e che possono quindi contribuire a distinguere meglio l'effetto degli shock di incertezza da quello degli shock di altre variabili. Il modello discusso in questo riquadro consiste di ventuno variabili

⁴⁷ Cfr. Bloom, N. (2009), op. cit.

⁴⁸ Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., op. cit., che utilizzano una misura di incertezza derivata da un modello di volatilità stocastico; Jo, S. e Sekkel, R., "Macroeconomic uncertainty through the lens of professional forecasters", *Staff Working Paper*, n. 5, Bank of Canada, 2016, che utilizzano gli errori di previsione come misura di incertezza; Bachmann, R., Elstner, S. e Sims, E.R., op. cit., che utilizzano dati desunti dalle indagini; Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., op. cit., che utilizzano articoli di giornale come misura di incertezza.

⁴⁹ Cfr., ad esempio, Ferrara, L. e Guérin, P., "What are the macroeconomic effects of high-frequency uncertainty shocks?", *Working Papers*, n. 12, Université de Paris Ouest, 2015; Caggiano, G., Castelnuovo, E. e Groshenny, N., "Uncertainty shocks and unemployment dynamics in U.S. recessions", *Journal of Monetary Economics*, vol. 67, 2014, pagg. 78-92.

⁵⁰ Cfr. Balta, N., Valdes Fernandez, I. e Ruscher, E., "Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment", *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 12, n. 2, Commissione europea, 2013, pagg. 7-16.

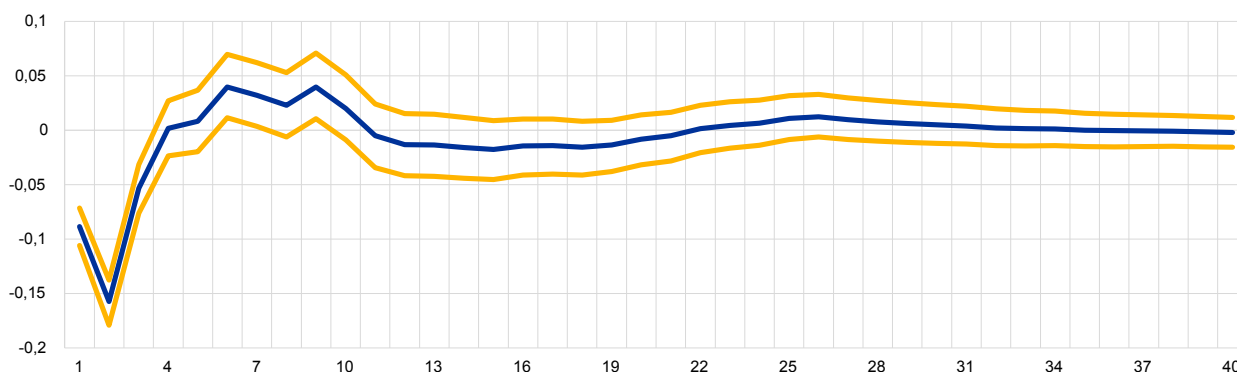
macroeconomiche, compresi il PIL reale e le sue componenti di spesa, alcune variabili nominali e una serie di importanti determinanti cicliche⁵¹. L'indicatore composito di incertezza macroeconomica mostrato nel riquadro 1 è utilizzato come proxy dell'incertezza macroeconomica nell'area dell'euro. La stima del modello va dal primo trimestre del 1987 al secondo trimestre del 2016 utilizzando dati trimestrali, con quattro ritardi⁵². Il modello è poi impiegato per simulare gli effetti dinamici di uno shock negativo di incertezza macroeconomica⁵³ sull'economia dell'area dell'euro.

Le funzioni generalizzate di risposta agli impulsi mostrano che gli shock di incertezza temporanei esercitano robusti effetti avversi sull'attività economica nell'area dell'euro (cfr. grafico A). Dopo l'aumento dell'incertezza di una deviazione standard, la crescita del PIL in termini reali si attenua per tre trimestri; l'impatto principale si osserva nel secondo trimestre successivo allo shock e l'effetto complessivo sul PIL reale è stimato attorno a 0,3 punti percentuali. Tra le componenti della spesa, e in linea con la teoria, la crescita degli investimenti in termini reali risulta di gran lunga più indebolita rispetto alla crescita dei consumi privati⁵⁴. L'impatto avverso sulla crescita dell'occupazione sembra essere in qualche misura più modesto nell'insieme, benché risulti più persistente. È interessante notare come questo modello presenti un qualche overshooting (anche

Grafico A

Risposta della crescita del PIL reale in seguito a uno shock temporaneo di incertezza macroeconomica

(deviazione standard dalla media)



Fonte: elaborazione degli esperti della BCE.

Nota: la linea blu indica la risposta mediana della crescita del PIL reale e le linee gialle indicano gli intervalli di confidenza di una deviazione standard al 95 per cento.

⁵¹ Queste variabili macroeconomiche sono: incertezza macroeconomica, PIL reale, consumi privati reali, occupazione complessiva, importazioni reali, esportazioni reali, investimenti reali, spesa pubblica reale, domanda mondiale, quotazioni del greggio, prezzi delle materie prime (al netto dell'energia), tasso di cambio USD/EUR, indice EURO STOXX 50, tasso di interesse a lungo termine, tasso di risparmio, retribuzioni unitarie, IAPC (al netto dell'energia), clima di fiducia dei consumatori, clima di fiducia nel settore manifatturiero, clima di fiducia nel settore delle costruzioni e tasso di interesse a breve termine.

⁵² L'ampia metodologia BVAR e gli *a priori* utilizzati in questa analisi sono descritti in Bańbura, M., Giannone, D., e Reichlin, L., "Large Bayesian vector auto regressions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n. 1, 2010, pagg. 71-92. Si applica una scomposizione di Cholesky alla matrice di varianza-covarianza dei residui per la stima delle elasticità degli shock.

⁵³ Lo shock corrisponde a uno shock positivo di incertezza macroeconomica di una deviazione standard. Le risposte delle variabili macroeconomiche sono stimate usando una variante della metodologia relativa alla funzione generalizzata di risposta agli impulsi (GIRF) descritta in Koop, G., Pesaran, M.H. e Potter, S.M., "Impulse response analysis in nonlinear multivariate models", *Journal of Econometrics*, vol. 74, n. 1, 1996, pagg. 119-147.

⁵⁴ Questi risultati sono paragonabili a quelli riportati in Bonciani, D. e van Roye, B., op. cit. basati su un piccolo modello VAR bayesiano che utilizza la volatilità implicita dei mercati azionari come indicatore di incertezza.

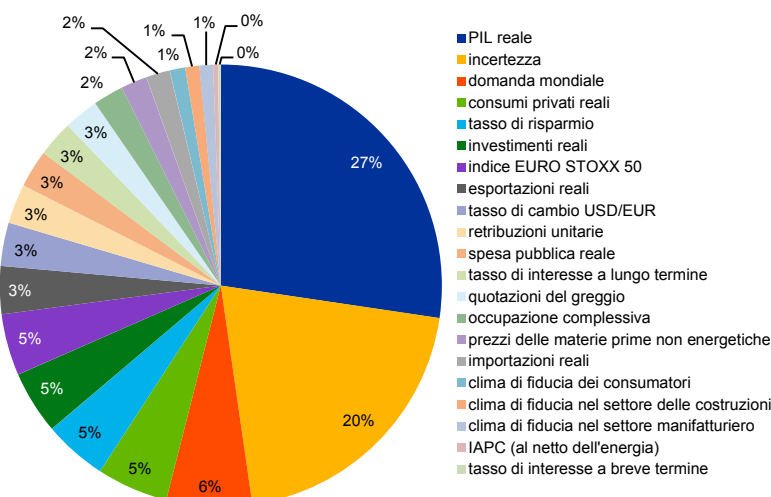
se di esigua entità) della crescita del PIL reale dopo lo shock negativo iniziale, coerentemente con i risultati del filone della letteratura economica sul valore delle opzioni reali⁵⁵.

Gli shock di incertezza sembrano contribuire in modo significativo alle fluttuazioni del PIL reale nell'area dell'euro. Per valutare l'importanza quantitativa degli shock di incertezza per le fluttuazioni macroeconomiche, il grafico B presenta la scomposizione della varianza degli errori di previsione per la crescita del PIL in termini reali⁵⁶. In media, nell'intero orizzonte di previsione (quaranta trimestri), si stima che l'incertezza macroeconomica abbia contribuito notevolmente alle fluttuazioni del PIL reale nell'area dell'euro, seconda solo al contributo ritardato della passata dinamica espansiva del PIL reale stesso⁵⁷.

Grafico B

Contributo medio degli shock alle fluttuazioni del PIL reale dell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico rappresenta il contributo medio degli shock alle fluttuazioni del PIL reale (in valori percentuali), calcolato a partire da una scomposizione della varianza degli errori di previsione in un orizzonte di quaranta trimestri. Come proxy di incertezza è stato utilizzato l'indicatore composito di incertezza macroeconomica presentato nel riquadro 1. La legenda (a destra) riporta la natura degli shock in base al livello del rispettivo contributo.

Occorre approfondire ulteriormente l'analisi della trasmissione degli shock di incertezza. I

risultati presentati in precedenza sono robusti anche se sottoposti a vari test, compresi un diverso ordine delle variabili nel sistema e l'uso di altri a priori già applicati in modelli BVAR di grandi dimensioni. I modelli BVAR di grandi dimensioni pongono il particolare problema di rendere più difficile l'applicazione di schemi di identificazione diversi dalla scomposizione standard di Cholesky che consentano l'imposizione di vincoli fondati sulla teoria. Inoltre, l'inclusione di ulteriori variabili nel sistema potrebbe contribuire a meglio isolare l'impatto degli shock di incertezza; queste variabili potrebbero includere gli indicatori relativi alle frizioni finanziarie e ai vincoli di liquidità.

⁵⁵ Per un risultato analogo in caso di shock avverso temporaneo sugli investimenti in Germania e Francia, cfr. Bundesbank, op. cit.

⁵⁶ La scomposizione della varianza degli errori di previsione indica la quota della varianza dell'errore di previsione n periodi in avanti di una variabile endogena riconducibile a ciascuno shock strutturale stimato.

⁵⁷ Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., op. cit., forniscono contributi analoghi sull'incertezza macroeconomica per la dinamica espansiva del PIL in termini reali negli Stati Uniti.

5 Conclusione

Benché l'incertezza sia difficile da osservare e da quantificare, vi sono evidenze del fatto che l'acuirsi dell'incertezza possa avere un effetto negativo sull'economia. La letteratura economica fornisce diversi metodi per misurare l'incertezza e, combinando questi approcci e le varie fonti di dati, potrebbe essere possibile elaborare un utile indicatore composito di incertezza per l'area dell'euro.

Considerato il ruolo dell'incertezza come potenziale determinante dei cicli economici nell'area dell'euro, è importante per i previsori così come per i responsabili delle politiche elaborare indicatori di incertezza e seguirne con attenzione l'andamento. È indispensabile per ciascuna proiezione eseguire una valutazione del grado corrente di incertezza e formulare un'ipotesi sull'incertezza attesa nell'orizzonte di proiezione; un'analisi di scenario che consenta di cogliere l'impatto stimato dei possibili shock di incertezza può fornire un'indicazione dei rischi che caratterizzano le proiezioni. Quanto ai responsabili delle politiche, in periodi di accresciuta incertezza le politiche ottimali potrebbero dover includere misure volte a ridurre questa incertezza e a mitigarne gli effetti.

2 Una retrospettiva delle riforme dei derivati OTC: obiettivi, progressi e lacune

Al vertice di Pittsburgh del 2009, i leader del G20 si sono impegnati a riformare i mercati dei derivati over-the-counter per migliorarne la trasparenza, evitare gli abusi di mercato e ridurre i rischi sistemici. Il presente articolo, incentrato sull'Europa, richiama gli obiettivi delle riforme di Pittsburgh, esamina i progressi compiuti dalla loro adozione, in particolare per quanto riguarda la segnalazione delle operazioni e la compensazione accentrata, e individua le lacune rimanenti e le sfide per le autorità. Queste ultime attengono principalmente a: (i) la resilienza, il risanamento e la risoluzione delle controparti centrali, data la loro crescente rilevanza sistemica a seguito delle riforme; (ii) la necessità di rafforzare la stabilità dei mercati dei derivati; e (iii) la qualità ancora insufficiente dei dati e l'insufficiente trasparenza delle operazioni in derivati OTC, nonostante i considerevoli progressi già compiuti.

1 Introduzione: le riforme di Pittsburgh dei derivati OTC

Alla luce delle loro dimensioni, dei loro rischi intrinseci e della loro scarsa trasparenza, i mercati globali dei derivati over-the-counter (OTC) hanno destato l'attenzione delle autorità dopo la crisi. Alla fine del 2008 avevano raggiunto 598.000 miliardi di dollari statunitensi (430.000 miliardi di euro) in termini di valore nozionale e 35.000 miliardi di dollari (25.000 miliardi di euro) in termini di valore lordo di mercato (cfr. grafico 1). In risposta alla crisi finanziaria globale, al vertice di Pittsburgh del settembre 2009, i leader del G20 si sono impegnati a riformare i mercati dei derivati over-the-counter per migliorarne la trasparenza, evitare gli abusi di mercato e ridurre i rischi sistemici. Sette anni dopo, è giunto il momento di analizzare i progressi nell'attuazione dell'impegno di Pittsburgh a livello mondiale e in particolare a livello europeo, nonché le lacune che ancora sussistono.

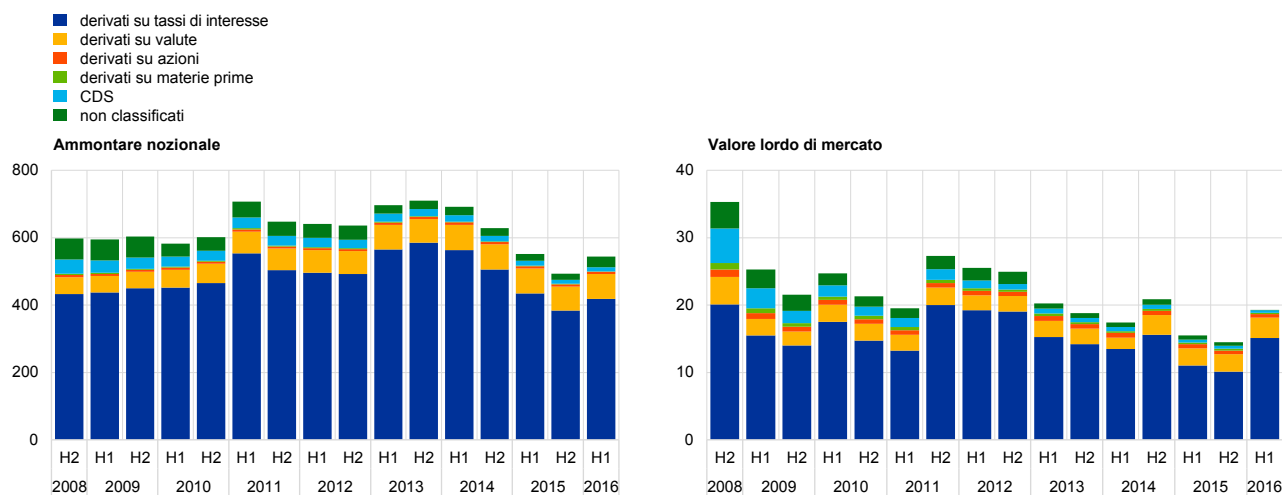
Un contratto derivato è un contratto il cui valore “deriva” da un'attività o da un prezzo di riferimento e viene utilizzato con finalità di copertura o speculative. Le tipologie più semplici di derivati sono i contratti a termine, le opzioni e gli swap¹. In termini di classi di attività sottostanti, è possibile distinguere tra derivati su materie prime, su azioni, su valute, su crediti e su tassi di interesse; quest'ultima categoria è di gran lunga la più ampia, in termini sia di ammontare nozionale sia di valore lordo di mercato (cfr. grafico 1). I contratti derivati possono essere negoziati su una borsa regolamentata o su una piattaforma di negoziazione (si parla allora di “derivati negoziati in borsa” o “derivati quotati”, e si tratta in genere di strumenti altamente standardizzati) oppure stipulati “over the counter”, ossia bilateralmente tra le controparti con condizioni su misura. I

¹ I contratti a termine sono accordi stipulati tra due parti in cui il venditore/l'acquirente ha l'obbligo di fornire/pagare un'attività a un prezzo fisso e una data futura stabilita. I futures sono contratti a termine standardizzati. Le opzioni sono contratti che danno all'acquirente la facoltà, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere un'attività a un prezzo fisso in futuro. Gli swap prevedono l'obbligo di scambiare flussi di cassa futuri per un periodo di tempo determinato, ad esempio una serie di flussi di cassa basati su un tasso di interesse fisso con flussi basati su un tasso variabile.

Grafico 1

Mercati globali dei derivati OTC

(in migliaia di miliardi di dollari USA; dati semestrali)



Fonte: indagine semestrale della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) sul mercato degli strumenti derivati OTC.

derivati non sono necessariamente pericolosi come alcuni hanno suggerito (una delle espressioni più note al riguardo è forse quella di Warren Buffet che nel 2002 ha definito i credit default swap delle “armi finanziarie di distruzione di massa”)². Creano tuttavia un rischio di controparte e presentano un grado di leva più elevato rispetto ad altri strumenti finanziari, e tale effetto leva può amplificare i guadagni e le perdite.

I derivati, e in particolare i credit default swap (CDS), sono stati uno dei principali fattori alla base dei problemi di Lehman Brothers e AIG. Non è quindi una coincidenza che nel novembre 2008, due mesi dopo il tracollo di Lehman Brothers, il vertice del G20 di Washington abbia citato “prodotti finanziari sempre più complessi e opachi, e la conseguente leva eccessiva” tra le cause principali della crisi finanziaria globale. Alle autorità di regolamentazione e di vigilanza è stato pertanto chiesto di “accelerare gli sforzi per ridurre i rischi sistemici dei CDS e delle transazioni in derivati over-the-counter (OTC) e rafforzare la trasparenza del mercato dei derivati OTC”³. A tale secondo intervento è stata persino attribuita un’alta priorità, stabilendo che fosse completato entro il 31 marzo 2009.

Al vertice di Pittsburgh del settembre 2009, i leader del G20 si sono impegnati a rafforzare la resilienza e la trasparenza dei mercati dei derivati OTC. La Dichiarazione dei leader esortava i ministri della finanza e i governatori delle banche centrali del G20 a “raggiungere un accordo su un assetto internazionale di riforma nelle seguenti aree critiche”, tra cui:

“Migliorare i mercati dei derivati over-the-counter: tutti i contratti derivati standardizzati negoziati over-the-counter (OTC) devono essere scambiati, ove

² Cfr. l'articolo di Helen Simon su Investopedia intitolato “Are derivatives a disaster waiting to happen?”

³ Dichiarazione del Vertice sui mercati finanziari e l'economia mondiale, Gruppo dei 20 (G20), 2008, pag. 1, e Piano d'azione, pag. 3, rispettivamente.

opportuno, nelle borse valori o su piattaforme di negoziazione elettronica ed essere inoltrati alle controparti centrali⁴ per la compensazione al più tardi entro la fine del 2012. I contratti derivati OTC devono essere segnalati ai trade repository. I contratti che non sono compensati a livello centrale devono essere soggetti a requisiti patrimoniali più elevati. Chiediamo all'FSB e ai suoi membri di valutare regolarmente l'implementazione di queste misure e se ciò sia sufficiente a migliorare la trasparenza dei mercati dei derivati, attenuare il rischio sistemico e proteggere dagli abusi di mercato"⁵.

Vi sono state raramente così poche righe che hanno occupato così tante persone per così tanto tempo, come quelle dell'impegno di Pittsburgh sui derivati OTC. L'attuazione di questo mandato ha dato luogo a un'ondata senza precedenti di nuovi standard e disposizioni regolamentari, e ha determinato significativi adattamenti del settore, sia a livello mondiale che nelle singole giurisdizioni, con il fine ultimo di migliorare la trasparenza, evitare gli abusi di mercato e ridurre i rischi sistemici dei mercati dei derivati OTC.

Il presente articolo è incentrato sulla valutazione della situazione attuale nell'Unione europea rispetto agli obiettivi originali del programma di Pittsburgh.

Passa in rassegna i progressi compiuti e identifica le lacune restanti in riferimento ai cinque elementi dell'ambizioso piano di riforma di Pittsburgh⁶:

- segnalare tutti i contratti derivati OTC ai trade repository;
- portare tutti i contratti derivati OTC standardizzati in borsa; e
- compensarli tramite controparti centrali;
- introdurre requisiti patrimoniali maggiori per i contratti non compensati centralmente;
- valutare regolarmente se queste quattro misure siano sufficienti a "migliorare la trasparenza del mercato, attenuare il rischio sistemico e proteggere dagli abusi di mercato".

Le controparti centrali (CCP) e i trade repository (TR) sono infrastrutture dei mercati finanziari (IMF) divenute più rilevanti in relazione ai mercati dei derivati OTC a seguito delle riforme di Pittsburgh.

Una CCP si interpone tra le due controparti di un'operazione in titoli o derivati, divenendo acquirente nei confronti del venditore e viceversa, e assumendosi il rischio di credito di controparte (ossia il

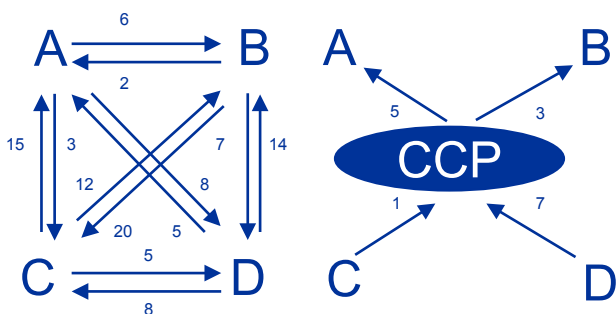
⁴ La parte del mercato dei derivati OTC compensata dalle controparti centrali ha prodotto risultati migliori durante la crisi grazie alla migliore gestione del rischio e alla maggiore trasparenza delle esposizioni dei partecipanti.

⁵ Dichiarazione dei leader – Vertice di Pittsburgh, G20, 2009, pagg. 8-9.

⁶ Il vertice del G20 di Cannes (novembre 2011) e quello di San Pietroburgo (settembre 2013) hanno aggiunto aspetti supplementari al programma di riforma dei derivati OTC, in particolare i requisiti di margine per i derivati non compensati a livello centrale per quanto riguarda il primo, e l'accordo secondo cui le giurisdizioni dovrebbero rimettersi alle regole delle CCP di altre giurisdizioni nel caso del secondo, ma la sostanza del programma deriva da Pittsburgh.

Figura 1

Compensazione multilaterale delle CCP

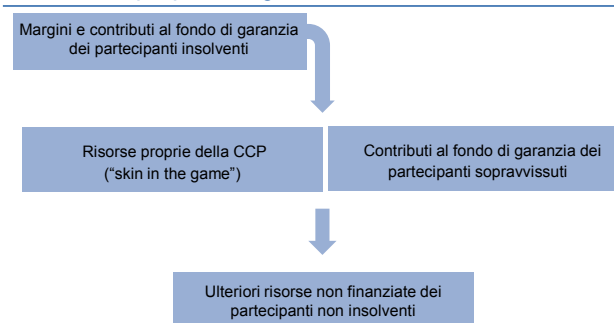


Fonte: BCE.

Nota: la CCP calcola e registra le esposizioni nette delle operazioni ("compensazione multilaterale").

Figura 2

Insieme di risorse finanziarie qualora un partecipante non onori i propri obblighi



Fonte: BCE.

rischio che una delle controparti non onori il contratto)⁷. Tramite questo processo, nonché mediante la compensazione multilaterale (cfr. figura 1), la CCP riduce il rischio di credito e di liquidità complessivo e sostituisce le esposizioni bilaterali con una rete centralizzata di esposizioni tra i partecipanti alla compensazione e la CCP. La CCP elimina il rischio di controparte dei partecipanti tra loro, ma questi ultimi rimangono esposti, in aggiunta alle rispettive posizioni assunte sul mercato, nei confronti della stessa CCP in relazione ai pagamenti dei margini e ai contributi al fondo di garanzia, cui la CCP può attingere come parte delle sue linee di difesa in caso di inadempimento di altri partecipanti (figura 2). Tra gli strumenti di gestione del rischio di una CCP figurano i "margini iniziali" (ammontari predefiniti di garanzie conferite alla CCP), i "margini di variazione" (pagamenti che diventano dovuti in funzione delle variazioni delle quotazioni di mercato) e gli scarti di garanzia applicati al collaterale. Un trade repository è un registro elettronico centralizzato per l'archiviazione dei dati sulle singole operazioni in derivati, compensate o meno (cfr. sezione 3.1).

La parte restante dell'articolo è strutturata come segue. La sezione 2 descrive i Principi per le infrastrutture del mercato finanziario (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI), un importante insieme di standard internazionali influenzato dall'impegno di Pittsburgh in relazione alle CCP e ai TR, nonché altre linee di indirizzo globali e le iniziative di riforma in atto. La sezione 3 analizza la situazione dell'Europa in riferimento all'obbligo di segnalazione, all'obbligo di compensazione e ad altri elementi delle riforme di Pittsburgh, che sono stati attuati in gran parte tramite il Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). La sezione 4 individua le lacune rimanenti e gli aspetti da riformare ulteriormente, in particolare in relazione al fatto di rendere le CCP più resilienti e di agevolare il risanamento e la risoluzione, al rafforzamento della stabilità dei mercati dei derivati e all'ulteriore miglioramento della trasparenza dei mercati dei derivati OTC. La sezione 5 trae le conclusioni.

⁷ Per una spiegazione più dettagliata del funzionamento delle CCP, si vedano ad esempio le pagine web della Deutsche Bundesbank sulla [supervisione delle controparti centrali](#); "OTC derivatives: new rules, new actors, new risks", *Financial Stability Review*, n. 17, Banque de France, 2013; e Nixon, D. e Rehlon, A., "Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, secondo trimestre 2013.

2 Linee di indirizzo globali

2.1 Standard globali

Nell'ambito della più ampia risposta alla crisi sul piano regolamentare, sono stati adottati in tutto il modo standard rafforzati per le IMF. A livello globale, tra di essi figurano i Principi per le infrastrutture del mercato finanziario del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)⁸ e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). Nel febbraio 2010 il CPSS e lo IOSCO hanno avviato un esame approfondito di tre serie di standard esistenti per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, per i sistemi di regolamento dei titoli e le CCP, "a sostegno dei più ampi sforzi dell'FSB per rafforzare le principali infrastrutture e i principali mercati finanziari assicurando che le lacune negli standard internazionali siano identificate e vi sia posto rimedio"⁹. La BCE e alcune banche centrali dell'Eurosistema sono state coinvolte da vicino in quest'analisi e nella definizione dei PFMI.

Pubblicati nell'aprile 2012, i PFMI hanno tenuto conto degli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria. Ciò vale in particolare per la necessità di attenuare i rischi derivanti dai derivati OTC soggetti a compensazione accentrata. Sei dei 24 principi riguardano specificamente le CCP (Principi 4, 6, 7, 13, 14 e 20). I TR sono anch'essi menzionati e alla voce "Accesso alle IMF", l'introduzione fa esplicito riferimento al piano di riforma di Pittsburgh: "L'accesso alle CCP in particolare è ancora più importante alla luce dell'impegno del G20 del 2009 a compensare centralmente tutti i derivati OTC standardizzati entro la fine del 2012"¹⁰.

Tra l'altro, i PFMI fissano standard di gestione del rischio rigorosi per le CCP e per la prima volta creano anche un quadro per i TR¹¹. Per rafforzare la resilienza delle CCP, i Principi stabiliscono requisiti più stringenti per la gestione del rischio di credito e di liquidità delle CCP, nonché per la gestione dei loro rischi di investimento e di custodia. Ad esempio, le CCP devono coprire le esposizioni creditizie nei confronti dei propri partecipanti per tutti i prodotti tramite un sistema di margini efficace che sia basato sul rischio e regolarmente riesaminato e testato (Principio 6), e mantenere risorse finanziarie sufficienti per coprire l'insolvenza del partecipante di maggiori dimensioni (o nel caso di CCP attive a livello internazionale dei due partecipanti più grandi) in condizioni di mercato estreme ma plausibili (Principio 4). I PFMI descrivono anche le responsabilità delle banche centrali, delle autorità di regolamentazione dei mercati e delle altre autorità competenti responsabili delle IMF nell'attuazione degli standard ("Responsabilità da A a E"). Sebbene i

⁸ Il precedente CPSS è stato ridenominato Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) nel settembre 2014 ed è attualmente presieduto da Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo della BCE. Cfr. il [sito Internet della BRI](#) per una panoramica del ruolo e dell'attività del CPMI.

⁹ [Principi per le infrastrutture del mercato finanziario](#), CPSS-IOSCO, 2012, pag. 6.

¹⁰ *Ibid.*, pag. 15.

¹¹ I PFMI coprono inoltre altre tipologie di IMF come i sistemi di pagamento e i sistemi di deposito accentrato.

Principi non siano giuridicamente vincolanti, tutti i paesi membri del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), dello IOSCO e del CPMI si sono impegnati a recepirli e il CPMI e lo IOSCO stanno monitorando i progressi a tale riguardo.

In base alla “Responsabilità D” dei PFMI, alle autorità competenti viene chiesto di adottare e applicare i Principi in modo coerente. In Europa, i PFMI sono stati attuati dal Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), entrato in vigore nell'agosto 2012 e che ha introdotto per la prima volta un quadro regolamentare e di vigilanza comune a livello di Unione europea per le CCP e i TR (per quest'ultimo si veda la sezione 3.3.1)¹². Nel giugno del 2013, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato i PFMI come standard di supervisione dell'Eurosistema per tutte le IMF dell'area dell'euro sotto la responsabilità dell'Eurosistema.

2.2 L'opera di riforma internazionale in atto

L'FSB è stato incaricato di valutare regolarmente l'attuazione del piano di riforma di Pittsburgh. I rapporti dell'FSB sui progressi in materia di attuazione delle riforme dei derivati OTC, il più recente dei quali è stato pubblicato nell'agosto 2016¹³, forniscono una buona panoramica delle numerose iniziative globali in atto che hanno preso le mosse da Pittsburgh. Oltre ai PFMI, vi sono altri lavori e linee di indirizzo pertinenti del CPMI e dello IOSCO, del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) e dello stesso FSB. Le attività di riforma, molte delle quali sono perseguite anche a livello nazionale, spaziano dagli aspetti relativi alla negoziazione, ai requisiti patrimoniali e di margini per i derivati non compensati a livello centrale, alla compensazione accentrata e alla segnalazione delle operazioni, nonché alle questioni transfrontaliere, anch'esse riguardanti principalmente le CCP e i TR.

L'Eurosistema partecipa a diverse iniziative internazionali che hanno preso le mosse da Pittsburgh. Tra di esse figurano in particolare l'attività sulla resilienza, il risanamento e la risoluzione delle CCP, aspetti divenuti cruciali a seguito dell'accresciuta concentrazione delle operazioni e del rischio presso le CCP derivante dal mandato di compensazione (cfr. sezione 4.1). Altre iniziative internazionali, alle quali contribuiscono la BCE e alcune banche centrali dell'Eurosistema, riguardano ad esempio il Legal Entity Identifier (LEI), l'eliminazione delle barriere giuridiche alla segnalazione delle operazioni e all'accesso ai dati dei TR¹⁴, nonché l'armonizzazione e l'aggregazione dei dati sui derivati OTC (cfr. riquadro 1).

¹² In questo articolo l'enfasi è sul processo, non sul contenuto dell'EMIR. Si noti che il CPMI e lo IOSCO non hanno considerato l'EMIR pienamente conforme ai PFMI.

¹³ Cfr. *OTC Derivatives Market Reforms – Eleventh Progress Report on Implementation*, FSB, 2016.

¹⁴ In diverse giurisdizioni, l'accesso effettivo ai dati delle transazioni in derivati OTC è limitato dalle leggi sulla protezione dei dati, dalle disposizioni legislative sul segreto bancario e dalle clausole di indennizzo. Cfr. *Thematic Review on OTC Derivatives Trade Reporting*, FSB, 2015.

Riquadro 1

Attività internazionale di armonizzazione e aggregazione dei dati sui derivati OTC

I dati comunicati ai TR sui derivati OTC devono essere armonizzati per servire meglio l'aggregazione dei dati a livello internazionale. L'aggregazione internazionale dei dati comunicati ai TR permette alle autorità di avere un quadro più completo del mercato dei derivati OTC, facilitando quindi la loro comprensione delle esposizioni globali di grandi istituzioni finanziarie che operano in più di una giurisdizione. Nel settembre 2014 l'FSB ha pubblicato uno studio di fattibilità sulle opzioni per produrre e condividere dati globali aggregati dei TR sui derivati OTC. Tale "Studio di fattibilità sull'aggregazione dei dati"¹⁵ ha concluso che "è cruciale per qualsiasi opzione di aggregazione che l'attività di standardizzazione e armonizzazione di importanti elementi informativi sia completata, in particolare anche tramite l'introduzione a livello internazionale del LEI, e la creazione di un Unique Transaction Identifier (UTI) e di un Unique Product Identifier (UPI)". L'FSB ha chiesto al CPMI e allo IOSCO di elaborare orientamenti internazionali sull'armonizzazione degli elementi informativi comunicati ai TR quale prerequisito per l'aggregazione dei dati da parte delle autorità. Nel novembre del 2014, il CPMI e lo IOSCO hanno creato un gruppo di lavoro congiunto per l'armonizzazione dei principali elementi informativi dei derivati OTC (Harmonisation Group, HG) con il mandato di elaborare linee di indirizzo relative alla definizione, al formato e all'utilizzo dell'UTI, dell'UPI e di altri elementi informativi critici sui derivati OTC (critical data elements, CDE). L'HG è copresieduto dai rappresentanti della BCE e della US Commodity Futures Trading Commission.

È in corso un'attività globale di armonizzazione della struttura, dei contenuti e del formato degli elementi informativi comunicati e si prevede che sia completata entro la fine del 2017.

L'HG ha pubblicato un rapporto a fini di consultazione sull'UTI nell'agosto 2015¹⁶, due analoghi rapporti sull'UPI (dicembre 2015 e agosto 2016)¹⁷ e, finora, due rapporti a fini di consultazione sui CDE (settembre 2015 e ottobre 2016)¹⁸. Inoltre, l'HG ha organizzato workshop cui hanno partecipato parti interessate del settore per discutere dell'armonizzazione di questi elementi informativi. La data obiettivo per la pubblicazione delle linee di indirizzo tecniche finali sull'UTI per le autorità è dicembre 2016¹⁹. Hanno l'obiettivo di fornire, tra l'altro, orientamenti sulle circostanze in cui un UTI è necessario, su quali organismi devono essere responsabili della generazione degli UTI e sulla struttura e il formato degli UTI. Con riferimento alle linee di indirizzo tecniche sugli UPI, viene posta particolare attenzione sulla mappatura del codice UPI ai dati di riferimento dell'UPI, che contengono gran parte delle informazioni sui prodotti e sulle attività o strumenti sottostanti. La data obiettivo per la pubblicazione delle linee di indirizzo tecniche finali sull'UPI per le autorità è metà 2017. L'attività relativa alle linee di indirizzo tecniche sui CDE è stata incentrata sull'identificazione e l'armonizzazione di elementi informativi diversi dall'UTI e dall'UPI cruciali per la segnalazione e per un'efficace aggregazione dei dati a livello internazionale. Nel complesso, si sta lavorando su circa 80 CDE. Un aspetto importante dell'armonizzazione dei CDE è l'utilizzo degli standard di settore esistenti, in particolare lo standard ISO 20022, ove possibile. L'obiettivo è pubblicare le linee di indirizzo tecniche finali sui CDE per le autorità entro la fine del 2017.

¹⁵ Feasibility study on approaches to aggregate OTC derivatives data, FSB, 2014.

¹⁶ Consultative report – Harmonisation of the Unique Transaction Identifier, CPMI-IOSCO, 2015.

¹⁷ Consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier, CPMI-IOSCO, 2015, e Second consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier, CPMI-IOSCO, 2016.

¹⁸ Consultative report – Harmonisation of key OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – first batch, CPMI-IOSCO, 2015, e Consultative report – Harmonisation of critical OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – second batch, CPMI-IOSCO, 2016.

¹⁹ I dati e le fonti utilizzati nel presente articolo sono aggiornati al 2 dicembre 2016.

In aggiunta alle linee di indirizzo tecniche per le autorità, sono in atto iniziative sulla governance degli elementi informativi critici. L'HG sta elaborando un quadro di governance per i CDE. Nel marzo del 2016 è stato costituito un gruppo di lavoro dell'FSB dedicato all'elaborazione di schemi di governance per l'UTI e l'UPI (il "GUUG"). Il GUUG ha già stabilito criteri e funzioni che dovranno essere soddisfatti dagli schemi di governance dell'UTI e dell'UPI, e intende pubblicare un rapporto a fini di consultazione sulla struttura di governance dell'UTI poco dopo la pubblicazione delle linee di indirizzo tecniche sull'UTI. Per quanto riguarda l'UPI, il GUUG intende ultimare il suo lavoro e formulare raccomandazioni per l'FSB dopo il completamento dei lavori dell'HG sull'UPI, attualmente previsto per la fine del 2017.

Tuttavia, saranno necessarie ulteriori misure per favorire l'aggregazione dei dati a livello globale. L'attuazione delle linee di indirizzo tecniche sui codici identificativi globali uniformi, ossia gli UTI, gli UPI e altri CDE, la definizione di strutture di governance efficienti ed efficaci nonché l'adozione del LEI sono importanti passi avanti e condizioni necessarie per creare un meccanismo di aggregazione dei dati a livello mondiale e assicurare che i dati sui derivati OTC possano essere adeguatamente aggregati. La BCE si aspetta che nel 2017 saranno avviati lavori coordinati a livello internazionale per sviluppare un meccanismo efficiente ed efficace per l'aggregazione dei dati su scala mondiale.

3 Panoramica della situazione e dei progressi in Europa

In Europa, un'ampia parte dell'iniziativa di riforma di Pittsburgh è stata formalizzata nel 2012 nel Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Noto in precedenza come "Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni"²⁰, l'EMIR ha stabilito per la prima volta standard regolamentari e di vigilanza nell'UE per le CCP e i TR, che sono stati descritti più dettagliatamente negli standard tecnici regolamentari (regulatory technical standards, RTS). Se il Considerando 5 dell'EMIR fa riferimento all'accordo di Pittsburgh, nel comunicato stampa del 15 settembre 2010 che accompagna la bozza di proposta della Commissione europea vi è un riferimento ancora più marcato alla crisi finanziaria e all'impegno del G20:

"Nel quadro dei lavori in corso per creare un sistema finanziario più solido, la Commissione europea ha presentato in data odierna una proposta di regolamento mirante a rendere più sicuro e più trasparente il mercato dei derivati negoziati fuori borsa (i cosiddetti derivati over-the-counter od OTC). [...]. Il quasi fallimento di Bear Sterns nel marzo 2008, il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e il salvataggio di AIG il giorno successivo hanno cominciato a evidenziare le carenze del funzionamento del mercato dei derivati OTC, dove vengono negoziati l'80% dei derivati. [...] La proposta della Commissione, pienamente in linea con gli impegni assunti dall'UE in seno al G20 e con l'approccio adottato dagli Stati Uniti, passa ora al Parlamento europeo e agli Stati membri dell'UE per il successivo esame"²¹.

²⁰ Cfr. il [Regolamento](#) pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 27 luglio 2012.

²¹ [Making derivatives markets in Europe safer and more transparent](#), Commissione europea, 2010.

3.1 I progressi dell'Europa in relazione all'obbligo di segnalazione

L'EMIR introduce la segnalazione obbligatoria di tutti i contratti derivati ai TR, a decorrere dal febbraio 2014. Questo "obbligo di segnalazione" si applica sia ai derivati OTC sia a quelli negoziati in borsa in tutte le cinque principali classi di attività, ossia derivati su materie prime, su azioni, su valute, su crediti e su tassi di interesse. I derivati compensati per il tramite di CCP sono parimenti inclusi. Per ciascuna operazione in derivati devono essere compilati circa 85 campi di dati, suddivisi in due gruppi: il primo gruppo contiene informazioni sulle controparti coinvolte, che in genere rimangono invariate durante la vita di una transazione; il secondo gruppo fornisce dettagli sulle caratteristiche del contratto, come la tipologia di derivato, il sottostante, il prezzo, l'ammontare in essere, l'esecuzione e la sede di compensazione del contratto, la valutazione, le garanzie e gli eventi del ciclo di vita (ad es. compressione, cancellazione, estinzione). Alcune di queste caratteristiche, in particolare il prezzo o gli eventi verificatisi durante il ciclo di vita, cambiano durante la vita di un'operazione in derivati.

In base all'EMIR, tutte le controparti di un contratto derivato situate nell'UE devono comunicare i dettagli del contratto a un TR autorizzato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). Ai sensi degli Articoli 55 e 77 dell'EMIR, i TR cui i contratti sono segnalati devono essere registrati presso l'ESMA o, nel caso di TR di paesi terzi, riconosciuti da quest'ultima. Attualmente, vi sono sei TR autorizzati dall'ESMA: CME, DDRL²², ICE, KDPW, Regis-TR e UnaVista.²³ Insieme forniscono dati giornalieri sui derivati a oltre 60 autorità nell'UE, le quali conformemente al loro mandato hanno accesso ai dati della rispettiva giurisdizione. Solo il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) e l'ESMA hanno accesso alla totalità dei dati per l'intera UE²⁴. L'ESMA vigila inoltre direttamente sui TR e può imporre sanzioni in caso di mancato rispetto dei requisiti EMIR. Nel marzo 2016, l'ESMA ha adottato per la prima volta una simile misura di enforcement nei confronti di un TR registrato nell'UE²⁵.

Una caratteristica della segnalazione EMIR è l'"obbligo di doppia segnalazione"²⁶. A differenza delle segnalazioni effettuate da una sola parte nel regime statunitense, ai sensi dell'EMIR entrambe le controparti di una transazione in derivati sono tenute a segnalare, qualora siano situate nell'UE. Essendovi diversi TR nell'UE, le transazioni sono spesso segnalate a due TR diversi.

²² The DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), talvolta denominato semplicemente DTCC, è un'affiliata di Londra di DTCC Global Trade Repository (GTR).

²³ Cfr. [List of registered trade repositories](#), ESMA.

²⁴ Cfr. Fache-Rousová, L., Kulmala, K.-M. e Osiewicz, M., "Reporting of derivatives transactions in Europe – Exploring the potential of EMIR micro data against the challenges of aggregation across six trade repositories", 2015, per una descrizione della segnalazione ai sensi dell'EMIR e aspetti connessi quali la qualità di dati e la metodologia di aggregazione dei dati tra i TR.

²⁵ Cfr. [ESMA fines DTCC Derivatives Repository Limited €64,000 for data access failures](#), 2016.

²⁶ Nel creare uno schema per l'EMIR, ciò che ha spinto l'ESMA a optare per la doppia segnalazione è stato il fatto che se entrambe le controparti sono tenute a segnalare le loro valutazioni di una posizione in derivati, ciò consente un processo più chiaro per la scoperta di disallineamenti dei prezzi e una più agevole individuazione di potenziali fonti di rischio. Inoltre, le autorità vengono a conoscenza di un'operazione in derivati anche se una delle controparti non la segnala.

Pertanto, eventuali aggregazioni dei dati richiedono il raccordo delle informazioni su entrambe le controparti di un'operazione e tra i diversi TR. Questo raccordo si basa di norma sull'utilizzo dell'UTI, ma la sua definizione è ancora in fase di elaborazione a livello mondiale (cfr. riquadro 1).

In aggiunta alle segnalazioni obbligatorie dei dati a livello di transazione, l'EMIR impone anche ai TR la pubblicazione di dati aggregati. Nei loro siti Internet i TR pubblicano il numero di transazioni, il loro valore nozionale e di mercato, nonché altri indicatori. Alla luce del regime della doppia segnalazione, le transazioni sono suddivise in operazioni con doppia segnalazione e operazioni con segnalazione singola, a seconda che l'altra parte della transazione sia segnalata allo stesso TR o meno. I dati pubblici dei TR sono caratterizzati da discontinuità strutturali, dovute a differenze e cambiamenti nella segnalazione o a operazioni erroneamente comunicate. Nonostante questi problemi irrisolti (si veda anche la Sezione 4.3), entro certi limiti i dati EMIR consentono di trarre alcune conclusioni sulle caratteristiche del mercato dei derivati europeo (cfr. riquadro 2). In linea con lo schema di informativa al pubblico CPMI-IOSCO, anche le CCP europee pubblicano un'ampia gamma di dati quantitativi, relativi ad esempio al rischio di credito e di liquidità, ai margini e alle garanzie²⁷.

Riquadro 2

Caratteristiche del mercato europeo dei derivati in base ai dati EMIR

Le dimensioni del mercato europeo dei derivati OTC in termini di ammontare nozionale in essere erano pari a circa 460.000 miliardi di euro in base ai dati pubblici EMIR a fine giugno 2016. La classe di attività di gran lunga più ampia, pari all'85% del valore nozionale in essere a fine giugno, era costituita dagli swap su tassi di interesse (interest rate swap, IRS), seguiti dai derivati su valute (9%), mentre i derivati su crediti, su materie prime ed equity-linked rappresentavano congiuntamente circa il 6% (cfr. grafico A). Queste quote sono sostanzialmente in linea con l'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei derivati OTC, su cui si basa il grafico 1. In termini assoluti, tuttavia, i valori nozionali in essere dei dati pubblici EMIR e quelli dell'indagine semestrale BRI (dimensioni globali di circa 490.000 miliardi di euro a fine giugno 2016²⁸) non possono essere raccordati a causa di differenze metodologiche tra i due dataset²⁹.

I dati EMIR forniscono anche indicazioni preliminari sulla struttura del mercato dei derivati in Europa. In questa analisi, l'enfasi è posta sui dati di tre singoli TR collegati a CCP europee (cfr. tabella 2) autorizzate a compensare la principale classe di attività, gli IRS. Si tratta di Regis-TR, CME e DDRL. In aggiunta al loro utilizzo nell'analisi, i dati comunicati a DDRL sono

²⁷ La European Association of CCP Clearing Houses (EACH) mantiene un [elenco](#) di queste informazioni pubbliche.

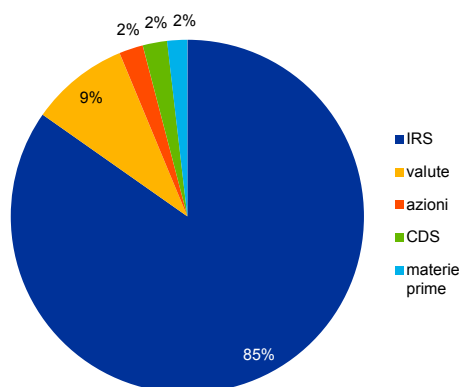
²⁸ A fine giugno 2016, il valore nozionale globale complessivo era pari a 544.000 miliardi di dollari statunitensi (USD 1 = EUR 1,1102).

²⁹ L'indagine della BRI copre un insieme limitato di operatori in derivati, i quali comunicano le proprie posizioni aggregate in derivati su base consolidata a livello mondiale. Circa 70 grandi operatori in derivati di 13 paesi partecipano all'indagine semestrale della BRI; nonostante il campione limitato, l'indagine semestrale cattura un'ampia quota del mercato globale dei derivati OTC, come conferma l'indagine triennale della BRI, che copre un numero molto maggiore di istituzioni (circa 400) in molti più paesi (47) (un confronto tra le due indagini BRI indica che la quota di mercato dei soggetti dichiaranti dell'indagine trimestrale è di circa il 97% per i derivati su tassi di interesse e su crediti). Cfr. Abad et al., "Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset", 2016.

Grafico A

Mercato europeo dei derivati OTC per classe di attività

(percentuale dell'ammontare nozionale in essere al 1° luglio 2016)



Fonti: dati pubblici EMIR, pubblicati sui siti Internet dei TR.

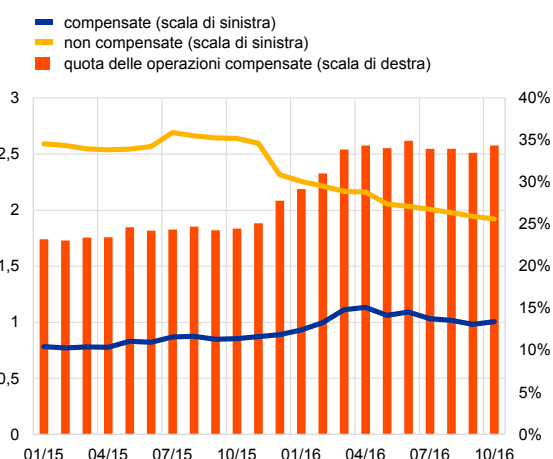
particolarmente interessanti data la loro copertura ampia e diversificata delle classi di attività. La scelta dei TR a fini analitici è dettata anche dalla disponibilità di trade state report (rapporti sullo stato delle transazioni), anziché di trade activity report (rapporti sull'attività di negoziazione). I primi contengono tutte le operazioni in essere alla fine della giornata e consentono di calcolare le posizioni e di aggregare i dati. Tuttavia, i trade state report non sono attualmente obbligatori ai sensi dell'EMIR e non tutti i TR li forniscono³⁰.

L'analisi dei dati EMIR mostra che per gli IRS, la quota di transazioni OTC compensate è costantemente aumentata dall'introduzione dell'obbligo di compensazione. Il grafico B illustra le transazioni in IRS OTC compensate e non compensate dal gennaio 2015 per due TR che forniscono trade state report, DDRL e Regis-TR. L'enfasi è posta sul numero di transazioni, in quanto questa misura è meno soggetta a dati anomali o errori di segnalazione rispetto ai valori nozionali o di mercato. La quota è rimasta stabile a circa il 25% nel 2015, mentre è salita a circa il 35% nei primi tre trimestri del 2016, ossia dopo l'entrata in vigore del primo RTS sull'obbligo di compensazione nel dicembre 2015 (cfr. sezione 3.3).

Grafico B

Transazioni in IRS OTC compensate e non compensate per DDRL e Regis-TR

(milioni di operazioni, percentuali; dati di fine mese)



Fonti: dati EMIR, DDRL e Regis-TR.

Grafico C

Numero e valori nozionali delle transazioni in IRS OTC compensate segnalate a CME

(in miliardi di euro; numero di transazioni; dati settimanali)



Fonti: dati EMIR e rapporti di attività CME.

³⁰ In futuro si prevede che i *trade state report* diventino obbligatori per i TR. Per ulteriori dettagli, cfr. il documento a fini di consultazione dell'ESMA Draft technical standards on access to data and aggregation and comparison of data across TR under Article 81 of EMIR, 2015.

I dati EMIR hanno anche fatto luce sugli effetti a breve termine dell'introduzione dell'obbligo di compensazione per gli IRS e del cosiddetto "frontloading" (si veda la sezione 3.3). Il grafico C illustra l'evoluzione del numero e del valore nozionale delle nuove transazioni compensate segnalate a CME. Nella settimana comprendente il termine di frontloading del 21 maggio 2016 si registra un notevole incremento una tantum dei volumi di contrattazione, in termini sia di valore nozionale che di numero di operazioni, in ragione della compensazione delle operazioni in essere prima del termine di frontloading. Dopo l'inizio dell'obbligo di compensazione (per le controparti della Categoria 1) del 21 giugno 2016 (cfr. tabella 1 sotto), si può osservare un significativo spostamento del livello delle negoziazioni settimanali per tutti i contratti IRS OTC tra le controparti della Categoria 1, che hanno allora dovuto essere compensate a livello centrale.

3.2 Requisiti di negoziazione per i derivati OTC

Mentre negli Stati Uniti l'ambito di applicazione del Dodd-Frank Act comprende sia la negoziazione che la compensazione dei derivati OTC, in Europa l'EMIR si applica solo alla compensazione, mentre gli aspetti relativi alla negoziazione sono trattati dal testo rivisto della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari e dal relativo Regolamento (rispettivamente MiFID II e MiFIR). Pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 12 giugno 2014, questo insieme di disposizioni legislative entrerà in vigore, previo recepimento della MiFID 2 negli ordinamenti nazionali, il 3 gennaio 2018 negli Stati membri. Il suo obiettivo è assicurare mercati più equi, più sicuri e più efficienti, nonché un alto grado di tutela armonizzata degli investitori in strumenti finanziari. In particolare, la versione rivista della Direttiva e il nuovo Regolamento comprendono requisiti di autorizzazione per i mercati regolamentati, regole sull'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione, obblighi di trasparenza per la negoziazione di azioni, requisiti per le società di investimento, regole per la segnalazione delle transazioni e, cosa più rilevante in relazione alle riforme di Pittsburgh, l'obbligo per i derivati OTC di negoziazione in borsa o su piattaforme di negoziazione elettronica, le cosiddette "organised trading facilities" (OTF). Un importante requisito ad esempio è che le OTF mantengano un'esposizione neutrale al rischio di mercato e non assumano esse stesse posizioni. I requisiti si applicano ai derivati OTC, che sono soggetti alla compensazione obbligatoria, il che crea un legame con l'EMIR. Come per l'EMIR, l'ESMA è responsabile dell'elaborazione degli standard regolamentari e degli standard tecnici di implementazione (implementing technical standards, ITS) in relazione alla MiFID II e al MiFIR.

3.3 I progressi dell'Europa in relazione all'obbligo di compensazione

Il Giappone e gli Stati Uniti sono stati i primi ad attuare l'obbligo di compensazione concordato a Pittsburgh per alcuni contratti derivati OTC.

L'obbligo di compensazione è stato introdotto inizialmente in Giappone per gli IRS denominati in yen e i CDS su indici nel novembre 2012, e per gli IRS yen-euro nel luglio 2014. Negli Stati Uniti, dove il piano di Pittsburgh è stato attuato con il Dodd-Frank Act, l'obbligo di compensazione è entrato in vigore nel marzo 2013 per una

gamma più ampia di contratti tra cui IRS, basis swap e forward rate agreement (FRA) in una qualsiasi delle valute più liquide (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen), nonché per i CDS su indici e gli overnight index swap (OIS) in dollari statunitensi, euro e sterline britanniche³¹.

Nell'Unione europea, la progressiva introduzione dell'obbligo di compensazione è iniziata nel giugno 2016 e continuerà fino al 2018, coprendo una gamma ancora più ampia di contratti e valute rispetto a Stati Uniti e Giappone. L'ESMA ha la responsabilità di proporre quali contratti dovrebbero essere soggetti all'obbligo di compensazione tramite RTS; questi ultimi dovranno poi essere approvati dalla Commissione europea, dal Consiglio e dal Parlamento. Un primo RTS è entrato in vigore il 21 dicembre 2015, rendendo obbligatoria la compensazione centrale degli IRS fixed-to-float (fisso contro variabile) e dei basis swap in euro, in sterline britanniche, in yen e in dollari statunitensi, nonché dei FRA e degli OIS in euro, in sterline e in dollari USA. A seconda della tipologia di controparte, l'attuazione dell'obbligo di compensazione viene introdotta gradualmente. È iniziata il 21 giugno 2016 per i partecipanti delle CCP e il 21 dicembre 2016 per le controparti finanziarie e i fondi di investimento alternativi che non partecipano a controparti centrali ma sono al di sopra di una certa soglia³² (cfr. tabella 1). Per le controparti finanziarie e i fondi di investimento alternativi al di sotto di tale soglia di compensazione, nonché per le controparti non finanziarie, l'obbligo prenderà avvio il 21 giugno 2017 e il 21 dicembre 2018 rispettivamente³³. Inoltre, la Commissione europea ha pubblicato un secondo e un terzo RTS, che sono entrati in vigore il 9 maggio e il 9 agosto 2016 e

Tabella 1
Tempistica per l'obbligo di compensazione per tipologia di controparte e asset class

Controparti	Numero di categoria	IRS nelle valute del G4	CDS su indici	IRS e FRA in NOK, PLN e SEK
Date di inizio dell'obbligo di compensazione				
Partecipanti alle CCP	Cat. 1	21/06/2016	09/02/2017	09/02/2017
Altre controparti finanziarie e fondi di investimento alternativi sopra la soglia del livello di gruppo di posizioni in derivati non compensate (8 miliardi di euro)	Cat. 2	21/12/2016	09/08/2017	09/07/2017
Altre controparti finanziarie e fondi di investimento alternativi al di sotto della soglia di 8 miliardi di euro	Cat. 3	21/06/2017	09/02/2018	09/02/2018
Altre controparti non finanziarie	Cat. 4	21/12/2018	09/05/2019	09/07/2019
Date di frontloading				
Partecipanti alle CCP	Cat. 1	21/02/2016	09/10/2016	09/10/2016
Altre controparti finanziarie e fondi di investimento alternativi sopra la soglia del livello di gruppo di posizioni in derivati non compensate (8 miliardi di euro)	Cat. 2	21/05/2016	09/10/2016	09/10/2016

Fonti: primo, secondo e terzo RTS sull'obbligo di compensazione (cfr. note a piè di pagina 33 e 34).

³¹ Cfr. Rahman, A., "Over-the-counter (OTC) derivatives, central clearing and financial stability", *Bank of England Quarterly Bulletin*, terzo trimestre 2015, per una panoramica dell'obbligo di compensazione negli Stati Uniti, in Giappone e nell'UE, e per le diverse tipologie di contratti che vi sono soggette o potrebbero esserlo.

³² La soglia di EUR 8 miliardi deve essere calcolata a livello di gruppo, come media di fine mese dell'ammontare nozionale lordo in essere del gruppo di derivati non compensati a livello centrale per gennaio, febbraio e marzo 2016. Si applicano diverse eccezioni, ad esempio nel caso di controparti non UE.

³³ Per ulteriori informazioni, si veda il primo [RTS sull'obbligo di compensazione](#) pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

rendono obbligatoria la compensazione di alcuni CDS su indici in euro (ad es. il CDS sull'indice "iTraxx Europe Main" a cinque anni) nonché degli IRS fixed-to-float e dei FRA in corone norvegesi, zloty polacchi e corone svedesi. A seconda della tipologia di controparte, l'attuazione di questi mandati inizierà il 9 febbraio 2017 e continuerà fino al 9 maggio 2017 per i CDS su indici e fino al 9 luglio 2019 per i derivati nelle tre valute diverse dall'euro³⁴.

Ai sensi dell'EMIR, vi è inoltre un obbligo di compensare a livello centrale alcuni contratti che le controparti hanno stipulato tra loro prima che l'obbligo di compensazione entrasse in vigore ("frontloading"). L'obbligo di frontloading si applica solo alle controparti delle Categorie 1 e 2 (cfr. le date di frontloading nella tabella 1). Tutti i contratti soggetti all'obbligo di compensazione, che siano o meno oggetto di frontloading, devono essere compensati tramite una CCP solo una volta entrati in vigore gli obblighi di compensazione. Tuttavia, le controparti possono scegliere di iniziare a compensare questi derivati già durante il periodo di frontloading.

3.3.1 Assetto di vigilanza per le CCP

Ai sensi dell'Articolo 18 dell'EMIR, sono stati istituiti collegi di vigilanza per tutte le CCP che operano nell'UE. Durante la fase autorizzativa, questi collegi per le CCP si sono focalizzati sulla valutazione del rispetto dell'EMIR da parte delle CCP. A tal fine, le autorità nazionali competenti per ciascuna CCP hanno condotto una valutazione del rischio relativamente alla misura in cui la CCP rispetta tutti i requisiti stabiliti dall'EMIR e dai connessi RTS. In base a questa valutazione, i membri dei collegi dell'Eurosistema, in veste, tra l'altro, di rappresentanti della supervisione e della banca centrale di emissione (central bank of issue, CBI)³⁵ hanno valutato aree quali il processo di compensazione e di regolamento delle CCP, la gestione del rischio di liquidità, gli stress test e gli accordi di interoperabilità con altre CCP. Nell'ambito delle sue spiegazioni nel collegio e nel formulare la propria opinione in merito all'autorizzazione delle CCP, l'Eurosistema ha fornito raccomandazioni e ha indotto ad apportare cambiamenti in queste aree principali, promuovendo quindi miglioramenti nelle modalità di gestione del rischio delle CCP.

L'Eurosistema e il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) sono rappresentati nei collegi delle CCP dell'area dell'euro e delle CCP esterne all'area. Due funzioni della BCE/Eurosistema partecipano ai collegi CCP previsti dall'EMIR: l'SSM, quale supervisore dei partecipanti significativi alle CCP (Articolo 18.2 (c) EMIR); e l'Eurosistema, quale CBI per l'euro, per quelle CCP in cui l'euro è una delle più importanti valute compensate (cfr. tabella 2). Ai sensi dell'Articolo 18.2 (g) e (h) dell'EMIR, i membri dell'Eurosistema partecipano ai collegi EMIR nella loro veste di autorità di vigilanza e di CBI per le CCP laddove l'euro sia una delle valute compensate più rilevanti, in particolare – al di là delle

³⁴ Cfr. le pagine web dell'ESMA sull'obbligo di compensazione, e il secondo e terzo RTS.

³⁵ Mentre la funzione di supervisione considera principalmente la stessa CCP, la funzione CBI si focalizza sui potenziali rischi per la valuta che possono derivare dalle attività della CCP. Entrambe le funzioni condividono la preoccupazione per le implicazioni sistemiche delle CCP alla luce del loro ruolo centrale e della limitata sostituibilità nei mercati in cui operano nonché delle loro interdipendenze con altre CCP e IMF.

Tabella 2

Lista delle CCP dell'UE nei cui college l'Eurosistema è presente per la funzione di CBI e TR collegati

Paese	CCP	TR collegato
Area dell'euro		
Austria	CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH (CCP.A)	N/D*
Francia	LCH.Clearnet SA	UnaVista
Germania	Eurex Clearing AG European Commodity Clearing AG (ECC)	Regis-TR Regis-TR
Grecia	Athens Exchange Clearing House (Athex Clear)	UnaVista
Italia	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.(CCG)	UnaVista
Paesi Bassi	European Central Counterparty N.V. (EuroCCP) ICE Clear Netherlands B.V.	DDRL ICE
Portogallo	OMIClear	DDRL
Spagna	BME Clearing	Regis-TR
UE, area dell'euro esclusa		
Svezia	Nasdaq OMX Clearing AB	Regis-TR
Regno Unito	CME Clearing Europe ICE Clear Europe LCH.Clearnet Limited LME Clear Limited (status di osservatore)	CME ICE UnaVista DDRL

Fonti: siti internet delle CCP.

* CCP.A non compensa più strumenti derivati; attualmente compensa principalmente azioni.

CCP dell'area dell'euro – le CCP offshore che compensano una quota significativa di strumenti finanziari denominati in euro. Per la funzione di CBI, il Consiglio direttivo ha deciso nel dicembre 2012 che, come regola generale, l'Eurosistema sia rappresentato dalle pertinenti BCN dell'area dell'euro qualora la CCP abbia sede nell'area, e dalla BCE per le CCP esterne all'area.

Inoltre, l'Eurosistema è, seppur in misura limitata, coinvolto nel riconoscimento delle CCP di paesi terzi (ossia esterni all'UE). Conformemente all'Articolo 25.3 (f) dell'EMIR, l'ESMA consulta l'Eurosistema quale banca centrale di emissione nei casi in cui l'euro sia una delle valute compensate dalla CCP più rilevanti. Tuttavia, la procedura di riconoscimento EMIR presenta margini di miglioramento e la BCE ritiene che la revisione dell'EMIR rappresenti un'opportunità per riconsiderarla. In particolare, le condizioni che l'ESMA deve considerare quando prende la propria decisione di riconoscimento sono limitate a questioni di equivalenza regolamentare e di vigilanza e a questioni di collaborazione di vigilanza. Ciò potrebbe non fornire all'ESMA margini sufficienti per tenere conto dei significativi timori sollevati dalle autorità consultate, laddove le condizioni attuali per il riconoscimento siano soddisfatte.

3.3.2 Requisiti patrimoniali per le esposizioni alle CCP non qualificate

Lo schema di Basilea 3 e il suo recepimento nell'UE tramite il Regolamento sui requisiti patrimoniali (Capital Requirement Regulation, CRR) concede alle banche dell'UE requisiti patrimoniali più bassi per le loro esposizioni a CCP qualificate (c.d. QCCP), rispetto a CCP non qualificate (c.d. non-QCCP). Basilea 3 ha introdotto un requisito patrimoniale per le esposizioni delle banche UE e delle loro affiliate estere verso una CCP. Una CCP ottiene lo status di QCCP nell'UE se è stata autorizzata (nel caso delle CCP dell'UE) o riconosciuta (nel caso delle CCP

esterne all'UE) ai sensi dell'EMIR³⁶. Le CCP estere possono essere riconosciute dall'ESMA solo se la Commissione europea ha adottato una decisione positiva di equivalenza sul regime regolamentare estero delle CCP. Tuttavia, il Regolamento CRR comprende anche una disposizione transitoria che consente alle CCP non ancora autorizzate/riconosciute di essere trattate come QCCP dagli Stati membri dell'UE fino a una data scadenza (nuovamente estesa dalla Commissione europea al 15 dicembre 2016), salvo qualora ricevano il riconoscimento UE prima³⁷. I maggiori requisiti patrimoniali per le esposizioni a non-QCCP creano incentivi per le banche ad avvalersi di QCCP e per le CCP a richiedere tale status se non sono ancora autorizzate o riconosciute ai sensi dell'EMIR. Per quanto riguarda i contributi al fondo di garanzia e le esposizioni da negoziazione a non-QCCP, i requisiti patrimoniali previsti da Basilea 3 sono i seguenti³⁸:

- ai contributi al fondo di garanzia di una CCP non qualificata le banche devono applicare una ponderazione del rischio pari al 1.250%;
- alle esposizioni da negoziazione verso una CCP non qualificata le banche devono applicare il metodo standardizzato per il rischio di credito in base alla categoria della controparte, come previsto nella normativa sui requisiti patrimoniali.

3.4 Requisiti per i derivati non soggetti a compensazione accentrata

L'EMIR impone alle controparti di applicare tecniche di attenuazione del rischio ai loro derivati non soggetti a compensazione accentrata, incluso lo scambio di garanzie e l'impiego di margini bilaterali. L'Articolo 11.3 dell'EMIR specifica che le "controparti finanziarie devono disporre di procedure di gestione del rischio che prevedano lo scambio tempestivo, accurato e adeguatamente segregato di garanzie in riferimento ai contratti derivati OTC che vengono stipulati a partire dal 16 agosto 2012". Lo stesso vale per le controparti non finanziarie che superano la soglia di compensazione.

L'ESMA, l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) hanno pubblicato congiuntamente un RTS su queste tecniche di attenuazione del rischio. Il 4 ottobre 2016 la Commissione europea ha adottato un regolamento delegato che specifica come vanno scambiati i margini per i contratti derivati OTC che non sono compensati da una CCP³⁹. Prevede un'implementazione in più fasi, iniziando con i soggetti che hanno i portafogli di derivati più ampi. Lo standard prevede uno scambio obbligatorio di margini di variazione (MV) e di margini iniziali (MI) tra le due controparti, per proteggersi

³⁶ Si veda ad esempio l'Articolo 301 del CRR.

³⁷ ICE Clear Europe, l'ultima CCP UE a non essere autorizzata ai sensi dell'EMIR, aveva beneficiato di questa estensione prima di essere stata autorizzata nel settembre 2016.

³⁸ *Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche nei confronti di controparti centrali.*, BCBS, 2014, e CRR, Articoli 306-311.

³⁹ Cfr. *Technical Standard supplementing Regulation (EU) No 648/2012*, Commissione europea, 2016.

dall'insolvenza dell'altra controparte e per rispecchiare i cambiamenti nel valore della posizione in derivati. Gli operatori di mercato possono utilizzare un modello interno o un margine standardizzato e scarti di garanzia per calcolare il requisito di margine iniziale per i derivati non soggetti a compensazione accentrata. Attualmente i modelli standard per il calcolo del margine iniziale sono sviluppati dal settore⁴⁰. Per i modelli di marginazione interni, mentre il MV è basato solo sull'andamento passato dei prezzi ed è quindi oggettivo, il MI è una stima delle perdite potenziali future basata su due parametri: il numero di giorni necessario a sostituire o ricoprire le posizioni, noto come "margin period of risk" (MPOR) e la volatilità dell'attività sottostante durante il MPOR. L'RTS prescrive entrambi i parametri: un MPOR minimo di dieci giorni e un intervallo di confidenza del 99%. Gli standard specificano inoltre i criteri relativi alle esenzioni intragruppo dai requisiti. Nello sviluppo di questi standard, le tre autorità di vigilanza europee hanno tenuto conto dello schema elaborato dallo IOSCO e dal BCBS per i requisiti di margine relativi ai derivati non soggetti a compensazione accentrata, nonché delle linee di indirizzo di vigilanza del BCBS per la gestione dei rischi connessi al regolamento delle operazioni in cambi, considerando al tempo stesso anche le caratteristiche specifiche dei mercati finanziari europei.

Lo schema internazionale per i requisiti di margine per i derivati non soggetti a compensazione accentrata è stato completato nel marzo 2015.

Lo schema BCBS-IOSCO impone agli operatori di utilizzare un modello interno o un metodo standard per calcolare i requisiti di margine per i loro derivati non compensati a livello centrale. Prevede un'implementazione graduale, iniziata in diversi paesi il 1° settembre 2016 con i soggetti che hanno i portafogli di derivati più ampi⁴¹.

4 Lacune e criticità restanti

Indubbiamente era necessario agire al momento del vertice di Pittsburgh, e molto è stato fatto da allora in termini di riforme regolamentari. A livello mondiale, l'11° rapporto sui progressi compiuti dell'FSB giunge alla conclusione che "nel complesso, continuano ad essere compiuti progressi in tutto il programma di riforma dei derivati OTC". Anche se dal vertice di Washington i ritardi sembrano caratteristici dell'attuazione di quel programma, attualmente nell'UE sono in vigore assetti legislativi nelle aree della segnalazione delle operazioni, della compensazione accentrata e dei requisiti patrimoniali per le transazioni non compensate centralmente. I requisiti di margine per i derivati non soggetti a compensazione accentrata, che a rigore non fanno parte dell'impegno di Pittsburgh, dovrebbero entrare in vigore nel 2017, mentre i requisiti di negoziazione per i derivati OTC entreranno in vigore nel gennaio 2018.

⁴⁰ Cfr. ad esempio lo [Standard Initial Margin Model \(SIMM\)](#) sviluppato dalla International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

⁴¹ Cfr. [Requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente](#), BCBS-IOSCO, 2015. Il Canada, gli Stati Uniti e alcune altre giurisdizioni hanno iniziato ad attuare il nuovo regime il 1° settembre 2016, mentre l'Europa dovrebbe iniziare l'implementazione graduale a partire dal 2017. La principale nuova caratteristica dello schema è lo scambio del margine iniziale (in precedenza veniva scambiato solo il margine di variazione).

Occorreranno ulteriori progressi per raggiungere l'obiettivo del G20 di rendere i mercati dei derivati OTC più trasparenti e resilienti⁴². Il rapporto dell'FSB afferma che le "autorità continuano a rilevare molteplici difficoltà di attuazione, anche se sono state avviate iniziative internazionali volte ad affrontare molte di queste sfide". In Europa tali sfide si riferiscono ad esempio alla segnalazione delle operazioni (cfr. sezione 4.3) in ragione di un'insufficiente chiarezza relativamente alla comunicazione, del regime di doppia segnalazione e della molteplicità di TR. Un TR è in sostanza un archivio e la concorrenza tra gli archivi può creare inutili complicazioni. Da questo punto di vista, un aggregatore dei TR europei cui possano accedere tutte le autorità competenti potrebbe contribuire a superare alcune delle attuali sfide relative alla qualità e all'aggregazione dei dati. In alternativa, è possibile affrontare le sfide con una piena armonizzazione europea della segnalazione dei dati sui derivati OTC ai TR e rendendo tali dati disponibili alle autorità. Dal punto di vista della BCE, l'assenza di progressi nel soddisfare i requisiti di negoziazione a livello mondiale rappresenta un'altra fonte di preoccupazione.

Con la crescente concentrazione dei rischi nelle CCP e la loro sempre maggiore rilevanza sistemica, sono necessari sforzi per assicurare che questi rischi siano gestiti efficacemente. Sebbene le CCP eliminino il rischio di controparte tra i loro partecipanti, il loro crescente utilizzo determina una concentrazione del rischio sistemico⁴³ e accresce le interconnessioni tra la CCP, i suoi partecipanti e i loro clienti. Le CCP stanno quindi diventando dei "magneti di rischio", e ciò in misura crescente via via che l'obbligo di compensazione copre sempre più prodotti derivati (cfr. sezione 3.3). Ciò potrebbe creare "singoli punti di fallimento" e "proteggere il sistema da shock relativamente modesti, al costo di amplificare potenzialmente i più grandi", come alcuni hanno osservato⁴⁴. Alla luce di questa crescente importanza sistemica delle CCP, misure particolarmente robuste devono essere approntate per assicurare che le CCP siano in grado di gestire prudentemente i rischi crescenti. L'attività europea e globale in atto su resilienza, risanamento e risoluzione delle CCP (cfr. sezione 4.1) affronta queste preoccupazioni. Vengono inoltre adottate misure aggiuntive per rafforzare la stabilità dei mercati dei derivati, inclusa un'ulteriore analisi dei diversi requisiti prudenziali che interessano le CCP (cfr. sezione 4.2).

4.1 Rafforzare la resilienza delle CCP e agevolarne il risanamento e la risoluzione

Per assicurare che i più elevati rischi delle CCP siano gestiti in modo prudente, queste ultime devono essere soggette a stringenti requisiti di resilienza, risanamento e risoluzione⁴⁵. In termini concreti, ciò significa che:

⁴² Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo della BCE, è giunto a questa stessa conclusione nel settembre 2013. Cfr. *Four years after Pittsburgh: What has OTC derivatives reform achieved so far*, discorso tenuto in occasione di una conferenza congiunta di Banque de France, Bank of England e BCE sulle riforme dei derivati OTC, Parigi, 2013.

⁴³ Cfr. anche Lieven, H., McGoldrick, P. e Schmiedel, H., "Central counterparties and systemic risk", *ESRB Macro-prudential Commentaries*, numero 6, 2013.

⁴⁴ Cfr. Domanski, D., Gambacorta, L. e Picillo, C., "La compensazione accentrata: tendenze e attualità", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015, pag. 73.

⁴⁵ Nei suoi discorsi, Benoît Cœuré ha più volte ribadito questo punto; si veda ad esempio "Ensuring an adequate loss-absorbing capacity of central counterparties", Chicago, 2015, e "Central counterparty recovery and resolution", Londra, 2014.

- Come indicato nei PFMI, le CCP devono essere abbastanza resilienti nel senso che le risorse finanziarie (inclusi i margini, i fondi di garanzia prefinanziati e le risorse liquide) devono consentire loro di resistere con un'altissima probabilità alle insolvenze dei loro partecipanti e ad altri eventi di stress estremi ma plausibili.
- Come indicato sempre nei PFMI e nelle linee di indirizzo supplementari CPMI-IOSCO sul risanamento delle IMF⁴⁶, le CCP devono disporre di piani di risanamento per condizioni di mercato che siano più gravi di "condizioni estreme ma plausibili". I piani di risanamento dovrebbero consentire alle CCP di affrontare integralmente perdite non coperte e carenze di liquidità senza porre un onere eccessivo o imprevedibile sui partecipanti e su altre istituzioni finanziarie, molte delle quali sono probabilmente esse stesse sistemicamente rilevanti.
- Infine, in linea con lo schema dell'FSB sulla risoluzione delle IMF pubblicato nel 2014⁴⁷, le autorità devono sviluppare piani di risoluzione per le CCP per assicurarsi che, nei casi in cui l'esecuzione del piano di risanamento possa fallire, fallirà probabilmente o possa mettere a repentaglio la stabilità finanziaria, la continuità delle funzioni critiche delle CCP possa essere assicurata con externalità sistemiche minime e senza ricorrere al denaro dei contribuenti.

Nell'aprile del 2015 l'FSB, il CPMI, lo IOSCO e il BCBS hanno concordato un piano di lavoro di vasta portata per rafforzare ulteriormente la resilienza, la pianificazione del risanamento e la risoluzione delle CCP.

Tale piano di lavoro è costituito da: (i) una valutazione degli standard esistenti inerenti la resilienza delle CCP, e in particolare la capacità di assorbimento delle perdite, la liquidità e le prove di stress; (ii) una disamina dei meccanismi di risanamento delle CCP esistenti, inclusi gli strumenti di ripartizione delle perdite, e un'analisi dell'eventuale necessità di standard più granulari; (iii) una revisione dei regimi di risoluzione e degli accordi di pianificazione delle risoluzioni esistenti delle CCP e un'analisi dell'eventuale necessità di standard più granulari; e (iv) un'analisi delle interdipendenze tra le CCP e le banche che rappresentano i loro principali partecipanti, nonché dei potenziali canali di trasmissione del rischio.

Tutte le iniziative del piano di lavoro globale sulle CCP hanno nel frattempo compiuto progressi significativi e, con riferimento alla resilienza e al risanamento, il CPMI e lo IOSCO hanno pubblicato due rapporti nell'agosto 2016⁴⁸.

Il primo rapporto valuta l'implementazione dei PFMI da parte di dieci CCP selezionate in riferimento alla gestione del rischio finanziario e alle prassi di risanamento⁴⁹. Rileva che sebbene le CCP abbiano compiuto progressi significativi nell'attuazione dei PFMI, sussistono delle lacune che dovrebbero essere affrontate rapidamente, in particolare nelle aree della pianificazione del risanamento e della gestione del rischio di credito e di liquidità. Il CPMI e lo IOSCO intendono dar seguito nel 2017 a quanto rilevato. Il secondo rapporto è un documento a fini di consultazione che illustra proposte per linee di indirizzo più granulari su diversi

⁴⁶ Ripristino delle infrastrutture dei mercati finanziari, CPMI-IOSCO, 2014.

⁴⁷ [Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions](#), FSB, Allegato sulle IMF, 2014.

⁴⁸ Cfr. il comunicato stampa del 16 agosto 2016 "Reports from CPMI-IOSCO advance regulatory agenda on central counterparties".

⁴⁹ Implementation monitoring of PFMI: Level 3 assessment - Report on the financial risk management and recovery practices of 10 derivatives CCPs, CPIM-IOSCO, 2016.

aspetti chiave dei PFMI, inclusi la governance, le prove di stress di credito e di liquidità, la copertura delle risorse finanziarie, i margini e il contributo delle risorse finanziarie di una CCP alle perdite⁵⁰. Considerando il feedback ricevuto nell'ambito della consultazione pubblica, il CPMI e lo IOSCO ultimeranno le loro proposte per indicazioni più granulari in queste aree entro la metà del 2017.

Con riferimento alla risoluzione, l'FSB ha pubblicato nell'agosto 2016 una nota di discussione sugli aspetti essenziali dei piani di risoluzione delle CCP e sono state proposte specifiche disposizioni legislative UE. La nota dell'FSB è incentrata su: (i) i tempi dell'entrata in risoluzione; (ii) l'adeguatezza delle risorse finanziarie in caso di risoluzione; (iii) la scelta degli strumenti adeguati per riportare una CCP a un portafoglio bilanciato; (iv) l'ordine di ripartizione delle perdite in caso di risoluzione e l'applicazione della clausola di salvaguardia "no creditor worse off" (NCWO); (v) la cooperazione transfrontaliera in caso di risoluzione; e (vi) gli effetti complessivi della strategia di risoluzione sugli incentivi dei vari stakeholder di una CCP⁵¹. L'FSB pubblicherà una proposta di linee di indirizzo più specifiche sulla risoluzione delle CCP agli inizi del 2017, con l'obiettivo di ultimare tali orientamenti entro il vertice del G20 del luglio 2017. Parallelamente, la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa sul risanamento e la risoluzione delle CCP dell'UE, che è stata sviluppata e sarà ulteriormente perfezionata in linea con l'iniziativa internazionale⁵².

I lavori sull'individuazione, la quantificazione e l'analisi delle interdipendenze tra le CCP e i principali partecipanti e le connesse esternalità sistemiche stanno anch'essi progredendo. A tal fine, nel luglio del 2015 è stato creato un gruppo di studio congiunto del BCBS, del CPMI, dell'FSB e dello IOSCO. Il gruppo ha raccolto dati da circa 20 CCP per cogliere le interconnessioni tra le CCP e i loro partecipanti diretti e indiretti, le controparti di investimento, i fornitori di liquidità nonché altre istituzioni finanziarie, e comunicherà i risultati ai comitati di appartenenza agli inizi del 2017.

Se le misure in atto si focalizzano sulla piena e tempestiva attuazione del piano di lavoro sulle CCP, gli organismi internazionali di definizione degli standard stanno già lanciando iniziative per migliorare la solidità della compensazione accentrata nel medio periodo. In particolare, in aggiunta alle ulteriori linee di indirizzo proposte sulle prove di stress interne per le CCP, il CPMI e lo IOSCO hanno avviato lavori sulla concettualizzazione di uno schema per gli stress test prudenziali delle CCP. L'obiettivo dell'esercizio è valutare la reazione collettiva di un insieme di CCP allo stesso evento di stress. Inoltre, il CPMI e lo IOSCO stanno sviluppando criteri e un processo per l'identificazione delle CCP sistemicamente rilevanti in più di una giurisdizione, con l'obiettivo di stabilire accordi di collaborazione adeguati tra le autorità per tutte le CCP transfrontaliere interessate. Una stretta collaborazione delle autorità durante tutto il ciclo di vita potenziale di una CCP, ossia dalla gestione del rischio su base continua al potenziale risanamento fino alla possibile risoluzione, fornirà un importante elemento aggiuntivo per assicurare che le esternalità del rischio sistemico delle CCP possano essere chiaramente individuate e affrontate in modo efficace.

⁵⁰ Resilience and recovery of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI – rapporto a fini di consultazione, CPIM-IOSCO, 2016.

⁵¹ Essential Aspects of CCP Resolution Planning, Discussion Note, FSB, 2016.

⁵² Cfr. la proposta per il risanamento e la risoluzione delle CCP pubblicata dalla Commissione europea il 28 novembre 2016.

4.2 Rafforzare la stabilità dei mercati dei derivati

Dato il ruolo centrale delle CCP nel sistema finanziario, i requisiti non sono volti solo ad assicurare la loro solidità microprudenziale ma anche a rafforzare i presidi macroprudenziali per la compensazione accentrata. I

PFMI impongono già alle CCP di adottare margini anticiclici e scarti di garanzia, in particolare per evitare aumenti improvvisi e significativi dei rispettivi requisiti nelle fasi di contrazione economica. I PFMI prevedono altresì che le CCP con rilevanza sistemica transfrontaliera o con un profilo di rischio più complesso debbano conformarsi a requisiti più stringenti in materia di risorse finanziarie, in particolare coprendo con risorse finanziarie prefinanziate o liquide la potenziale insolvenza dei due partecipanti che presentano la maggiore esposizione aggregata al rischio di credito o di liquidità⁵³.

Le misure in atto nell'ambito del piano di lavoro sulle CCP rafforzeranno ulteriormente i presidi macroprudenziali per la compensazione accentrata.

Ad esempio, le future linee di indirizzo CPMI-IOSCO sulla resilienza delle CCP rafforzeranno i requisiti per comportamenti anti-prociclici, imponendo alle CCP di adottare un approccio olistico nell'affrontare queste questioni, utilizzando parametri quantitativi e considerando questo aspetto nel processo di validazione del modello. Analogamente, disposizioni più stringenti sul fronte delle prove di stress introdurranno condizioni di maggiore prudenza nella preparazione a situazioni di tensione sui mercati. Vengono sviluppati piani di risanamento e risoluzione per assicurare che le CCP siano in grado di resistere anche a situazioni di mercato estreme in modo prevedibile e ordinato. Infine, i lavori sulle interdipendenze della compensazione accentrata svolgeranno un ruolo chiave ai fini di una migliore comprensione del modo in cui le CCP possono propagare i rischi finanziari, mentre i progressi sul fronte della collaborazione transfrontaliera tra le autorità aiuteranno a predisporre misure efficaci per affrontare queste vulnerabilità. Nel medio periodo, i progressi sul fronte degli stress test di vigilanza, unitamente alle raccolte di dati globali sulle interdipendenze delle CCP, potrebbero supportare prove di stress top-down (basate su modelli) della rete di compensazione accentrata.

Inoltre, potrebbero esservi benefici nel consentire alle autorità macroprudenziali di introdurre requisiti in termini di margini prudenti e scarti di garanzia per le transazioni in derivati OTC al fine di affrontare in via preventiva l'accumulo di rischi sistemici, incluso l'accumulo di leva eccessiva in questo crescente segmento del mercato. Nella sua risposta alla consultazione pubblica sulla revisione dell'EMIR, la BCE ha proposto di includere soglie minime e maggiorazioni variabili nel tempo per gli scarti di garanzia e per i margini tra gli strumenti macroprudenziali⁵⁴. Questa proposta si applicherebbe a livello delle transazioni, indipendentemente dal fatto che le operazioni interessate siano soggette a compensazione accentrata o meno.

⁵³ Come spiegato nella sezione 2.1, i PFMI richiedono in genere che le CCP coprano la potenziale insolvenza di un partecipante (c.d. "cover-one requirement"), ma il livello di tutela è innalzato a due partecipanti per le CCP con rilevanza sistemica transfrontaliera o con un profilo di rischio più complesso (c.d. "cover-two requirement").

⁵⁴ ECB response to the European Commission's consultation on the review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), BCE, 2015.

I recenti riscontri teorici ed empirici supportano l'introduzione di questi strumenti con un'ampia portata⁵⁵. I recenti lavori accademici suggeriscono che per essere efficace un assetto macroprudenziale deve essere di ampia portata.⁵⁶ Inoltre, si sostiene che gli strumenti anticiclici possano essere più efficaci di quelli statici nell'affrontare l'accumulo di leva nel sistema finanziario e la prociclicità dei margini e degli scarti di garanzia.

L'interazione tra i vari requisiti prudenziali applicati all'ecosistema della compensazione accentrata deve inoltre essere ulteriormente valutata. Disporre di partecipanti e clienti resilienti è importante per la CCP e una CCP solida è cruciale per i partecipanti e i loro clienti. Le iniziative internazionali menzionate nella sezione 4.1 in relazione alle interdipendenze della compensazione accentrata e agli stress test prudenziali multi-CCP forniranno utili informazioni sulla solidità generale dell'ecosistema della compensazione accentrata. Al tempo stesso, sono necessarie ulteriori analisi (basate sui dati) per comprendere meglio come i diversi requisiti regolamentari – principalmente prudenziali – abbiano interagito tra loro e quale sia il loro impatto sugli incentivi per la compensazione accentrata nonché sulle tradizionali modalità di offerta di servizi delle CCP (ad esempio, lo spostamento verso servizi di compensazione diretta dei clienti).

4.3 Migliorare ulteriormente la trasparenza dei mercati dei derivati

La segnalazione obbligatoria delle transazioni in derivati ai TR autorizzati segna un importante passo avanti verso una maggiore trasparenza nel mercato tradizionalmente opaco dei derivati OTC. I dati EMIR sono in grado di fornire alle autorità di regolamentazione e di vigilanza nonché alle banche centrali preziose informazioni per le principali funzioni di politica economica come la vigilanza microprudenziale delle istituzioni finanziarie, la vigilanza e la supervisione delle infrastrutture di mercato, l'elaborazione di politiche macroprudenziali e la valutazione del rischio sistemico. L'esperienza degli utilizzatori mostra tuttavia che sussistono lacune e carenze nei dati EMIR (cfr. riquadro 3), nonostante i progressi compiuti sinora.

Riquadro 3

Esperienze degli utilizzatori e carenze restanti nei dati EMIR

In stretta collaborazione, gli esperti della BCE e dello European Systemic Risk Board (ESRB) stanno analizzando i dati EMIR⁵⁷. I risultati mostrano che i dati raccolti dai TR possono fornire chiaramente utili informazioni sulla struttura dei mercati dei derivati e sulle esposizioni al rischio sottostanti degli operatori. Tuttavia, al tempo stesso i lavori hanno messo in luce una serie di importanti carenze che devono ancora essere affrontate.

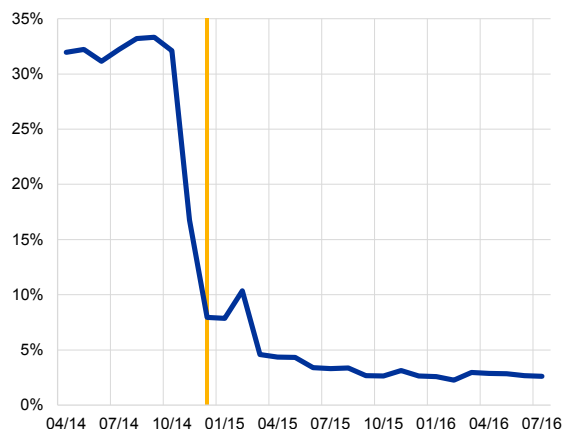
⁵⁵ Cfr. Battistini, N., Grill, M., van der Veer, K. e Marmara, P., "A case for macroprudential margins and haircuts", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2016.

⁵⁶ Brumm, J., Grill, M., Kubler, F. e Schmedders, K., "Margin regulation and volatility", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 75, 2015.

⁵⁷ Si veda ad esempio Abad et al., *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset*, 2016.

Grafico A

Percentuale delle osservazioni mancanti per determinate variabili nei trade state report EMIR



Fonte: calcoli BCE basati sui trade state report di fine mese forniti da DTCC. Cfr. Abad et al., *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset, 2016*, per ulteriori dettagli.

Note: il grafico illustra la percentuale media delle osservazioni mancanti in quattro variabili: ID beneficiario, ammontare nozionale, data effettiva e moltiplicatore del prezzo. La linea gialla verticale si riferisce alla prima introduzione nel dicembre 2014 delle regole di validazione dell'ESMA per i dati comunicati ai TR.

La principale carenza rimanente riguarda la qualità dei dati.

Data la complessità dei moderni mercati finanziari, è essenziale che i dati che dovrebbero aiutare le autorità a tutelare la stabilità finanziaria siano esatti e significativi. Alla luce di ciò, l'ESMA ha introdotto in diversi momenti regole di validazione che impongono i cosiddetti "hard checks" sui dati inviati ai TR. Il grafico A mostra che le regole introdotte nel dicembre 2014 sono state efficaci nel ridurre il numero di rapporti con osservazioni mancanti per le principali variabili. Tuttavia, l'esperienza ESRB/BCE ha mostrato che i dati EMIR continuano a risentire di diversi problemi qualitativi significativi che dovranno essere affrontati in futuro.

I problemi qualitativi dei dati possono essere raggruppati in due categorie principali: la prima categoria comprende i problemi dovuti a errori di segnalazione da parte delle controparti o dei TR, mentre la seconda categoria comprende problemi causati dalla mancanza di standardizzazione e armonizzazione.

Una delle principali criticità individuate nella prima categoria è relativa al valore corrente di mercato (mark-to-market value) dei contratti segnalati: a un numero significativo di posizioni in essere non è stato attribuito un valore di mercato, nonostante il fatto che la maggior parte delle controparti sia tenuta a fornire aggiornamenti quotidiani per questo campo. Un'indagine di ESRB/BCE, in collaborazione con i TR, l'ESMA e le autorità nazionali competenti, ha rivelato che il problema è principalmente dovuto a (i) controparti che non presentano messaggi di cancellazione per le operazioni cancellate, e (ii) TR che non incorporano i messaggi di cancellazione. Questo problema può essere affrontato a livello locale dalle autorità tramite l'analisi dei dati in modo ad hoc eliminando le osservazioni in questione, ma evidenzia il fatto che sia i TR che le controparti (inclusi i principali operatori di mercato) hanno ancora notevoli margini di miglioramento delle procedure sottostanti, nonostante le segnalazioni EMIR siano in vigore da oltre due anni.

Con riferimento alla mancanza di standardizzazione e armonizzazione, può essere fatta

una distinzione tra problemi locali e globali. A livello europeo, i principali problemi riguardano la completezza degli RTS/ITS esistenti. Ai sensi dell'EMIR, le controparti sono tenute a comunicare circa 85 variabili. La prassi ha mostrato che alcune variabili vanno riviste. Ad esempio, vi è un solo campo per una data di scadenza, nonostante il fatto che alcuni importanti contratti derivati come i forward rate agreement e le swaption abbiano due date di scadenza. Ciò rende impossibile analizzare in modo significativo questi contratti con l'attuale regime di segnalazione. Analogamente, vi è un singolo campo per il margine iniziale e di variazione, cosa che alcuni analisti considerano un'importante carenza. L'RTS rivisto sui dettagli minimi dei dati da comunicare ai TR, che la Commissione europea ha adottato il 19 ottobre 2016, dovrebbe contribuire a risolvere questi problemi⁵⁸.

⁵⁸ Cfr. Technical Standard supplementing Regulation (EU) No 648/2012, Commissione europea, 2016.

Ulteriori problematiche riguardano l'armonizzazione dei dati EMIR, sia tra i diversi TR sia tra i singoli rapporti delle diverse controparti. Attualmente, ognuno dei sei TR autorizzati dall'ESMA fornisce il proprio insieme di rapporti alle autorità competenti, il che lascia un onere significativo agli utenti finali in termini di consolidamento dei dati (ad es. per effetto della fornitura non obbligatoria di trade state report menzionata nel riquadro 2). Gli RTS/ITS rivisti presentati dall'ESMA su quel che i TR sono tenuti a comunicare alle autorità⁵⁹ risolveranno alcuni di questi problemi, ma prima dovranno essere approvati dalla Commissione europea.

A livello internazionale, la mancanza di armonizzazione di diversi elementi informativi⁶⁰ non consente agli agenti dichiaranti di soddisfare adeguatamente i loro obblighi e alle autorità di aggregare e analizzare adeguatamente i dati. Ad esempio, i benchmark di tassi di interesse relativi agli interest rate swap sono forniti in un campo di testo libero in base all'EMIR. Di conseguenza, le due controparti che partecipano a un'operazione spesso forniscono informazioni leggermente diverse. Queste carenze saranno probabilmente affrontate dal lavoro del CPMI-IOSCO sull'UPI, l'UTI e altri elementi informativi (cfr. riquadro 1). Un altro aspetto fondamentale che beneficerà di questo lavoro è la mancanza di armonizzazione nel modo in cui gli eventi del ciclo di vita di un contratto sono comunicati. Attualmente, le difficoltà nell'individuare compressioni, cancellazioni e altri eventi del ciclo di vita pregiudicano significativamente la capacità delle autorità di aggregare i dati e individuare l'effettivo ammontare nozionale che deve essere conteggiato, evitando al tempo stesso doppi conteggi.

5 Conclusioni

Dall'impegno di Pittsburgh sono stati compiuti notevoli progressi che hanno reso i mercati dei derivati OTC più trasparenti e resilienti. L'Unione europea ha impiegato più tempo del Giappone e degli Stati Uniti ad attuare gli obblighi di segnalazione e di compensazione e gli altri elementi del programma di Pittsburgh, ma, ad eccezione dei requisiti di negoziazione, tutto l'assetto legislativo è ormai in vigore.

Sussistono tuttavia diverse lacune rispetto agli obiettivi di Pittsburgh, e saranno necessari ulteriori interventi per colmarle. Dal punto di vista della BCE permangono le seguenti tre lacune, che in parte hanno carattere globale, ma che vanno affrontate principalmente tramite ulteriori riforme delle rispettive parti dell'assetto regolamentare dell'UE:

- rafforzare la resilienza delle CCP e agevolarne il risanamento e la risoluzione, in particolare tramite una piena e tempestiva attuazione del piano di lavoro globale sulle CCP;
- rafforzare la stabilità dei mercati dei derivati, anche mediante un'ulteriore analisi di come i diversi requisiti regolamentari (prudenziali) interagiscono e incidono sugli incentivi a favore della compensazione accentrata;

⁵⁹ Cfr. il Consultation Paper on the review of the technical standards on reporting under Article 9 of EMIR, ESMA, 2014.

⁶⁰ La mancanza di armonizzazione di questi elementi informativi deriva in parte anche dalla mancata standardizzazione dei prodotti derivati negoziati.

- migliorare ulteriormente la trasparenza dei mercati dei derivati OTC, in particolare migliorando la qualità dei dati e creando meccanismi efficaci per l'aggregazione dei dati europei e internazionali, che attualmente mancano, ma per i quali l'opera di armonizzazione dei dati in atto è un importante prerequisito.

La BCE e l'Eurosistema sono stati attivi nelle riforme post-Pittsburgh e continueranno a monitorare attentamente l'evoluzione dei mercati dei derivati OTC e delle relative infrastrutture e a contribuire al miglioramento della loro trasparenza e resilienza.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20 ²⁾	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 ³⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,8	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 4° trim.	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,6	0,5	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 1° trim.	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
2° trim.	0,6	0,4	0,7	0,2	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,4	2,1	-0,1
3° trim.	.	0,8	0,5	0,5	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
2016 giu.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
lug.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
ago.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
set.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
ott.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	0,9	.	2,1	0,5
nov. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	0,6

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

4) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, which usually cover around 95% of the euro area, as well as on early information on energy prices.

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	2,8	-0,2	4,9
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,6	3,8	1,8
2015	53,3	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	1,3	3,8	-0,3
2015 4° trim.	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,1	0,4	1,6
2016 1° trim.	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,1	0,6	-2,2
2° trim.	50,8	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,5	0,1	-0,9
3° trim.	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	0,8	1,1	0,7
2016 giu.	50,6	51,2	52,5	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,5	0,1	-0,9
lug.	51,2	51,8	47,4	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,4	0,3	0,4
ago.	51,1	51,5	53,5	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	1,2	1,6	1,0
set.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,4	50,2	0,8	1,1	0,7
ott.	53,3	54,9	54,7	51,3	52,9	53,3	53,4	53,3	50,5	.	.	.
nov.	53,2	54,9	55,2	52,0	52,9	53,9	53,2	53,2	50,7	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 mag.	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
giu.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
lug.	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
ago.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
set.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
ott.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06

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 su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 mag.	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
giu.	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
lug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
ago.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
set.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
ott.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	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	
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016 mag.	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7
giu.	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9	16.068,8
lug.	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9	16.168,3
ago.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1
set.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
ott.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del finanziamento		
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2015 nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,05	2,31	2,31	2,45	2,62	2,27	
dic.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22	
2016 gen.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23	
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	2,00	2,20	2,23	2,33	2,48	2,19	
mar.	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11	
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09	
mag.	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02	
giu.	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,96	5,87	6,18	2,45	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97	
lug.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92	
ago.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90	
set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,76	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86	
ott. ^(p)	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,17	5,68	6,10	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,24	1,81	

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2015 nov.	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
dic.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,09
2016 gen.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,11
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,05
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
mag.	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,67	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
lug.	0,09	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
ago.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
set.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,43	1,82	1,86	1,73	1,28	1,61	1,64	1,86
ott. ^(p)	0,08	0,15	0,45	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.273	517	151	.	61	478	65	335	150	37	.	32	82	34
2016 apr.	1.295	519	136	.	78	495	68	355	155	39	.	33	82	46
mag.	1.306	530	133	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
giu.	1.287	525	132	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
lug.	1.272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
ago.	1.290	526	141	.	70	484	70	316	138	51	.	24	77	26
set.	1.301	539	136	.	68	492	65	345	155	40	.	30	85	36
A lungo termine														
2013	15.114	4.403	3.094	.	920	6.069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15.131	4.045	3.164	.	994	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.236	3.784	3.274	.	1.060	6.481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 apr.	15.109	3.724	3.138	.	1.067	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
mag.	15.218	3.732	3.160	.	1.081	6.611	634	238	59	57	.	26	88	8
giu.	15.218	3.733	3.104	.	1.080	6.663	638	216	73	41	.	14	79	10
lug.	15.178	3.698	3.127	.	1.083	6.629	641	203	55	46	.	10	84	9
ago.	15.167	3.692	3.125	.	1.082	6.628	640	99	32	17	.	3	42	5
set.	15.194	3.673	3.152	.	1.101	6.630	638	216	52	45	.	29	84	7

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		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											
2013	16.369,5	4.886,1	3.218,6	.	986,6	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.451,0	4.587,9	3.295,1	.	1.052,1	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.508,7	4.301,2	3.425,6	.	1.120,8	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0
2016 apr.	16.403,3	4.243,1	3.273,1	.	1.144,4	7.042,5	700,2	6.462,6	505,5	917,8	5.039,4
mag.	16.523,8	4.262,0	3.293,0	.	1.160,6	7.106,5	701,6	6.552,7	491,5	923,5	5.137,6
giu.	16.504,7	4.258,6	3.235,5	.	1.147,2	7.156,0	707,3	6.210,2	395,0	862,0	4.953,2
lug.	16.449,7	4.222,3	3.250,8	.	1.154,4	7.115,6	706,6	6.494,8	427,0	874,1	5.193,7
ago.	16.456,6	4.217,1	3.266,0	.	1.151,9	7.112,0	709,5	6.536,0	444,7	881,4	5.209,9
set.	16.494,9	4.212,0	3.288,6	.	1.169,0	7.121,7	703,7	6.592,9	427,5	877,9	5.287,5
Tasso di crescita											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	0,2	-6,9	5,3	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016 apr.	-1,0	-6,8	-0,2	.	3,6	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
mag.	-0,7	-5,9	-0,6	.	4,7	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
giu.	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,7	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
lug.	-0,2	-4,7	-1,5	.	4,3	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
ago.	0,0	-4,6	-0,1	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
set.	0,0	-3,8	-0,8	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8
2015 4° trim.	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1
2° trim.	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4
3° trim.	95,2	90,5	91,5	.	.	.	110,6	90,1
2016 lug.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3
ago.	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9
lug.	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2
ago.	95,4	90,7	91,6	-	-	-	110,9	90,3
lug.	95,5	90,8	91,4	-	-	-	110,6	90,1
ago.	95,0	90,3	90,6	-	-	-	110,3	89,8
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 nov.	-0,5	-0,6	-0,8	-	-	-	-0,2	-0,3
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 nov.	4,2	3,7	2,8	-	-	-	4,1	3,4

Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; 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
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 4° trim.	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 1° trim.	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2° trim.	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
3° trim.	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 lug.	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
ago.	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
lug.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
ago.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
lug.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
ago.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2016 nov.	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,6	2,1	1,9	-2,8	0,4	1,5	-1,2	-2,1
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2016 nov.	8,0	-1,1	0,0	-0,3	-1,1	-11,1	3,3	23,0	1,5	5,8	-0,7	0,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2015 3° trim.	21.708,7	23.017,6	-1.308,9	9.437,3	7.778,0	6.851,3	10.159,9	-45,7	4.821,5	5.079,7	644,2	13.185,1
4° trim.	22.235,2	23.309,6	-1.074,4	9.815,1	8.079,3	7.175,3	10.303,2	-44,6	4.645,1	4.927,1	644,2	13.003,1
2016 1° trim.	22.100,0	23.183,1	-1.083,1	9.672,8	7.999,2	7.111,8	10.113,0	-21,8	4.661,9	5.070,9	675,3	13.234,3
2° trim.	22.550,0	23.431,9	-881,9	9.710,4	8.031,1	7.432,1	10.147,6	-54,9	4.740,5	5.253,2	721,8	13.331,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 2° trim.	212,6	220,9	-8,3	91,5	75,7	70,1	95,7	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,7
<i>Transazioni</i>												
2015 4° trim.	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016 1° trim.	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
2° trim.	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
3° trim.	191,6	88,2	103,4	63,6	-12,8	124,9	-13,5	1,4	-6,0	114,5	7,7	-
2016 apr.	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
mag.	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
giu.	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
lug.	123,1	116,1	7,0	15,6	-6,7	42,0	-16,8	5,8	60,5	139,6	-0,9	-
ago.	117,0	81,2	35,7	60,6	14,1	38,8	4,7	-2,2	18,0	62,5	1,8	-
set.	-48,5	-109,2	60,6	-12,6	-20,2	44,1	-1,3	-2,3	-84,5	-87,6	6,8	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 set.	932,9	575,8	357,1	385,5	272,7	497,5	-31,3	36,5	-2,1	334,4	15,5	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 set.	8,7	5,4	3,3	3,6	2,6	4,7	-0,3	0,3	0,0	3,1	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna ^{1a}								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2013	9.932,1	9.602,3	5.561,2	2.094,5	1.947,0	1.000,6	572,4	369,1	-0,4	329,9	4.370,2	4.040,3
2014	10.133,2	9.775,3	5.633,7	2.125,1	1.986,4	1.000,6	598,7	382,2	30,2	357,9	4.532,8	4.174,9
2015	10.455,8	9.981,2	5.744,1	2.163,9	2.063,1	1.018,6	631,8	407,6	10,1	474,6	4.831,6	4.357,1
2015 4° trim.	2.642,9	2.523,7	1.446,8	546,7	525,4	258,0	163,2	102,8	4,8	119,2	1.215,0	1.095,8
2016 1° trim.	2.659,3	2.533,0	1.454,2	551,2	526,1	259,5	163,8	102,2	1,5	126,3	1.199,4	1.073,1
2° trim.	2.671,6	2.547,1	1.461,1	554,1	533,5	260,2	165,2	107,3	-1,5	124,5	1.212,8	1.088,3
3° trim.	2.683,0	2.561,6	1.467,4	558,2	536,0	.	.	.	0,0	121,3	1.216,4	1.095,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 4° trim.	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,4	3,3	-1,2	-	-	0,8	1,5
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,5	-0,8	-	-	0,2	-0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,3	0,7	5,3	-	-	1,2	1,2
3° trim.	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	.	.	.	-	-	0,1	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 4° trim.	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,3	5,6	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 1° trim.	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,0	4,7	0,7	-	-	2,4	3,4
2° trim.	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,3	5,2	4,7	-	-	2,5	3,8
3° trim.	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	.	.	.	-	-	2,2	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2015 4° trim.	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	-	-
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 4° trim.	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 1° trim.	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
3° trim.	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	.	.	.	-0,1	-0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	8.926,8	155,4	1.740,0	460,5	1.671,6	409,6	445,7	1.035,2	945,2	1.747,8	315,8	1.005,4
2014	9.099,0	149,9	1.777,1	460,8	1.711,5	415,2	461,0	1.044,8	978,6	1.778,6	321,4	1.034,3
2015	9.383,5	150,5	1.883,4	465,9	1.766,3	428,2	460,0	1.062,9	1.022,5	1.816,7	327,1	1.072,3
2015 4° trim.	2.369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7	273,2
2016 1° trim.	2.386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1	273,3
2° trim.	2.394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3	276,7
3° trim.	2.404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4	278,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 4° trim.	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5	1,5
2016 1° trim.	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9	0,1
2° trim.	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1	0,5
3° trim.	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9	-1,2
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2	1,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0	3,3
2015 4° trim.	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4	3,6
2016 1° trim.	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4	3,3
2° trim.	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8	2,4
3° trim.	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	1,7	2,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 4° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 4° trim.	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. 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
Personne occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 3° trim.	1,0	1,2	-0,1	-1,0	0,3	-0,3	1,1	1,7	-0,5	0,7	3,2	1,0	1,0
4° trim.	1,3	1,5	-0,2	-0,9	0,3	-0,1	1,6	1,8	-0,4	0,5	3,3	1,1	1,6
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,3	-0,9	0,6	0,0	1,7	2,6	0,0	1,3	3,4	1,1	1,7
2° trim.	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,5	-0,2	2,0	1,9	-0,1	0,4	3,1	1,2	1,7
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 3° trim.	1,2	1,5	0,3	0,0	0,4	0,3	0,8	2,9	-0,7	1,5	3,8	1,3	1,4
4° trim.	1,2	1,5	0,3	0,4	0,1	0,6	1,3	2,2	-0,1	-0,4	3,2	1,1	1,6
2016 1° trim.	1,6	2,0	0,3	1,0	1,0	0,5	1,9	3,3	0,5	0,4	4,0	1,1	1,1
2° trim.	1,7	1,8	1,1	0,6	1,2	0,1	2,2	2,5	0,8	0,3	3,6	1,1	1,9
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 3° trim.	0,2	0,2	0,4	1,0	0,1	0,5	-0,3	1,2	-0,3	0,9	0,6	0,3	0,4
4° trim.	0,0	-0,1	0,5	1,3	-0,2	0,7	-0,3	0,5	0,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
2016 1° trim.	0,2	0,3	0,7	1,9	0,4	0,5	0,2	0,7	0,4	-0,9	0,6	0,0	-0,6
2° trim.	0,3	0,2	1,1	0,8	0,6	0,3	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-0,1	0,2

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)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,304	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,215	10,4	3,421	23,7	9,932	11,5	8,704	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,150	22,3	9,254	10,7	8,188	11,0	1,5
2015 4° trim.	161,147	4,5	16,916	10,5	5,4	13,842	9,4	3,074	21,9	8,946	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 1° trim.	161,013	4,5	16,640	10,3	5,2	13,628	9,2	3,012	21,5	8,732	10,1	7,909	10,6	1,7
2° trim.	161,849	4,5	16,372	10,1	5,1	13,391	9,1	2,981	21,1	8,506	9,8	7,866	10,5	1,7
3° trim.	.	.	16,172	10,0	.	13,214	8,9	2,958	20,9	8,378	9,6	7,794	10,4	1,6
2016 mag.	-	-	16,352	10,1	-	13,369	9,0	2,983	21,1	8,487	9,8	7,866	10,5	-
giu.	-	-	16,336	10,1	-	13,362	9,0	2,974	21,0	8,483	9,7	7,853	10,5	-
lug.	-	-	16,229	10,0	-	13,263	9,0	2,966	21,0	8,410	9,6	7,819	10,4	-
ago.	-	-	16,200	10,0	-	13,232	8,9	2,968	20,9	8,380	9,6	7,820	10,4	-
set.	-	-	16,086	9,9	-	13,147	8,9	2,939	20,7	8,344	9,6	7,742	10,3	-
ott.	-	-	15,908	9,8	-	12,969	8,8	2,939	20,7	8,286	9,5	7,621	10,1	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,5	2,6	8,8
2015 4° trim.	1,8	2,3	1,7	3,4	1,9	-1,9	0,5	2,9	2,5	1,2	3,3	2,1	10,0
2016 1° trim.	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,5	2,6	0,6	2,2	1,7	2,9	1,4	9,5
2° trim.	1,0	1,1	1,1	1,3	1,1	-0,9	-0,2	-2,3	1,7	0,6	2,7	2,2	8,5
3° trim.	0,9	1,2	1,4	0,9	1,4	-1,0	2,9	0,2	1,4	1,2	1,6	2,2	6,5
2016 mag.	0,4	0,5	1,1	-0,4	0,5	-1,4	-0,5	-1,6	1,7	0,8	2,3	3,8	10,3
giu.	0,8	1,0	0,6	1,5	1,4	-3,5	0,6	-2,5	1,9	0,8	3,1	0,3	6,9
lug.	-0,5	0,1	0,6	-1,4	1,8	-4,7	4,1	-3,3	1,9	1,4	2,4	2,8	5,8
ago.	2,2	2,5	2,5	3,4	0,8	1,1	2,1	2,1	1,3	0,5	2,1	1,6	3,9
set.	1,2	1,3	1,3	1,2	1,6	0,7	1,8	1,9	1,0	1,7	0,4	2,1	9,4
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	2,1	3,3	0,7	4,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 mag.	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	-0,4	-2,8	0,2	0,8	0,3	0,8	-0,3	1,2	0,3
giu.	0,9	0,9	-0,3	1,7	0,9	-0,3	0,2	1,1	0,1	-0,1	0,8	-3,2	-1,0
lug.	-0,7	-0,7	-0,3	-1,9	0,4	0,9	1,5	-1,6	0,4	0,8	-0,3	2,0	-0,2
ago.	1,8	2,1	1,8	4,2	0,0	2,5	0,1	2,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,4
set.	-0,8	-1,0	-0,7	-2,2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,9	-0,4	0,5	-1,2	0,1	4,9
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,2	2,3	-1,0	-4,8

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 4° trim.	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 1° trim.	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
2° trim.	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
3° trim.	104,3	-2,9	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 giu.	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
lug.	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
ago.	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
set.	104,9	-1,8	-	-8,2	-15,6	0,4	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6
ott.	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
nov.	106,5	-1,1	-	-6,1	-12,7	1,5	12,1	-	53,7	54,1	53,8	53,9

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,6	-1,8	32,3	4,1	129,6	2,0	-0,1	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,8	1,2	32,9	4,8	131,1	2,5	6,5	1,4
2015	12,3	94,1	1,9	2,0	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	2,7	2,2
2015 3° trim.	12,4	94,3	1,7	2,0	2,0	2,6	2,0	34,3	6,0	134,0	3,4	0,1	2,0
4° trim.	12,3	94,1	1,8	2,0	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	4,8	2,2
2016 1° trim.	12,4	93,6	2,3	1,9	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,9	3,8	4,5	2,1
2° trim.	12,5	93,6	2,4	2,3	6,1	3,3	3,9	33,8	6,7	133,4	4,0	5,0	2,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 4° trim.	899,5	823,5	76,0	524,9	433,6	194,8	182,0	153,6	149,3	26,2	58,6	18,4	9,4
2016 1° trim.	879,1	793,3	85,8	515,5	426,1	194,3	177,3	144,2	135,3	25,1	54,6	9,8	11,1
2° trim.	882,1	788,1	94,0	518,2	420,3	190,1	177,8	148,6	136,6	25,2	53,4	7,0	6,6
3° trim.	879,9	798,2	81,7	518,1	428,5	190,6	175,9	145,5	129,7	25,8	64,0	6,2	5,0
2016 apr.	293,6	260,3	33,3	172,3	139,9	63,3	58,9	49,6	43,8	8,4	17,7	2,5	2,0
mag.	294,7	262,9	31,7	172,1	140,0	63,9	59,6	50,3	45,3	8,4	18,0	1,8	2,2
giu.	293,8	264,8	29,0	173,7	140,4	63,0	59,2	48,7	47,5	8,4	17,7	2,8	2,4
lug.	292,7	265,5	27,2	172,2	143,8	63,5	58,3	48,4	43,2	8,6	20,2	2,3	1,8
ago.	296,4	267,3	29,1	175,1	144,4	63,4	58,7	49,5	43,1	8,5	21,1	1,7	1,5
set.	290,8	265,4	25,3	170,7	140,4	63,7	59,0	47,6	43,4	8,7	22,7	2,2	1,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 set.	3.540,6	3.203,1	337,5	2.076,7	1.708,6	769,8	712,9	591,9	550,9	102,2	230,7	41,5	32,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 set.	33,2	30,1	3,2	19,5	16,0	7,2	6,7	5,6	5,2	1,0	2,2	0,4	0,3

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 4° trim.	3,4	2,5	508,1	236,4	105,8	153,5	425,6	444,6	247,5	73,5	114,9	325,3	44,3
2016 1° trim.	-0,9	-2,7	502,8	233,4	104,2	151,2	422,3	438,4	241,2	71,7	116,7	326,3	37,4
2° trim.	-0,1	-4,1	502,2	231,0	105,5	153,3	432,9	429,6	235,9	70,9	114,7	324,3	42,3
3° trim.	-0,3	-2,6	505,5	.	.	.	426,0	436,4	.	.	.	323,4	.
2016 apr.	-0,7	-5,4	168,8	77,7	35,9	51,0	146,3	143,7	78,2	24,1	38,5	109,3	13,3
mag.	2,1	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,9	141,9	78,5	22,8	38,2	106,1	14,4
giu.	-1,5	-4,7	167,6	77,3	34,8	51,6	145,8	144,1	79,3	24,1	38,0	108,9	14,6
lug.	-9,3	-8,3	166,3	77,4	33,4	50,4	134,9	145,5	80,1	23,2	38,6	104,2	14,9
ago.	8,3	3,7	170,0	78,6	34,6	51,8	146,9	146,6	80,6	23,9	38,9	111,6	14,2
set.	2,0	-2,4	169,1	.	.	.	144,2	144,3	.	.	.	107,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 4° trim.	0,8	5,2	118,1	115,0	119,4	122,5	117,2	107,6	107,6	107,8	108,2	110,4	101,3
2016 1° trim.	-0,8	2,3	118,5	116,0	117,5	121,8	117,1	109,9	110,9	105,8	109,9	111,2	110,8
2° trim.	2,1	4,0	118,0	114,1	119,0	123,7	120,1	107,1	106,4	104,5	110,0	111,9	101,1
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 mar.	-0,5	-0,6	119,3	115,5	121,6	121,6	117,7	109,0	109,8	107,3	110,5	109,8	107,2
apr.	1,7	3,0	119,6	115,7	121,9	124,2	122,0	108,1	107,0	107,0	110,0	112,9	105,0
mag.	5,0	7,1	117,1	113,2	117,7	122,8	117,5	106,5	106,4	101,2	110,4	110,2	101,8
giu.	-0,1	2,0	117,3	113,3	117,5	124,2	120,8	106,8	105,9	105,2	109,7	112,8	96,6
lug.	-8,4	-4,0	116,7	113,6	112,8	121,7	111,7	107,7	106,8	103,2	110,0	107,4	102,2
ago.	9,0	7,0	118,8	115,3	115,4	124,5	121,2	108,3	107,3	105,7	110,9	114,5	98,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (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 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5	
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 4° trim.	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7	
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3	
2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,7	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1	
3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3	
2016 giu.	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,2	
lug.	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3	
ago.	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2	
set.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4	
ott.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2	
nov. ³⁾	100,8	0,6	0,8	.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	.	.	

	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 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 4° trim.	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 1° trim.	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2° trim.	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
3° trim.	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
2016 giu.	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3
lug.	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
ago.	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3
set.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
ott.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
nov. ³⁾	0,7	0,7	0,6	.	0,3	-1,1	.	.	.	.	.	.

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										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,2	-1,8	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2015 4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,2	2,2	5,9
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	3,5
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,9	.	.	.
2016 mag.	100,9	-3,8	-2,9	-1,1	-2,8	0,5	-0,5	-0,8	0,2	-10,8	-	-	-
giu.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-	-
lug.	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,2	-0,3	0,1	-7,5	-	-	-
ago.	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
set.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,5	0,1	0,1	0,1	-4,5	-	-	-
ott.	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-	-

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

¹⁾ Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,0	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,2	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,5	-1,3	81,9	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 4° trim.	106,3	1,3	0,4	0,3	0,5	0,8	-0,2	-2,3	39,5	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 1° trim.	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
2° trim.	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
3° trim.	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,0	-0,4	6,9	-3,1	-10,4	8,0
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,1	-0,2	18,2	2,1	-8,3	18,1

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
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 4° trim.	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 1° trim.	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2° trim.	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
3° trim.	-0,2	1,0	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
2016 giu.	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
lug.	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
ago.	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
set.	0,0	0,9	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0
ott.	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7
nov.	4,8	2,9	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 4° trim.	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 1° trim.	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
2° trim.	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4 Prezzi e costi

4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro ¹⁾

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2
2015 3° trim.	105,0	0,3	2,7	-2,2	1,0	0,6	1,5	0,8	2,6	2,2	1,1	2,3
4° trim.	105,3	0,5	0,5	-2,0	-0,3	1,5	1,7	0,5	2,5	1,7	1,3	2,1
2016 1° trim.	105,4	1,0	1,8	0,4	0,1	0,9	1,3	1,6	3,8	2,2	1,2	1,8
2° trim.	105,7	0,9	1,9	0,5	-0,2	1,1	0,3	1,7	2,4	1,2	1,3	0,7
Redditi per occupato												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 3° trim.	108,1	1,2	1,6	1,6	0,9	1,4	2,6	0,3	2,6	1,8	0,9	1,1
4° trim.	108,5	1,2	2,1	1,4	0,8	1,7	1,9	0,3	3,0	1,5	1,2	0,9
2016 1° trim.	108,8	1,3	2,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,8	3,3	1,5	1,2	1,5
2° trim.	109,0	1,2	2,5	1,1	1,5	1,2	1,1	1,6	3,1	1,3	1,3	0,8
Produttività del lavoro per occupato												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1
2015 3° trim.	102,9	0,9	-1,0	3,9	0,0	0,7	1,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	-1,2
4° trim.	103,1	0,7	1,6	3,5	1,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	103,2	0,3	0,5	1,0	1,2	0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	0,0	-0,3
2° trim.	103,2	0,2	0,6	0,6	1,7	0,1	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,1
Redditi per ora lavorata												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,8	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,1	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,3	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 3° trim.	109,6	1,0	1,0	1,4	0,3	1,6	1,4	0,6	1,9	1,3	0,7	0,7
4° trim.	110,2	1,3	1,1	1,5	0,5	2,0	1,3	0,1	3,3	1,2	1,3	1,0
2016 1° trim.	110,3	1,0	0,3	1,0	0,9	1,1	0,6	1,3	3,7	0,7	1,2	2,1
2° trim.	110,5	1,0	2,1	0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	3,1	0,8	1,5	0,6
Produttività per ora lavorata												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0
2015 3° trim.	104,8	0,7	-2,0	3,8	-0,6	1,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,6
4° trim.	105,0	0,8	0,2	3,7	0,5	0,4	-0,3	-0,5	1,4	-0,2	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	105,1	0,1	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,8	-0,2	0,5	-1,3	0,0	0,2
2° trim.	104,9	0,0	-0,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,5	0,1	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2013	909,8	4.473,4	5.383,3	1.681,2	2.143,2	3.824,4	9.207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9.833,7
2014	969,5	4.977,5	5.946,9	1.581,0	2.149,8	3.730,8	9.677,8	125,4	422,2	106,3	653,9	10.331,7
2015	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2015 4° trim.	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2016 1° trim.	1.049,6	5.711,7	6.761,3	1.420,2	2.164,8	3.585,1	10.346,4	88,7	465,6	94,6	648,9	10.995,2
2° trim.	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
3° trim.	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
2016 mag.	1.051,1	5.789,3	6.840,3	1.403,5	2.170,8	3.574,3	10.414,6	87,5	475,5	87,2	650,2	11.064,8
giu.	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
lug.	1.058,2	5.876,2	6.934,4	1.404,8	2.172,9	3.577,7	10.512,1	82,4	485,2	97,4	665,0	11.177,1
ago.	1.061,5	5.919,6	6.981,1	1.393,0	2.174,0	3.567,0	10.548,1	82,3	479,8	98,6	660,8	11.208,9
set.	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
ott. ^(p)	1.072,4	5.972,3	7.044,7	1.343,9	2.175,0	3.518,9	10.563,6	74,5	504,3	90,0	668,7	11.232,3
Transazioni												
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,8	-88,1	349,4	1,6	10,4	12,4	24,4	373,8
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,1	510,0	-48,2	51,1	-25,9	-23,0	487,0
2015 4° trim.	8,1	135,5	143,6	-5,3	-0,9	-6,2	137,3	-19,0	21,3	-4,8	-2,5	134,9
2016 1° trim.	13,3	145,2	158,5	-14,1	3,2	-10,9	147,6	10,9	-13,4	19,2	16,7	164,3
2° trim.	5,0	102,0	107,0	-12,7	7,2	-5,5	101,5	-1,6	15,5	-1,1	12,8	114,3
3° trim.	12,0	121,6	133,6	-15,7	2,2	-13,5	120,2	-3,7	13,8	-2,5	7,6	127,8
2016 mag.	2,7	34,2	36,9	-9,5	6,0	-3,5	33,3	-0,2	3,5	-5,6	-2,4	31,0
giu.	3,5	30,1	33,6	6,0	1,3	7,3	41,0	-3,4	6,1	5,5	8,3	49,2
lug.	3,6	57,2	60,8	-4,4	1,0	-3,4	57,3	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,8
ago.	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
set.	5,0	20,5	25,5	0,6	0,2	0,8	26,3	-1,8	15,3	-5,7	7,7	34,0
ott. ^(p)	5,9	25,8	31,7	-25,0	0,7	-24,2	7,5	-6,1	9,1	-5,0	-1,9	5,6
Variazioni percentuali												
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	1,3	2,5	18,1	3,9	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2015 4° trim.	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2016 1° trim.	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-27,8	6,6	-1,2	-1,1	5,2
2° trim.	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
2016 mag.	4,3	10,0	9,1	-5,4	0,6	-1,8	5,1	-15,2	7,4	-2,0	2,2	4,9
giu.	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
lug.	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-17,0	6,8	16,5	4,3	5,0
ago.	3,6	9,7	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-14,9	4,7	18,5	3,4	5,0
set.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
ott. ^(p)	4,0	8,7	7,9	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-28,3	6,9	12,5	1,7	4,4

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	1.713,6	1.188,9	398,1	109,8	16,8	5.414,7	2.539,0	876,5	1.994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1.845,1	1.349,0	365,1	111,6	19,4	5.557,8	2.749,6	812,1	1.993,2	2,8	875,8	222,2	332,9
2015	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2015 4° trim.	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2016 1° trim.	1.984,6	1.536,4	322,7	116,0	9,4	5.830,1	3.137,4	693,6	1.996,4	2,7	975,9	218,9	375,9
2° trim.	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
3° trim.	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
2016 mag.	2.007,9	1.564,7	318,6	116,6	8,0	5.877,0	3.184,7	690,6	1.998,3	3,5	972,0	214,7	379,5
giu.	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
lug.	2.029,4	1.590,7	313,9	116,5	8,4	5.933,3	3.245,7	684,0	2.000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
ago.	2.031,7	1.595,9	310,1	117,0	8,7	5.961,2	3.277,6	677,6	2.003,3	2,8	976,5	213,4	386,0
set.	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
ott. ^(p)	2.036,7	1.604,4	307,1	118,1	7,0	5.984,7	3.334,1	643,3	2.004,6	2,8	944,9	206,4	393,0
Transazioni													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	69,0	91,1	-26,4	1,5	2,8	140,7	208,9	-65,0	-1,4	-1,7	54,0	7,3	21,0
2015	81,0	121,6	-34,2	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	91,1	-0,1	30,3
2015 4° trim.	18,3	21,7	-2,5	0,7	-1,6	59,8	74,1	-12,0	-1,6	-0,7	18,9	6,6	6,7
2016 1° trim.	61,1	57,6	2,8	-0,4	1,1	81,2	78,8	-0,6	2,8	0,3	-2,7	-6,5	12,1
2° trim.	27,1	36,2	-9,0	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,8	-8,5	3,7
3° trim.	35,2	29,8	4,1	0,6	0,7	73,5	87,5	-16,6	3,1	-0,5	-6,3	-4,2	6,3
2016 mag.	2,4	6,0	-3,5	0,5	-0,5	24,6	23,7	-1,8	2,7	-0,1	2,2	-0,9	2,2
giu.	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,5	29,8	-1,8	1,9	-0,5	2,0	-4,0	0,4
lug.	16,6	17,2	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,1	-4,7	0,7	-0,1	-1,5	4,0	5,9
ago.	2,3	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,7	-1,2	0,2
set.	16,2	7,2	7,9	0,7	0,4	18,4	24,4	-5,5	-0,2	-0,2	-8,4	-7,0	0,2
ott. ^(p)	-10,1	0,5	-8,3	-0,1	-2,1	22,6	27,7	-6,6	1,4	0,2	-24,5	0,2	7,3
Variazioni percentuali													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 4° trim.	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 1° trim.	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	5,6	-3,3	10,2
2° trim.	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
3° trim.	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
2016 mag.	7,9	11,0	-2,6	3,4	-32,7	4,5	10,5	-6,9	0,1	-6,3	2,7	-7,4	9,3
giu.	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
lug.	7,2	10,2	-3,2	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	2,0	-7,4	11,2
ago.	7,2	10,1	-4,3	2,1	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,0	-6,2	9,2
set.	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
ott. ^(p)	5,5	7,9	-2,9	0,8	-29,6	5,2	10,7	-5,4	0,6	-20,0	-1,8	-9,4	8,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2013	3.410,3	1.098,8	2.311,5	12.708,2	10.544,5	10.973,3	4.353,0	5.222,9	869,8	98,8	1.367,2	796,5
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,9	10.456,6	10.728,8	4.299,5	5.200,8	827,3	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4
2015 4° trim.	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4
2016 1° trim.	4.053,5	1.115,9	2.924,5	12.634,2	10.565,5	10.828,3	4.288,7	5.339,3	828,7	108,8	1.312,5	756,2
2° trim.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4
3° trim.	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4
2016 mag.	4.144,3	1.125,9	3.005,3	12.674,5	10.585,0	10.850,6	4.306,8	5.347,6	819,8	110,7	1.330,4	759,1
giu.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4
lug.	4.247,0	1.109,1	3.124,5	12.710,9	10.592,1	10.892,5	4.299,5	5.356,0	826,2	110,4	1.359,6	759,1
ago.	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.743,6	10.601,0	10.907,2	4.294,7	5.366,4	829,4	110,5	1.364,8	777,7
set.	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4
ott. ^(a)	4.290,9	1.099,6	3.178,0	12.810,1	10.655,4	10.955,5	4.301,7	5.388,5	850,6	114,6	1.376,4	778,3
Transazioni												
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014	73,8	16,4	57,4	-104,7	-49,8	-36,1	-61,4	-14,9	14,7	11,7	-89,8	35,0
2015	285,0	-21,0	305,7	85,4	56,9	72,3	-14,7	98,2	-21,0	-5,6	25,0	3,5
2015 4° trim.	81,2	-13,9	95,0	13,0	26,1	35,4	1,1	24,0	-0,5	1,5	-16,8	3,7
2016 1° trim.	120,0	1,5	118,6	71,8	81,4	53,3	35,3	36,5	24,3	-14,7	11,3	-21,0
2° trim.	116,3	-8,9	125,2	54,0	21,7	64,4	19,0	14,6	-7,0	-5,0	30,8	1,5
3° trim.	69,2	-7,3	76,2	113,3	69,7	71,6	6,1	33,4	25,1	5,2	21,6	22,0
2016 mag.	38,7	1,4	37,4	27,1	13,1	17,7	10,6	1,6	2,7	-1,9	9,2	4,8
giu.	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,7	35,9	-1,4	5,2	-3,7	-6,9	14,8	-1,4
lug.	47,9	-3,3	51,0	53,3	36,0	31,5	11,2	7,8	10,6	6,4	15,3	2,1
ago.	9,1	-1,4	10,5	35,9	13,1	17,9	-4,2	11,4	5,8	0,1	5,1	17,7
set.	12,2	-2,6	14,7	24,0	20,6	22,2	-0,9	14,2	8,7	-1,4	1,2	2,2
ott. ^(a)	38,2	-5,5	43,7	44,5	33,2	29,4	15,5	7,6	4,6	5,5	11,1	0,2
Variazioni percentuali												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,6	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2015 4° trim.	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2016 1° trim.	10,2	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-0,6	-19,2	3,2	-2,3
2° trim.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
3° trim.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
2016 mag.	11,1	-1,9	16,9	1,4	1,2	1,2	1,2	2,1	-0,6	-21,1	5,1	-2,3
giu.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
lug.	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,4	1,8	1,3	2,0	0,6	-16,1	4,6	-3,6
ago.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,8	1,1	2,0	1,2	-14,1	4,1	-0,5
set.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
ott. ^(a)	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,7	-7,8	5,7	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2013	4.353,0	4.450,6	1.065,6	741,0	2.546,4	5.222,9	5.547,7	573,8	3.853,3	795,8
2014	4.299,5	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,8	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2015 4° trim.	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2016 1° trim.	4.288,7	4.261,3	1.048,4	768,4	2.471,9	5.339,3	5.659,2	602,7	3.974,5	762,0
2° trim.	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
3° trim.	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
2016 mag.	4.306,8	4.277,8	1.049,1	771,4	2.486,3	5.347,6	5.675,5	602,2	3.986,3	759,1
giu.	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
lug.	4.299,5	4.277,6	1.028,7	780,3	2.490,5	5.356,0	5.692,3	605,1	3.994,3	756,6
ago.	4.294,7	4.279,1	1.021,5	782,4	2.490,8	5.366,4	5.700,1	608,3	4.003,4	754,7
set.	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
ott. ^(p)	4.301,7	4.287,2	1.021,8	787,2	2.492,7	5.388,5	5.712,6	612,2	4.018,7	757,6
Transazioni										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,4	-68,7	-14,3	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-14,7	19,2	-65,0	32,2	18,1	98,2	76,3	21,8	80,0	-3,6
2015 4° trim.	1,1	18,9	-23,1	12,9	11,3	24,0	20,0	5,2	21,0	-2,1
2016 1° trim.	35,3	27,1	18,7	12,9	3,7	36,5	24,5	8,2	28,7	-0,4
2° trim.	19,0	28,4	-4,5	8,8	14,8	14,6	29,4	1,8	13,4	-0,6
3° trim.	6,1	10,0	-23,6	14,8	14,8	33,4	27,4	4,8	32,7	-4,1
2016 mag.	10,6	10,0	2,2	0,0	8,3	1,6	9,7	-2,1	3,8	-0,1
giu.	-1,4	11,5	-5,4	5,1	-1,0	5,2	12,8	2,7	1,4	1,1
lug.	11,2	6,9	-6,0	6,9	10,3	7,8	9,2	0,6	8,4	-1,2
ago.	-4,2	1,1	-6,2	2,2	-0,2	11,4	8,2	3,4	9,5	-1,4
set.	-0,9	2,0	-11,4	5,8	4,7	14,2	10,0	0,9	14,8	-1,5
ott. ^(p)	15,5	10,9	13,4	0,3	1,8	7,6	9,9	3,8	5,4	-1,6
Variazioni percentuali										
2013	-2,9	-3,1	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 4° trim.	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 1° trim.	0,8	1,2	-2,2	5,1	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2° trim.	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
3° trim.	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 mag.	1,2	1,7	-2,0	4,8	1,5	2,1	1,7	4,5	2,3	-0,7
giu.	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
lug.	1,3	2,0	-2,9	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
ago.	1,1	2,0	-4,1	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
set.	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
ott. ^(p)	1,7	2,1	-1,2	5,5	1,7	1,9	1,8	3,5	2,3	-1,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze in essere										
2013	264,6	7.312,7	2.374,8	91,6	2.507,4	2.338,9	1.146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7.123,5	2.186,6	92,2	2.383,7	2.461,0	1.381,8	220,3	184,5	139,7
2015	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2015 4° trim.	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2016 1° trim.	314,6	6.961,8	2.113,3	76,9	2.178,4	2.593,1	1.282,2	301,7	247,1	152,1
2° trim.	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
3° trim.	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
2016 mag.	297,2	6.976,8	2.109,8	75,2	2.182,5	2.609,3	1.238,4	281,6	226,9	138,6
giu.	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
lug.	326,3	6.981,9	2.084,5	73,9	2.148,2	2.675,2	1.222,1	305,3	212,9	128,2
ago.	318,7	6.963,9	2.078,0	73,2	2.138,2	2.674,5	1.182,3	309,7	215,4	134,6
set.	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
ott. ^(p)	323,7	6.966,0	2.087,7	72,4	2.121,1	2.684,9	1.113,1	307,9	192,8	133,7
Transazioni										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-159,7	-120,6	2,0	-148,7	107,6	241,9	-1,0	0,7	17,8
2015	9,5	-218,7	-106,4	-13,5	-205,6	106,7	-99,5	6,9	21,4	-4,0
2015 4° trim.	-9,9	-56,6	-41,3	-3,6	-41,8	30,0	-37,5	11,8	-9,6	-7,2
2016 1° trim.	29,4	-57,3	-3,5	-2,8	-46,3	-4,7	-75,0	19,6	41,3	17,3
2° trim.	4,2	-15,2	-22,1	-1,8	-18,1	26,8	-71,2	4,3	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,6	-53,1	-25,8	-2,1	-40,7	15,6	-101,6	-15,8	-19,2	-13,7
2016 mag.	-17,4	-1,8	-4,2	-0,3	-2,3	5,1	-27,6	-26,4	-10,2	-1,5
giu.	22,0	-17,4	-17,4	-0,6	-9,5	10,2	-19,9	32,9	11,1	5,4
lug.	7,1	-25,2	-9,5	-0,7	-18,8	3,8	-56,4	-1,1	-25,1	-15,8
ago.	-7,7	-7,1	-6,6	-0,7	-7,1	7,3	-32,5	4,7	2,5	6,4
set.	-9,0	-20,8	-9,7	-0,7	-14,8	4,4	-12,7	-19,3	3,4	-4,3
ott. ^(p)	13,1	2,1	-0,7	-0,8	-8,1	11,7	-61,2	-0,8	-13,2	4,7
Variazioni percentuali										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-5,9	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 4° trim.	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 1° trim.	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
2° trim.	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
3° trim.	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 mag.	6,4	-2,5	-2,6	-13,6	-6,9	2,2	-	-	0,5	-2,9
giu.	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
lug.	28,8	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,7	-	-	1,8	-10,6
ago.	15,0	-2,5	-3,9	-12,3	-6,7	2,8	-	-	1,4	1,1
set.	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
ott. ^(p)	-7,5	-2,1	-3,4	-12,0	-6,1	2,8	-	-	4,4	-6,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 3° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
4° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4
2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5

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	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 3° trim.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,6	44,9	10,2	5,2	2,5	23,0	3,8
4° trim.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 1° trim.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,8
2° trim.	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,9	3,8

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
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 3° trim.	91,5	2,7	16,3	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 1° trim.	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 3° trim.	-0,9	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	1,6
4° trim.	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 1° trim.	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
2° trim.	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
										Scadenze fino a 1 anno			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 3° trim.	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
4° trim.	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 1° trim.	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2° trim.	15,4	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
2016 mag.	15,1	13,2	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
giu.	15,4	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
lug.	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,2
ago.	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
set.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
ott.	14,8	13,0	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,8	0,3	1,3

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore facciale 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										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 3° trim.	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
4° trim.	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 1° trim.	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
2° trim.	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
Debito pubblico										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 3° trim.	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2	
4° trim.	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 1° trim.	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3	
2° trim.	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 3° trim.	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6	-2,9
4° trim.	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 1° trim.	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6	-2,3
2° trim.	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4	-2,3
Debito pubblico										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 3° trim.	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9	61,4
4° trim.	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 1° trim.	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2	64,2
2° trim.	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3	61,6

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 7 dicembre 2016.

ISSN 2363-3433 (epub)
ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-006-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-006-IT-N (online)

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