



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2019



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	12
4 Prezzi e costi	16
5 Moneta e credito	19
Riquadri	24
1 Indicazioni fornite dal ciclo tecnologico all'economia internazionale	24
2 Le valute dei mercati emergenti: il ruolo della propensione globale al rischio, del dollaro statunitense e dei fattori interni	28
3 I fattori alla base dell'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro verificatosi nel 2018	33
4 La capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale nell'area dell'euro	38
Articoli	43
1 Le implicazioni economiche del crescente protezionismo da una prospettiva mondiale e specifica dell'area dell'euro	43
2 Le regole di bilancio nell'area dell'euro e gli insegnamenti acquisiti nell'ambito di altre unioni monetarie	68
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di marzo confermano che la perdita di slancio dell'espansione economica proseguirà nell'anno in corso. Sebbene alcuni dei fattori idiosincratici interni che frenano la crescita stiano mostrando segnali di affievolimento, vi sono circostanze sfavorevoli a livello mondiale che continuano a pesare sull'evoluzione dell'espansione economica dell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati al ribasso per effetto delle persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti. Al tempo stesso, gli ulteriori incrementi dell'occupazione e l'aumento delle retribuzioni continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia interna e il graduale intensificarsi di spinte inflazionistiche. Un ampio grado di accomodamento monetario resta nondimeno necessario per preservare condizioni di finanziamento favorevoli e sostenere l'espansione economica, assicurando quindi la prosecuzione di uno stabile percorso dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Uno stimolo significativo viene trasmesso dalle indicazioni prospettiche di politica monetaria fornite dal Consiglio direttivo sui tassi di riferimento della BCE, e rafforzato dai reinvestimenti delle cospicue consistenze di attività acquistate e dalla nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT).

Gli indicatori congiunturali segnalano un indebolimento dell'attività economica a livello internazionale nel primo trimestre del 2019. In particolare, è proseguito il rallentamento dell'interscambio in un contesto caratterizzato da una svolta nel ciclo industriale su scala mondiale e dall'intensificarsi delle tensioni commerciali. Nei primi mesi dell'anno l'inflazione ha fatto registrare un rallentamento su scala mondiale, ampiamente riconducibile al minor contributo fornito dalla componente energetica.

Nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli di Stato sono scesi lievemente a fronte di una riduzione dei tassi privi di rischio a livello mondiale e la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso. Gli andamenti dei differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato hanno evidenziato una certa eterogeneità fra i paesi dell'area dell'euro. In un contesto di tassi privi di rischio più bassi e di volatilità stabile e contenuta i corsi azionari sono aumentati. Analogamente, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono ridotti. Sui mercati dei cambi il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su base ponderata per l'interscambio.

Nel quarto trimestre del 2018 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo l'aumento dello 0,1 per cento registrato nel terzo trimestre. I dati più recenti hanno continuato a indicare un'evoluzione contenuta, principalmente per effetto del rallentamento della domanda estera, accentuato da

fattori specifici a livello di paese e settore. Poiché l'impatto di questi fattori risulta in qualche misura più persistente, la perdita di slancio della crescita dovrebbe proseguire nell'anno in corso. Ci si attende che in futuro l'effetto di tali fattori avversi venga meno. L'espansione dell'area dell'euro seguirà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, da ulteriori incrementi dell'occupazione e da un aumento delle retribuzioni, nonché dal perdurare della crescita dell'attività su scala mondiale, seppure a un ritmo lievemente più contenuto.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata all'1,4 per cento a marzo 2019, dall'1,5 per cento di febbraio, rispecchiando in prevalenza l'andamento più modesto della componente degli alimentari, dei servizi e dei beni industriali non energetici. I prezzi correnti dei contratti future sul petrolio suggeriscono una probabile diminuzione dell'inflazione complessiva nei prossimi mesi. Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute, mentre le pressioni sul costo del lavoro si sono fatte più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo aumenti gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla più vigorosa dinamica salariale.

Per quanto riguarda gli andamenti monetari, lo scorso febbraio la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è salita al 4,3 per cento, dopo il 3,8 per cento di gennaio. La crescita di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario e l'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a fornire il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. A febbraio 2019 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 3,7 per cento, mentre negli ultimi mesi ha registrato una moderazione che evidenzia la tipica reazione ritardata al rallentamento dell'espansione dell'economia. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie a febbraio è rimasto sostanzialmente invariato al 3,3 per cento. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2019 suggerisce che le condizioni complessive di prestito applicate dalle banche sono rimaste favorevoli.

Mettendo insieme gli esiti dell'analisi economica e le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha concluso che un ampio grado di accomodamento monetario è ancora necessario affinché l'inflazione continui a convergere stabilmente su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Sulla base di tale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua a prevedere che si mantengano sui livelli attuali almeno fino alla fine del 2019, e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui a convergere stabilmente su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Il Consiglio direttivo ha ribadito che l'Eurosistema continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo dopo la data in cui inizierà il rialzo dei tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché necessario

per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio direttivo ha ribadito di essere pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per garantire che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al suo valore obiettivo.

Informazioni precise sui termini della nuova serie di OMRLT saranno comunicate nel corso di una delle prossime riunioni del Consiglio direttivo. In particolare, il tasso applicabile alle nuove operazioni OMRLT III terrà conto di una valutazione approfondita del canale bancario di trasmissione della politica monetaria, nonché dell'evoluzione futura delle prospettive economiche. Nel contesto delle valutazioni ordinarie condotte dalla BCE, il Consiglio direttivo considererà anche se il mantenimento delle implicazioni favorevoli per l'economia dei tassi di interesse negativi renda necessario attenuare gli eventuali effetti collaterali sull'intermediazione bancaria che ne derivano.

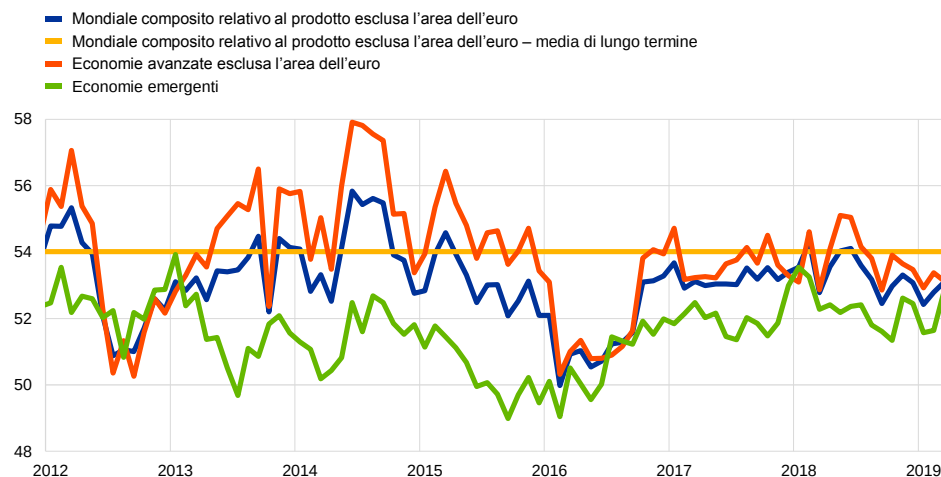
Gli indicatori tratti dalle indagini campionarie a livello mondiale segnalano un certo rallentamento dell'attività economica internazionale nel primo trimestre del 2019.

A marzo l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) esclusa l'area dell'euro è cresciuto (cfr. grafico 1) per effetto di un incremento nel settore dei servizi che ha più che compensato il lieve calo nel settore manifatturiero. In termini congiunturali, tuttavia, nel primo trimestre del 2019 il PMI si è attestato su livelli inferiori rispetto a quelli del 2017 e della prima metà del 2018, in linea con un certo affievolimento della crescita su scala mondiale. Per quanto riguarda le economie avanzate, l'indicatore statunitense PMI-Markit è rimasto sostanzialmente invariato mentre, nel corso del primo trimestre, l'indicatore complessivo basato sulle indagini pubblicato dall'Institute for Supply Management (ISM) è sceso rispetto ai precedenti livelli piuttosto elevati. Gli indici PMI sono scesi anche nel Regno Unito e in Giappone per effetto dei dati più modesti registrati a marzo. Per quanto riguarda le economie emergenti, il PMI trimestrale è salito marcatamente in Brasile, mentre è diminuito in India e in Russia ed è rimasto invariato in Cina nel primo trimestre, nonostante l'incremento significativo registrato nel mese di marzo.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2019. "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e febbraio 2019.

Gli indicatori del commercio internazionale segnalano una persistente debolezza all'inizio dell'anno.

I volumi delle importazioni di beni sono diminuiti dell'1,9 per cento su base trimestrale rispetto al periodo precedente a gennaio 2019 per effetto, in particolare, delle marcate flessioni registrate nei paesi asiatici. Tale calo è in parte riconducibile alla notevole volatilità delle informazioni sugli scambi commerciali della Cina nel periodo del capodanno lunare, che rende i dati di gennaio difficili da interpretare. Al contempo, a marzo il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero si è collocato al di sotto della soglia di espansione (cfr. grafico 2). Una misura più ampia,

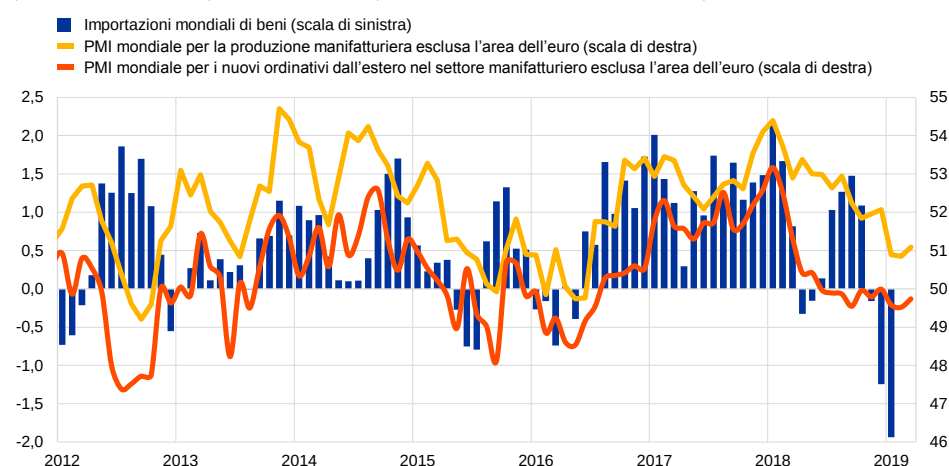
basata su una componente principale degli indicatori anticipatori del commercio internazionale, avvalora questo quadro indicando un lieve aumento dell'interscambio mondiale nel primo trimestre del 2019, dopo i moderati andamenti nella seconda parte dell'anno passato.

La decelerazione in atto nel commercio internazionale è in parte riconducibile alla maturazione del ciclo industriale a livello mondiale. La maturazione del ciclo economico mondiale generalmente conduce, per effetto della più contenuta attività di investimento, a una moderazione dell'interscambio internazionale. Nella congiuntura attuale questa dinamica è stata amplificata dal fatto che buona parte delle debolezze dell'economia internazionale si concentrano nell'attività industriale. Il ciclo del settore industriale e quello del commercio tendono, in effetti, a essere fortemente correlati.

Grafico 2

Commercio internazionale e indagini

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2019 per le importazioni mondiali di beni e a marzo 2019 per il PMI.

Sull'interscambio internazionale hanno inciso anche altri fattori, fra cui le maggiori tensioni commerciali. Le importazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti hanno subito flessioni particolarmente brusche nei settori produttivi interessati dai dazi, ma un netto rallentamento si è osservato anche in altre economie asiatiche. Se, da un lato, ciò potrebbe indicare una maggiore debolezza della domanda interna in Cina, dall'altro potrebbe anche essere il portato di andamenti dei singoli settori, in particolare quelli dei beni elettronici e delle autovetture, entrambi ad alta intensità di scambi e con una presenza considerevole nel commercio asiatico. Il riquadro 1 esamina il ruolo che la maturazione del ciclo tecnologico può aver svolto nel rallentamento osservato nell'ambito del commercio in Cina e in altre economie asiatiche principali.

A livello mondiale l'inflazione si è mantenuta stabile a febbraio.

A febbraio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è rimasta invariata al 2,1 per cento, dopo una serie di flessioni successive al picco registrato a ottobre dello scorso anno. Al netto dei beni energetici e alimentari, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi

dell'OCSE è calata lievemente, portandosi al 2,1 per cento. Le condizioni tese del mercato del lavoro nella generalità delle principali economie avanzate si è finora tradotta in incrementi salariali non più che modesti, a indicare spinte inflazionistiche di fondo ancora contenute. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe rimanere moderata nel breve termine, mentre nel medio periodo la diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo.

Da metà marzo i corsi petroliferi hanno continuato ad aumentare. Dopo l'impennata registrata a metà febbraio, che ha fatto seguito alla divulgazione di dati che attestavano un miglioramento nel grado di ottemperanza agli accordi sui tagli alle forniture da parte dei paesi OPEC Plus, a partire dall'inizio di marzo i corsi petroliferi sono ulteriormente saliti, fino a raggiungere un livello pari a circa 70 dollari al barile. Alla fine del 2018, a due anni dal suo avvio, l'accordo fra i paesi OPEC Plus è stato rinnovato con l'intento di ridurre l'offerta di petrolio. In seguito, a partire da gennaio 2019, la produzione complessiva del cartello è diminuita. Inoltre, le sanzioni imposte dagli Stati Uniti contro Iran e Venezuela hanno continuato a incidere sull'offerta di petrolio, influenzata altresì dalle interruzioni alle forniture elettriche in Venezuela, che hanno avuto ripercussioni sulla produzione. Fra le materie prime non petrolifere, sia i prezzi dei metalli sia quelli dei prodotti alimentari sono rimasti sostanzialmente invariati dall'inizio di marzo.

L'espansione negli Stati Uniti rimane sostenuta, pur mostrando segni di una fase più matura. Nell'ultimo trimestre del 2018 il PIL in termini reali negli Stati Uniti è cresciuto a un tasso del 2,2 per cento sul periodo corrispondente. L'aumento del PIL in termini reali nel quarto trimestre ha riflesso principalmente il contributo positivo dei consumi privati e degli investimenti fissi in settori diversi dall'edilizia residenziale, mentre il contributo fornito dalle esportazioni nette e dalla spesa pubblica è stato negativo. Sebbene la crescita complessiva del PIL rimanga sospinta da fondamentali solidi, ci si attende che nel primo trimestre di quest'anno l'attività economica rallenti per effetto di fattori una tantum (come la parziale serrata dell'amministrazione pubblica) e dei dati contrastanti diffusi di recente. Allo stesso tempo, le spinte inflazionistiche rimangono contenute nonostante i salari siano in aumento. A febbraio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa lievemente all'1,5 per cento, principalmente per effetto del brusco calo dei prezzi energetici, e anche il dato al netto dei prodotti energetici e alimentari ha subito un lieve calo e si è attestato al 2,1 per cento nello stesso mese. Per contro, coerentemente con le condizioni tese del mercato del lavoro, le retribuzioni orarie medie sono aumentate del 3,4 per cento rispetto all'anno precedente, confermando l'andamento crescente cominciato nel 2015.

All'inizio del 2019 l'attività economica in Giappone è rallentata, dopo aver segnato un rialzo sul finire dello scorso anno. Nell'ultimo trimestre del 2018 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento sul trimestre precedente, sostenuto in prevalenza dalla domanda interna e, in particolare, dagli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale. Tuttavia, gli indicatori a elevata frequenza segnalano un rallentamento della dinamica di fondo all'inizio dell'anno. La produzione industriale è stata molto debole e attualmente si colloca al di sotto dei livelli registrati nel quarto trimestre del 2018. Le esportazioni di beni in termini reali di gennaio e febbraio sono

inferiori, in media, rispetto all'anno passato e ciò indica una perdurante debolezza della domanda estera. L'inflazione al consumo ha continuato a rallentare all'inizio del 2019, riflettendo in ampia misura gli andamenti dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa allo 0,2 per cento sia a gennaio sia a febbraio, prevalentemente per effetto del minore contributo fornito dalla componente energetica e dei cali considerevoli nei prezzi dei prodotti alimentari freschi. L'inflazione di fondo, al netto cioè della componente alimentare ed energetica, ha segnato una lieve ripresa, portandosi allo 0,3 per cento.

Nel Regno Unito la crescita del PIL ha subito un notevole rallentamento nell'ultimo trimestre del 2018, in un contesto caratterizzato dalle incertezze legate alla Brexit.

Dopo il netto aumento registrato nel trimestre precedente, nel quarto trimestre del 2018 la crescita trimestrale del PIL in termini reali si è attenuata, collocandosi allo 0,2 per cento. Gli indicatori di breve periodo segnalano una dinamica ancora modesta della crescita del PIL nel primo trimestre del 2019, con la forte incertezza legata alla Brexit che frena gli investimenti e i consumi. Nonostante la moderazione della crescita economica a livello mondiale, le esportazioni britanniche hanno registrato una robusta ripresa nella seconda parte dell'anno, sospinte da un lieve deprezzamento della sterlina britannica. L'interscambio netto continua, tuttavia, a offrire un contributo negativo alla crescita, con le importazioni che hanno segnato una ripresa ancor più vigorosa riflettendo in ampia misura l'accumulo di scorte da parte di imprese e consumatori in previsione della Brexit. Dopo un lieve incremento a metà 2018, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a diminuire, scendendo fino all'1,8 per cento nei primi due mesi del 2019 (ben al di sotto del picco, pari al 3,0 per cento, registrato un anno prima e indotto dal deprezzamento), valore che riflette sia il venir meno dei forti incrementi registrati in precedenza nei prezzi all'importazione sia i rapidi cali dei prezzi dei beni energetici osservati dall'autunno del 2018.

In Cina la crescita economica si sta stabilizzando. La maggiore debolezza osservata nel settore manifatturiero è in parte compensata dalla tenuta del settore dei servizi. Nei primi due mesi dell'anno la produzione industriale ha perso ulteriormente slancio e la crescita degli investimenti fissi ha fatto registrare una lieve ripresa, mentre la crescita della spesa per consumi in termini nominali si è mantenuta robusta. Questi andamenti contrastanti sono stati confermati dall'indice PMI per il settore manifatturiero e per quello dei servizi relativo al primo trimestre, con i servizi che hanno evidenziato la tenuta migliore. Al contempo, l'attività commerciale è stata molto volatile nei mesi scorsi, riflettendo in parte distorsioni riconducibili al capodanno lunare. Dopo i dati modesti di febbraio le autorità si aspettano una lieve ripresa nel mese di marzo. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa all'1,5 per cento a febbraio, in ragione del brusco calo del contributo fornito dai beni alimentari. Anche l'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è diminuita, collocandosi all'1,8 per cento. Al contempo, la dinamica annuale dell'inflazione alla produzione è rimasta invariata allo 0,1 per cento a febbraio, con il calo dei prezzi del petrolio che è stato compensato dall'aumento dei prezzi nel settore delle attività minerarie ed estrattive.

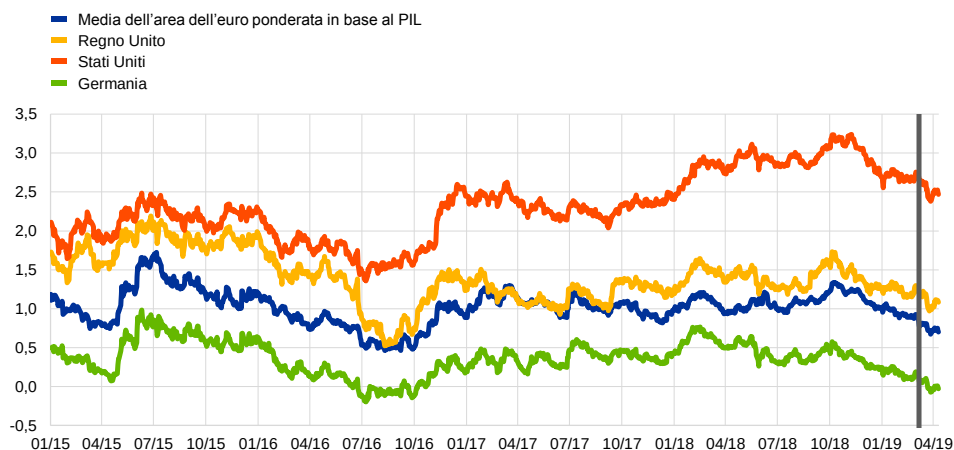
I rendimenti a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Nel periodo in esame, dal 7 marzo al 9 aprile 2019, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro è diminuito marginalmente di circa 5 punti base, portandosi allo 0,72 per cento, in un contesto caratterizzato dalla riduzione dei tassi privi di rischio a livello mondiale e da una volatilità dei mercati finanziari stabile o in diminuzione (cfr. grafico 3). I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi di circa 15 punti base negli Stati Uniti e di poco meno di 10 punti base nel Regno Unito, rispettivamente al 2,50 e all'1,10 per cento.

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2019). L'ultima rilevazione si riferisce al 9 aprile 2019.

Gli andamenti dei differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio hanno evidenziato una certa eterogeneità fra paesi.

I differenziali delle obbligazioni sovrane italiane sono cresciuti di 16 punti base, portandosi appena al di sopra del 2,2 per cento, mentre quelli sulle obbligazioni spagnole hanno raggiunto lo 0,74 per cento, in rialzo di 10 punti base. In Germania, i differenziali sono aumentati marginalmente, di 2 punti base, portandosi a -0,34 per cento, mentre in Francia sono rimasti invariati allo zero per cento circa. Per contro, in Portogallo i differenziali sui titoli di Stato hanno registrato un calo di 7 punti base, collocandosi allo 0,86 per cento.

Nell'area dell'euro gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario sono aumentati, in un contesto di tassi privi di rischio più bassi e di volatilità sostanzialmente stabile.

Nel periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono aumentate, rispettivamente, del 3,4 e del 2,9 per cento. Nonostante alcune sorprese negative sui dati macroeconomici che hanno dato luogo a oscillazioni delle valutazioni azionarie, le quotazioni sono aumentate per tutto il periodo considerato. Ciò potrebbe essere dovuto ai cali dei tassi privi di rischio nel contesto di aspettative stabili e, in termini

storici, modeste tra gli operatori di mercato rispetto alla futura volatilità azionaria. Al sostegno delle valutazioni azionarie hanno contribuito, tra gli altri fattori, anche il protrarsi di utili positivi e le minori preoccupazioni in merito alle tensioni geopolitiche.

Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono lievemente ridotti. Dai primi di marzo, di riflesso ai sopra menzionati aumenti dei corsi azionari, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è sceso di circa 10 punti base per attestarsi a 70 punti base. Anche i rendimenti del debito del settore finanziario sono scesi di circa 12 punti base, a 89 punti base. Nel complesso, sebbene siano al momento più elevati rispetto ai livelli minimi temporaneamente toccati all'inizio del 2018, i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono mantenuti circa 30 punti base al di sotto dei valori osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo avvio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è mantenuto, in media, su un valore di circa -37 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 6 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.904 miliardi di euro.

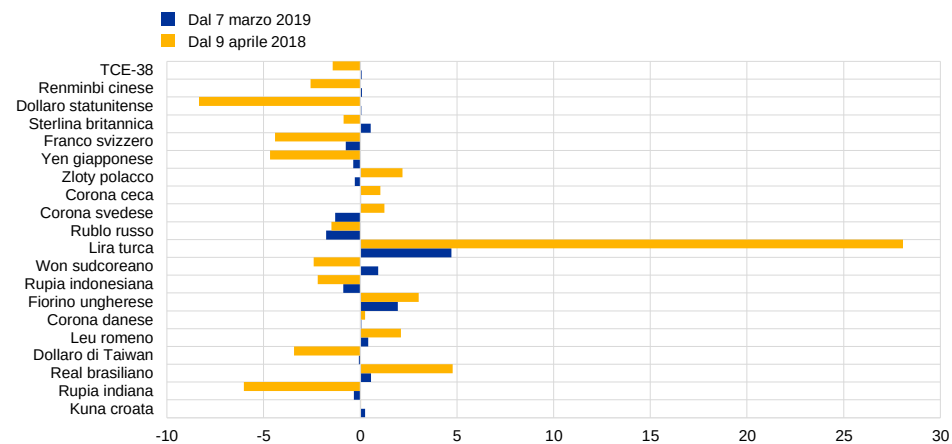
La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso nel periodo in esame. L'andamento al ribasso della curva ha raggiunto il suo punto minimo in corrispondenza di circa 15 punti base per le scadenze prossime ai cinque anni. Nell'insieme, la curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali precedenti il settembre 2022, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

Sul mercato dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato dello 0,1 per cento. Tale evoluzione riflette un modesto rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense (dello 0,1 per cento) e del renminbi cinese (sempre dello 0,1 per cento), nonché un più marcato apprezzamento rispetto alla sterlina britannica (dello 0,5 per cento) e alle valute della maggior parte degli altri Stati membri dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la corona svedese e lo zloty polacco). Questi andamenti sono stati solo in parte compensati da un deprezzamento dell'euro nei confronti di altre valute principali, in particolare dello yen giapponese (dello 0,4 per cento) e del franco svizzero (dello 0,7 per cento), nonché delle valute di alcune economie emergenti.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 9 aprile 2019.

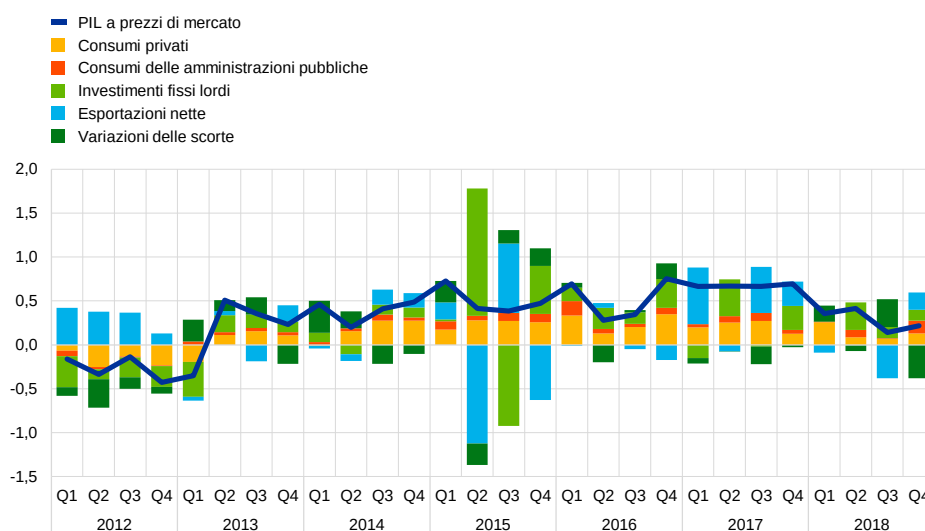
Il rallentamento della crescita nell'area dell'euro è proseguito, come dimostrato dalla maggiore debolezza degli ultimi dati rispetto al primo trimestre del 2019.

Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento in termini congiunturali nell'ultimo trimestre del 2018, in lieve aumento rispetto ai tre mesi precedenti, ma comunque a livelli inferiori rispetto a quelli che hanno caratterizzato l'espansione economica osservata nella prima metà dello scorso anno (cfr. grafico 5). La domanda interna e l'interscambio netto hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL nel quarto trimestre, mentre le variazioni delle scorte hanno esercitato un sostanziale effetto di contenimento. Su base annua, ciò ha comportato un incremento dell'1,8 per cento del PIL in termini reali nel 2018, di lunga inferiore al tasso di crescita registrato nell'anno precedente, pari al 2,4 per cento. Pur mantenendo la loro complessiva robustezza rispetto alle medie storiche, gli indicatori economici qualitativi hanno continuato a diminuire. Particolari vulnerabilità nel settore manifatturiero e in quello dei beni commerciabili riflettono un rallentamento della domanda esterna che, associato ad alcuni fattori specifici a livello nazionale e settoriale, suggerisce un proseguimento della debole dinamica di crescita registrata nel primo trimestre del 2019.

Grafico 5

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

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



Fonte: Eurostat.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2018.

La spesa per consumi ha continuato a crescere, anche se a un tasso inferiore rispetto agli anni precedenti. Nell'ultimo trimestre del 2018 la spesa per consumi è salita dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita lievemente inferiore nel trimestre precedente. I principali fattori alla base della recente debolezza dei consumi sono stati l'aumento del prezzo del petrolio nella prima metà del 2018, strozzature legate alla fase di consegna nel settore automobilistico, una maggiore incertezza economica e alcuni fattori specifici a livello nazionale. Su base annua i consumi sono aumentati dell'1,0 per cento nel quarto trimestre del 2018, un tasso analogo a quello registrato nel terzo trimestre. Nel quarto trimestre del 2018 la crescita

su base annua del reddito reale disponibile delle famiglie è salita all'1,7 per cento, dall'1,5 del trimestre precedente. Il reddito disponibile continua a essere principalmente sostenuto dalla crescita stabile del reddito da lavoro, che riflette la robustezza del mercato del lavoro. Conseguentemente, il tasso di risparmio (espresso come media mobile di quattro trimestri) è cresciuto al 12,1 per cento nel quarto trimestre del 2018 dal 12,0 nel terzo trimestre.

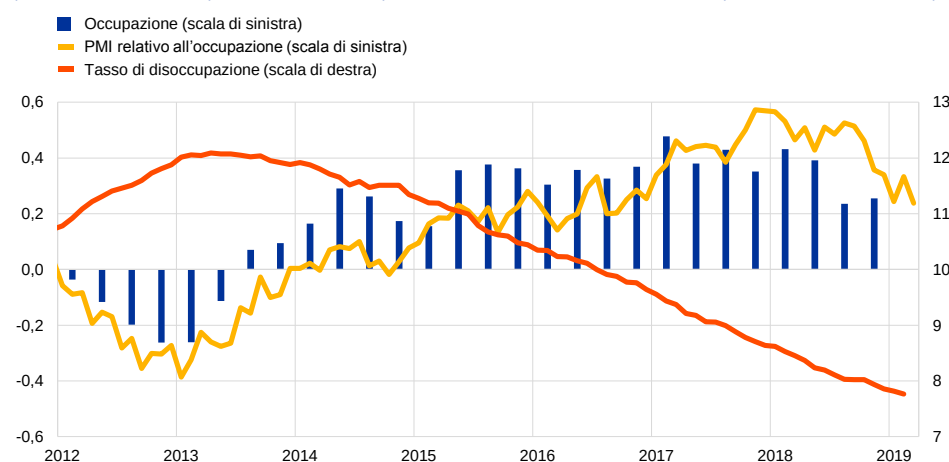
I mercati del lavoro dell'area dell'euro restano solidi, malgrado un certo rallentamento. L'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2018, a seguito di un incremento dello 0,2 per cento nel trimestre precedente. Complessivamente, essa è cresciuta dell'1,5 per cento nel 2018. Tale crescita ha subito un rallentamento nella seconda metà del 2018, pur restando solida rispetto all'andamento della crescita del PIL. Il perdurare dell'aumento dell'occupazione, associato al calo della crescita del PIL nel 2018, si è tradotto in una moderazione della crescita della produttività, dopo la modesta ripresa registrata nel 2017. Ciò può in parte riflettere il fatto che l'andamento dell'occupazione tende ad adeguarsi con un certo ritardo alle variazioni del prodotto. Tale fenomeno può essere in qualche misura spiegato dal fatto che le imprese sono prudenti nelle decisioni relative alle assunzioni, in parte per via della limitata flessibilità relativa agli adeguamenti dei contratti di lavoro a lungo termine.

I più recenti indicatori di breve periodo del mercato del lavoro continuano a segnalare una crescita dell'occupazione positiva ma in moderazione nel primo trimestre del 2019. Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro si è attestato al 7,8 per cento sia a gennaio che a febbraio 2019, in diminuzione dal 7,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2018. Tale fattore, unitamente agli indicatori ricavati dalle indagini relativi all'occupazione, sembra indicare un'ulteriore crescita di quest'ultima, ma a un tasso inferiore rispetto a quelli registrati in precedenza.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il Purchasing Managers' Index (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2018 per l'occupazione, a marzo 2019 per l'indice PMI e a febbraio 2019 per il tasso di disoccupazione.

Si prevede che i consumi privati continuino a crescere a ritmi sostenuti. I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano una prosecuzione della crescita della spesa per consumi nel primo trimestre di quest'anno. I risultati delle ultime indagini indicano un proseguimento della crescita dell'occupazione, per quanto in via di moderazione. Tale fattore dovrebbe continuare a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi. La ricchezza netta delle famiglie ha inoltre continuato ad aumentare nel quarto trimestre del 2018 e quindi a sostenere ulteriormente l'espansione dei consumi privati. Complessivamente questi fattori dovrebbero spiegare la ragione per cui, durante il primo trimestre del 2019, la fiducia dei consumatori ha segnato un parziale recupero rispetto al calo registrato nel corso del 2018, continuando ad attestarsi a un livello superiore alla media di lungo periodo.

Gli investimenti delle imprese hanno subito un rallentamento nel quarto trimestre del 2018, e gli indicatori di breve termine indicano una possibile ulteriore accentuazione di questo andamento nel primo trimestre del 2019.

Pur restando positiva, la crescita degli investimenti in settori diversi dalle costruzioni, rispetto al trimestre precedente, ha registrato una riduzione dall'1,0 per cento nel terzo trimestre del 2018 allo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2018. Anche gli indicatori di breve periodo disponibili per il primo trimestre del 2019 segnalano un indebolimento della crescita. Rispetto al quarto trimestre del 2018, i dati disponibili per il primo trimestre del 2019 suggeriscono un calo della produzione dei beni di investimento, che riflette anche il calo della fiducia registrato nel settore industriale nonché una maggiore volatilità finanziaria. Più in positivo, il grado di utilizzo della capacità produttiva resta elevato e lascia emergere vincoli dal lato dell'offerta che potrebbero rendere necessari maggiori investimenti. In prospettiva, si prevede che le dinamiche degli investimenti restino moderate. Con la progressiva maturazione del ciclo economico, si attende una decelerazione degli investimenti delle imprese, accompagnata da un indebolimento della domanda esterna e interna. In tale contesto, la valutazione delle aspettative sugli ordinativi dall'estero e sulla produzione nel settore dei beni di investimento ha finora evidenziato persistenti debolezze nel periodo iniziale del 2019. Per contro, mentre le dinamiche relative agli utili (cioè ai fondi interni destinati agli investimenti) hanno subito un rallentamento, le banche hanno continuato a segnalare una domanda netta positiva per i prestiti utilizzati a fini di investimenti nel primo trimestre del 2019.

All'inizio del 2019 l'interscambio nell'area dell'euro ha riacquisito un certo slancio, che tuttavia potrebbe essere di breve durata secondo gli indicatori anticipatori. Secondo gli ultimi dati nominali mensili relativi a gennaio 2019 le esportazioni all'interno dell'area hanno registrato un recupero pari all'1,5 per cento sul mese precedente a seguito di una riduzione dello 0,6 per cento a dicembre 2018. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono cresciute a un tasso maggiore, pari allo 0,8 per cento rispetto al mese precedente, a fronte dello 0,3 per cento a dicembre 2018. La crescita delle importazioni totali è rimasta debole a gennaio 2019 collocandosi allo 0,3 per cento rispetto al mese precedente, in rialzo dello 0,1 per cento di dicembre 2018, mentre i flussi all'interno e all'esterno dell'area dell'euro sono aumentati con lo stesso ritmo. Benché l'interscambio di beni interno all'area si sia rafforzato all'inizio del 2019, la ripresa non è stata sufficiente ad alimentare una

maggiore crescita nel corso del primo trimestre. In prospettiva, si prevede che nella prima parte del 2019 l'interscambio all'interno dell'area dell'euro resti debole.

I più recenti indicatori economici mostrano una considerevole moderazione del ritmo dell'espansione economica. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha registrato un recupero nel primo trimestre del 2019. La produzione ha mostrato segnali positivi per la prima volta dal 2017, con un leggero incremento dello 0,4 per cento sul trimestre precedente rispetto al calo dell'1,2 per cento nel quarto trimestre del 2018. I dati ricavati dalle indagini segnalano un rallentamento della dinamica della crescita nel breve termine. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 51,5 nel primo trimestre del 2019, rispetto al 52,3 nel quarto trimestre del 2018. Nel contempo l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è sceso a una media di 106,0 nel primo trimestre del 2019 da 108,9 nel quarto trimestre del 2018. Se l'indice ESI si è attestato al di sopra della sua media di lungo periodo, l'indice PMI è rimasto compreso tra la soglia di 50, che segna la linea di demarcazione tra contrazione ed espansione dell'attività, e la sua media storica di 52,9.

Tale moderazione riflette in parte un rallentamento della domanda esterna, associato ad alcuni fattori specifici a livello nazionale e settoriale. Se l'impatto di alcuni fattori idiosincratici a livello nazionale e settoriale sull'attività economica si sta attenuando, la crescita dell'area dell'euro continua a essere gravata da andamenti sfavorevoli su scala mondiale e il recupero è piuttosto lento. Complessivamente, si prevede che la crescita prosegua a un ritmo contenuto.

Nel prossimo futuro le misure di politica monetaria della BCE continueranno a fornire sostegno alla domanda interna. I consumi privati sono sostenuti da condizioni favorevoli del mercato del lavoro e dal perdurante incremento dell'occupazione. Gli investimenti in edilizia residenziale dovrebbero continuare ad aumentare, grazie anche alla crescente ricchezza delle famiglie. L'espansione degli investimenti delle imprese dovrebbe proseguire, per quanto a un ritmo più contenuto, trainata dagli elevati livelli di utilizzo della capacità e dalle condizioni di finanziamento favorevoli. Inoltre, malgrado l'indebolimento delle prospettive per il commercio mondiale, l'espansione dell'attività mondiale dovrebbe proseguire. I risultati dell'ultima [ECB Survey of Professional Forecasters](#), condotta ad aprile 2019, mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato per il 2019 e il 2020 sono state riviste al ribasso, rispettivamente, di 0,3 e 0,1 punti percentuali, rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale alla fine di gennaio. Al tempo stesso, il dato relativo al 2021 è rimasto invariato all'1,4 per cento.

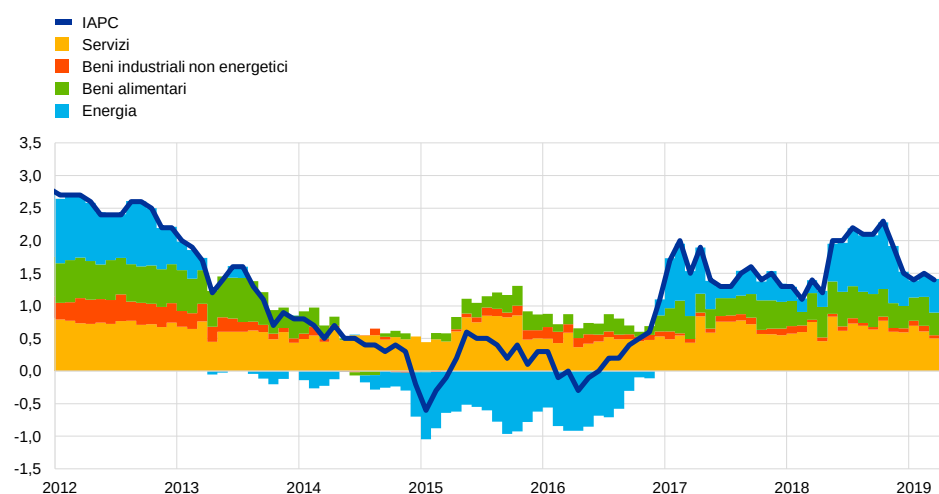
I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso, per effetto delle perduranti incertezze legate a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo e a vulnerabilità nei mercati emergenti.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è collocata all'1,4 per cento in marzo 2019, in ribasso rispetto all'1,5 registrato in febbraio (cfr. grafico 7). Tale diminuzione si è verificata nonostante l'andamento più sostenuto dei prezzi energetici e ha riflesso la dinamica più moderata dei prezzi dei beni alimentari e, soprattutto, dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute e hanno continuato a registrare l'andamento altalenante osservato di recente. In marzo l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata dello 0,8 per cento, in ribasso dall'1,0 per cento di febbraio. Solo con la pubblicazione completa dei dati disaggregati relativi all'indice IAPC sarà possibile valutare in quale misura tale calo rifletta gli andamenti delle componenti più volatili, per esempio relative ai viaggi o all'abbigliamento, o il calendario delle festività pasquali. Anche altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore¹, disponibili soltanto fino a febbraio, hanno nel complesso evidenziato una prosecuzione delle variazioni osservate negli ultimi mesi. Tuttavia, tutte le misure, sia statistiche sia basate su modelli, si attestano su livelli superiori in confronto ai rispettivi minimi registrati nel 2016. In prospettiva, le misure di inflazione di fondo dovrebbero aumentare gradualmente sostenute da una più vigorosa

¹ Per ulteriori informazioni sulle misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

dinamica salariale e dall'incremento registrato nell'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno.

Le pressioni provenienti dalla catena di formazione dei prezzi dei beni industriali non energetici compresi nello IAPC hanno continuato a crescere.

Questa spinta è visibile negli ultimi stadi della catena produttiva, con l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno che in febbraio è cresciuta ulteriormente, arrivando all'1,1 per cento, il suo livello massimo a partire dal marzo 2012, pari al doppio della media di lungo periodo. Anche l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha continuato a rafforzarsi in febbraio, collocandosi all'1,2 per cento, in rialzo rispetto allo 0,8 per cento di gennaio. Nelle primissime fasi della catena di formazione dei prezzi, le pressioni sui prezzi hanno registrato un lieve recupero; le variazioni percentuali sui dodici mesi delle quotazioni delle materie prime petrolifere e non petrolifere sono passate in territorio positivo in febbraio e hanno continuato ad aumentare in marzo.

Gli andamenti recenti della dinamica salariale continuano a confermare il quadro di un graduale accumulo delle pressioni inflazionistiche interne.

Nel quarto trimestre del 2018, la crescita tendenziale dei redditi per occupato è stata pari al 2,2 per cento, mantenendosi su livelli superiori in confronto alla sua media di lungo periodo. Il calo rispetto al 2,5 per cento del trimestre precedente è dovuto ai pagamenti una tantum corrisposti in quel trimestre. A fronte dell'ulteriore crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali, dal 2,1 del terzo trimestre al 2,2 per cento del quarto trimestre del 2018, il calo della crescita dei redditi per occupato si è riflessa in un wage drift (slittamento salariale) più contenuto. Più in generale, gli indicatori di crescita salariale si attestano al momento su livelli notevolmente più elevati rispetto alla prima metà del 2016. Tali andamenti sono in linea con il progressivo rafforzamento del mercato del lavoro.

I margini di profitto hanno in parte assorbito l'impatto che la pressione crescente derivante dai costi salariali esercita sugli andamenti di fondo complessivi dei prezzi interni.

Le pressioni sui prezzi rilevate dal costo del lavoro per unità di prodotto hanno continuato a intensificarsi nel quarto trimestre del 2018, riflettendo principalmente un ulteriore indebolimento della crescita della produttività del lavoro. Tuttavia, la variazione percentuale sui dodici mesi del deflatore del PIL è rimasta pressoché stabile, collocandosi nel 2018 tra l'1,3 e l'1,5 per cento, mentre il complessivo indebolimento congiunturale, assieme al deteriorarsi delle ragioni di scambio (connesso soprattutto ai passati rialzi dei corsi petroliferi), hanno pesato sugli andamenti dei margini di profitto.

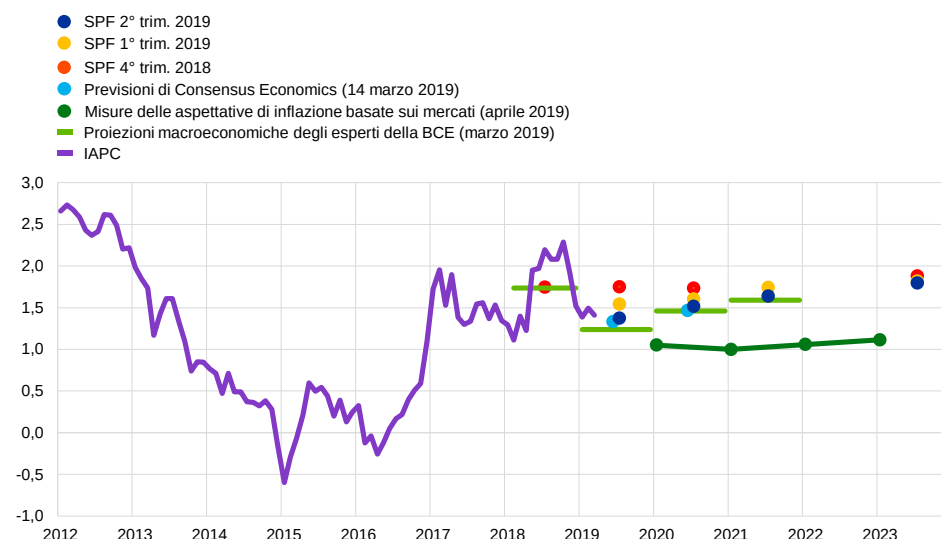
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono diminuite, mentre quelle basate sulle indagini campionarie sono rimaste stabili. Il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,36 per cento, ossia circa 15 punti base al di sotto dei livelli osservati all'inizio di marzo (cfr. grafico 8). Nonostante il suo ulteriore calo, che prosegue un trend al ribasso iniziato nel novembre 2018, la probabilità neutrale al rischio di valori negativi per il tasso medio di inflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, resta trascurabile. Ciononostante, il profilo delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a

segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno solo graduale a livelli di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento. Secondo l'[indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali](#) (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il secondo trimestre del 2019, le aspettative di inflazione complessiva media per l'area dell'euro si collocano all'1,4 per cento per il 2019, all'1,5 per il 2020 e all'1,6 per il 2021. Ciò implica revisioni al ribasso di 0,1 punti percentuali per ciascuno di questi anni rispetto alla precedente rilevazione, che rispecchiano principalmente il peggioramento delle prospettive di crescita e gli inattesi andamenti negativi dell'inflazione registrati di recente. Secondo l'SPF, la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine rimane all'1,8 per cento.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

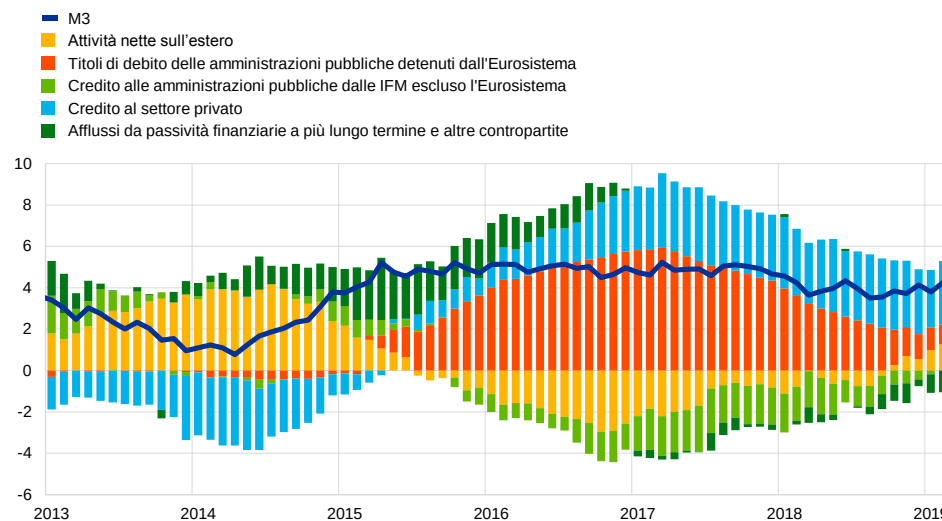
Note: l'indagine SPF per il secondo trimestre del 2019 è stata condotta tra il 18 e il 22 marzo 2019. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per l'inflazione ricavata dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 9 aprile 2019.

Nel mese di febbraio la crescita dell'aggregato monetario ampio ha segnato un recupero. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato fino al 4,3 per cento a febbraio, dal 3,8 di gennaio, continuando pertanto a oscillare sui livelli osservati dall'inizio del 2018 (cfr. grafico 9). La cessazione degli acquisti netti di attività alla fine del 2018 ha comportato un impatto positivo più contenuto del programma di acquisto di attività (PAA) sulla crescita di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, principale contributo alla crescita di M3 dal punto di vista delle componenti, è aumentato fino al 6,6 per cento a febbraio, in rialzo dal 6,2 per cento di gennaio. Dato che la crescita di M1 in termini reali tende ad anticipare la crescita del PIL reale di circa un anno (cfr. il riquadro 4 *La capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale nell'area dell'euro*), questi andamenti sono coerenti con l'attuale moderazione dell'attività economica reale. In prospettiva, l'attuale livello di crescita di M1 in termini reali indica una bassa probabilità di recessione nell'area dell'euro per l'anno a venire.

Grafico 9

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2019.

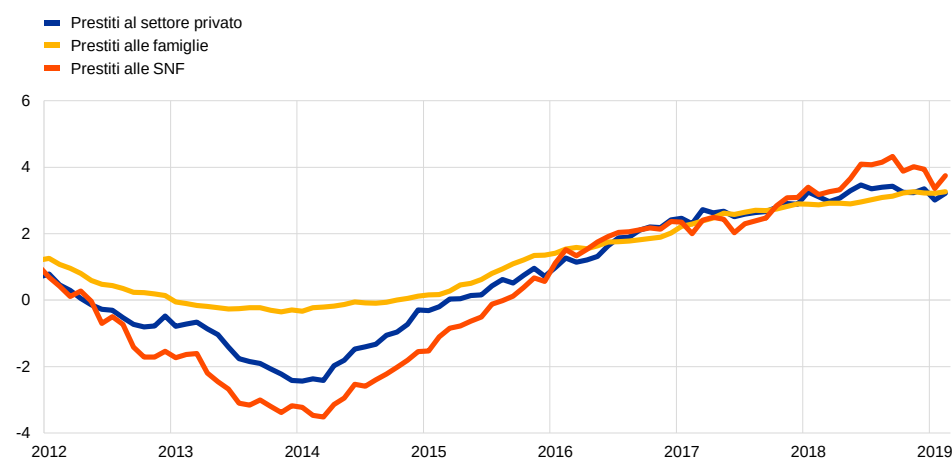
La crescita di M3 ha continuato a evidenziare una buona tenuta a fronte del venire meno del contributo del PAA. Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo alla crescita di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 9), in un contesto contraddistinto dalla menzionata conclusione degli acquisti netti nell'ambito del PAA. Fino a ottobre 2018 ciò è stato ampiamente controbilanciato da un incremento dell'apporto del credito al settore privato (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 9). Sebbene il credito al settore privato sia rimasto la maggiore determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio, il suo contributo ha registrato una stagnazione. A partire da ottobre 2018, alla tenuta della crescita di M3 ha contribuito un apporto sempre più positivo delle attività nette

sull'estero (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 9), che fra le altre cose riflette una ridotta preferenza da parte degli investitori dell'area dell'euro per le attività straniere, e una diminuzione del freno derivante dal credito alle amministrazioni pubbliche erogato da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema (cfr. le aree verde chiaro degli istogrammi nel grafico 9). Al tempo stesso, un aumento nell'emissione di titoli di debito a più lungo termine da parte delle IFM ha lievemente frenato la creazione di moneta (cfr. le aree verde scuro degli istogrammi nel grafico 9).

Dopo un calo a gennaio, la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è tornata ad aumentare a febbraio. 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 salito al 3,2 per cento a febbraio dal 3,0 per cento di gennaio (cfr. grafico 10). Ciò è dovuto a una ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF, salito al 3,7 per cento a febbraio dal 3,4 per cento di gennaio, principalmente per un effetto base. Al di là della volatilità di breve periodo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha mostrato un profilo discendente negli ultimi mesi, riflettendo la tipica reazione ritardata al rallentamento dell'attività economica osservata a partire dall'inizio del 2018. Allo stesso tempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,3 per cento a febbraio. L'aumento della crescita dei prestiti è stato favorito dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), nonché dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno realizzato progressi nel consolidamento dei bilanci, sebbene il volume dei crediti deteriorati in alcuni paesi rimanga elevato e possa limitare l'intermediazione finanziaria².

Grafico 10
Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

² Cfr. anche il capitolo 3 del numero di novembre 2018 della *Financial Stability Review* della BCE.

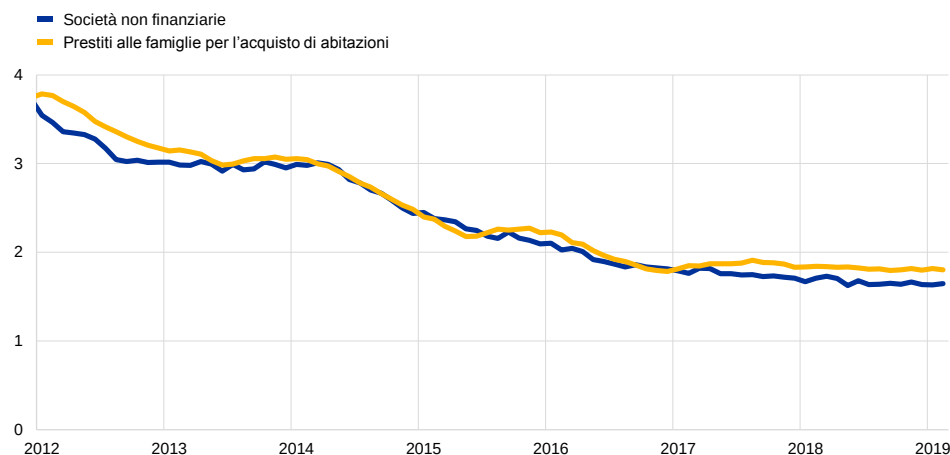
Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2019, la crescita dei prestiti ha continuato a essere sostenuta da favorevoli condizioni complessive di prestito applicate dalle banche e dall'aumento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Nel primo trimestre del 2019 i criteri per la concessione del credito alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati, dimostrandosi lievemente più favorevoli di quanto le banche si aspettassero nella precedente rilevazione. Al tempo stesso, si è verificato un inasprimento delle condizioni per la concessione del credito alle famiglie. Il costo del finanziamento e i vincoli di bilancio delle banche hanno contribuito all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito per tutte le categorie di prestiti, mentre le pressioni concorrenziali hanno continuato a contribuire al loro allentamento. La domanda netta di prestiti alle imprese si è mantenuta stabile nel primo trimestre del 2019, dopo essere aumentata a partire dal secondo trimestre del 2015, ed è stata principalmente sostenuta dal basso livello generale dei tassi di interesse. Al tempo stesso, la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare nel primo trimestre del 2019, anch'essa spinta principalmente dal basso livello generale dei tassi di interesse. Le banche dell'area dell'euro hanno ancora una volta confermato che per loro negli ultimi sei mesi l'impatto del programma di acquisto di attività della BCE, inclusi gli acquisti netti di attività dell'Eurosistema effettuati fino a dicembre 2018, è stato positivo in termini di posizione di liquidità e di condizioni di finanziamento sul mercato, e negativo in termini di redditività. Il PAA ha esercitato un effetto di allentamento sui termini e sulle condizioni del credito bancario e un impatto positivo sui volumi di prestito. Inoltre, mentre il tasso negativo sui depositi presso la BCE ha avuto un impatto avverso sul margine di interesse netto delle banche, esso ha continuato a sostenere i prestiti.

Le condizioni di finanziamento molto favorevoli hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro. A febbraio 2019 il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF si è mantenuto sostanzialmente stabile all'1,65 per cento, prossimo al minimo storico di maggio 2018. Nello stesso mese, il tasso composito sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni è rimasto stabile all'1,80 per cento, anch'esso vicino al minimo storico risalente a dicembre 2016 (cfr. grafico 11). I tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa, e maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato, dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF e alle piccole imprese (supponendo che i prestiti di entità molto contenuta, fino a 250.000 euro, siano concessi principalmente a piccole imprese) è risultata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che sono stati più esposti alla crisi finanziaria. Ciò indica una più uniforme trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 11

Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

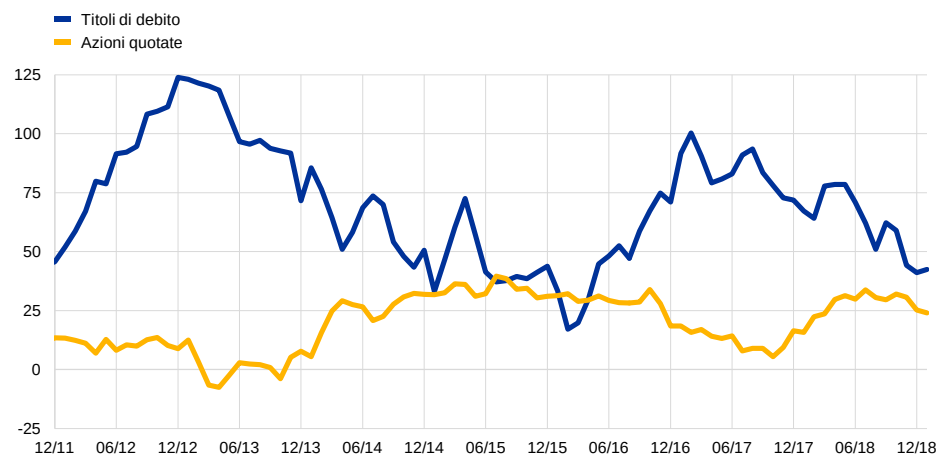
A gennaio 2019, l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro ha recuperato parte del calo subito durante l'ultimo trimestre del 2018.

Gli ultimi dati della BCE indicano che, su base netta, il flusso complessivo dei titoli di debito emessi dalle SNF a gennaio 2019 è tornato positivo, dopo essere stato negativo negli ultimi due mesi del 2018. Ciò è in linea con gli andamenti stagionali osservati negli ultimi anni, nei quali le emissioni all'inizio dell'anno hanno tendenzialmente recuperato dopo un periodo di debolezza negli ultimi mesi dell'anno precedente. Da una prospettiva maggiormente orientata al medio periodo (cfr. grafico 12), a gennaio 2019 i flussi annuali di titoli di debito erano lievemente al di sopra di 40 miliardi di euro, prossimi al livello su cui sembrano essersi stabilizzati a partire da novembre 2018. I dati di mercato disponibili indicano che i flussi netti di titoli di debito emessi si sono mantenuti relativamente significativi a febbraio ma hanno subito una moderazione a marzo 2019, pur rimanendo positivi. A gennaio 2019 l'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF ha continuato a diminuire rispetto al suo recente picco nell'estate del 2018. Ciononostante, i flussi annui di emissione netta di azioni quotate si sono mantenuti elevati e prossimi ai livelli registrati nel 2014.

Grafico 12

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

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

A gennaio 2019 i costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro sono scesi lievemente dal livello registrato alla fine dell'anno precedente.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è sceso al 4,7 per cento a gennaio e, secondo le previsioni, dovrebbe essere diminuito ulteriormente in modo significativo sia a febbraio sia a marzo 2019. A marzo 2019 il costo del finanziamento dovrebbe collocarsi solo circa 16 punti base al di sopra del minimo storico registrato a dicembre 2014 e ben al di sotto rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014. Il calo stimato del costo del finanziamento dalla fine del quarto trimestre del 2018 rispecchia una diminuzione sia del costo del capitale di rischio sia del costo dei titoli di debito emessi sul mercato. Il calo di entrambe le misure è principalmente riconducibile alla diminuzione del tasso privo di rischio a lungo termine e, in misura lievemente minore, al calo dei premi per il rischio.

Riquadri

1 Indicazioni fornite dal ciclo tecnologico all'economia internazionale

a cura di Marcel Tirpák

La maturazione del ciclo tecnologico è stata uno dei fattori alla base del considerevole rallentamento del commercio in Cina al volgere dell'anno.

L'argomento relativo al ciclo tecnologico discende dal fatto che la Cina e le altre principali economie asiatiche, quali il Giappone, sono strettamente integrate tramite le filiere produttive che puntano, in particolar modo, a produrre computer e altri apparati elettronici: il settore delle apparecchiature tecnologiche³. La maturazione del ciclo tecnologico potrebbe riflettere una serie di fattori: potrebbe essere associata a determinanti di carattere più strutturale specifiche del settore, come l'eventualità di un crescente livello di saturazione nel mercato mondiale degli smartphone e dei nuovi data center, o essere connessa a mini-cicli legati all'introduzione di nuovi modelli di prodotti tecnologici, o potrebbe segnalare, più in generale, un punto di svolta nel ciclo economico mondiale. Il presente riquadro passa in rassegna le caratteristiche base del settore tecnologico asiatico e illustra come esso abbia svolto un ruolo importante nel recente indebolimento del commercio cinese. Al tempo stesso, suggerisce anche che la tendenza del ciclo tecnologico mondiale associata a un commercio asiatico più debole potrebbe aver raggiunto un punto di svolta.

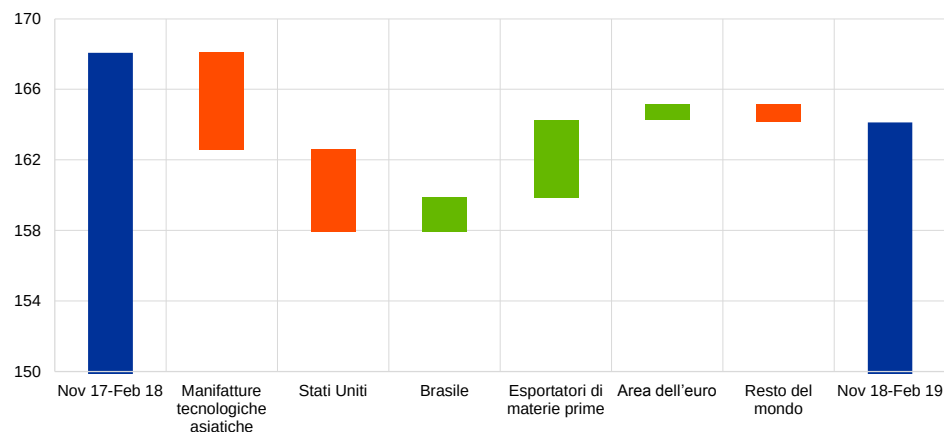
Buona parte dell'indebolimento delle importazioni cinesi negli ultimi mesi è riconducibile al rallentamento di quelle di beni da altre economie asiatiche principali (cfr. grafico A). Anche le importazioni dagli Stati Uniti sono diminuite, in parte in conseguenza del fatto che i dazi ritorsivi sulla soia hanno trasferito la domanda cinese del prodotto verso il Brasile. Al contempo, vi è stato un significativo incremento delle importazioni di varie materie prime, compreso il greggio, da parte delle Cina.

³ Ai fini del presente riquadro, si usa "settore delle apparecchiature tecnologiche" per indicare la produzione di computer, prodotti di elettronica e apparecchi elettrici.

Grafico A

Importazioni cinesi per paese e regioni di esportazione

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: dogane cinesi tramite Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

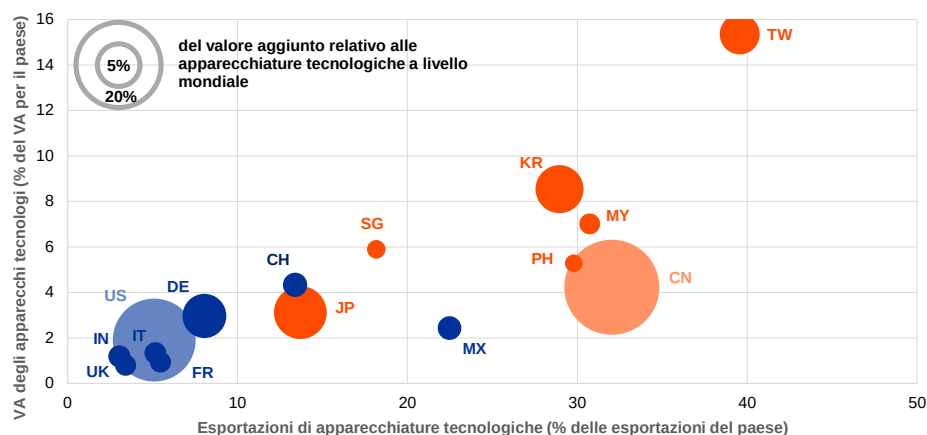
Note: le importazioni cinesi totali in termini nominali sono rappresentate dagli istogrammi blu e i paesi e le regioni di esportazione dagli istogrammi rossi e verdi. Le importazioni cinesi dal primo al secondo periodo per ciascun paese e regione sono rappresentate da istogrammi rossi (se inferiori) e verdi (se superiori). "Manifatture tecnologiche asiatiche" indica Giappone, Corea, Malaysia, Singapore, Taiwan, Thailandia e Vietnam. "Manifatture tecnologiche asiatiche" include tutte le economie emergenti esportatrici di materie prime, nonché Australia, Canada, Nuova Zelanda e Norvegia.

La Cina e le altre economie asiatiche si sono specializzate nella produzione di apparecchiature tecnologiche e soddisfano circa la metà della domanda di tali prodotti a livello mondiale. La Cina rappresenta da sola più di un quarto del valore aggiunto del settore a livello mondiale. La struttura delle economie asiatiche, con un'eccezione significativa rappresentata dall'India, che si è specializzata nei servizi informatici, è orientata alla produzione di apparecchi tecnologici. Questo settore rappresenta, in media, il 7 per cento circa del valore aggiunto totale nella regione. Un elevato grado di specializzazione nella produzione di apparecchi tecnologici è ancor più pronunciato se si considerano le esportazioni, laddove tali prodotti rappresentano, in media, più di un quarto dei beni esportati dalla regione (cfr. grafico B). L'Asia predomina nel settore delle apparecchiature tecnologiche anche nel panorama mondiale; rappresenta circa la metà del valore aggiunto mondiale del settore e oltre due terzi delle esportazioni mondiali di apparecchi tecnologici. Le esportazioni asiatiche di tali apparecchi rappresentano il 10 per cento dell'interscambio mondiale totale.

Grafico B

La specializzazione nel settore delle apparecchiature tecnologiche è comune tra le economie asiatiche

(valori percentuali, indice: 2015)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: "Settore delle apparecchiature tecnologiche" indica "Computer, prodotti di elettronica e apparecchiature elettriche" (D26T27) nella banca dati Trade in Value Added dell'OCSE. La grandezza dei cerchi sul grafico si riferisce alla quota di valore aggiunto di ciascun paese sul totale del valore aggiunto delle apparecchiature tecnologiche a livello mondiale. I paesi asiatici sono rappresentati in rosso.

La filiera produttiva asiatica delle apparecchiature tecnologiche collega economie avanzate ed emergenti con la Cina, il maggior produttore di beni finali.

Il Giappone e la Corea sono collocati a monte della filiera produttiva e, assieme a Taiwan, si specializzano nella produzione di semiconduttori e chip. La Cina resta il principale assemblatore di prodotti finali nonostante un netto calo dell'intensità delle importazioni. Il contenuto di beni importati nella sua produzione di apparecchiature tecnologiche che vengono poi riesportate è sceso nel 2015 al 27 per cento dal 40 di appena un decennio fa, indicando un calo nella sua dipendenza dai beni intermedi forniti dalla regione. La posizione relativa di un paese nella filiera produttiva determina se gli andamenti macroeconomici interni possono fornire segnali utili anche per le tendenze mondiali.

Dopo il punto di svolta raggiunto all'inizio del 2018, in prospettiva lo scenario più plausibile per il ciclo tecnologico mondiale sembrerebbe quello di un rallentamento ordinato seguito da una certa stabilizzazione.

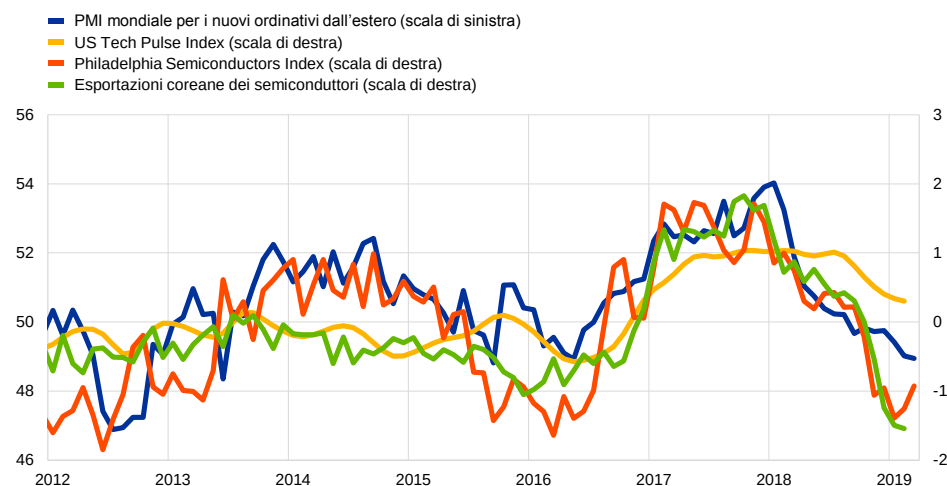
Gli indicatori recenti del ciclo della produzione tecnologica indicano un rallentamento a livello mondiale (cfr. grafico C). Tuttavia, vi sono segnali di stabilizzazione nel periodo a venire. In primo luogo, le attese dei mercati finanziari riguardo agli andamenti settoriali nella regione, approssimati dal Philadelphia Semiconductors Index (cfr. grafico C, linea rossa), indicano il raggiungimento di un punto di minimo quest'anno, dopo il calo del 2018. In secondo luogo, mentre il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è rimasto al di sotto della soglia tra espansione e contrazione fissata a 50, negli ultimi mesi il ritmo di decremento di tale valore è stato significativamente più contenuto rispetto alla prima metà del 2018. Anche se riguarda una serie più ampia di prodotti esportati, esso mostra anche una correlazione discretamente elevata con i corsi azionari del settore e potrebbe quindi offrire ulteriori evidenze di stabilizzazione nel settore delle apparecchiature tecnologiche a livello mondiale. In terzo luogo, le esportazioni coreane di semiconduttori, spesso usate

come ulteriore indicatore anticipatore dell'attività nel settore, hanno dato di recente segnali di stabilizzazione. Segnalano un limitato indebolimento della dinamica espansiva del settore anche indici più generali dell'attività nel settore tecnologico, pubblicati con un ritardo lievemente maggiore (tra cui lo US Tech Pulse Index), così come l'interscambio mondiale delle componenti elettroniche. Nel complesso, quindi, la maturazione del ciclo tecnologico mondiale sembrerebbe riflettere, in parte, un periodo di crescita abbastanza eccezionale nel 2017, legato agli ingenti investimenti nell'ampliamento delle capacità dei data center a livello mondiale. Nonostante un elevato grado di incertezza, una stabilizzazione progressiva sembra attualmente lo scenario più probabile.

Grafico C

Monitoraggio del “ciclo tecnologico” mondiale

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Markit, Thomson Financial Datastream, FRED, KITA ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni percentuali sul periodo corrispondente per lo US Tech Pulse Index, il Philadelphia Semiconductor Index e le esportazioni coreane dei semiconduttori sono mean-variance adjusted. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2019 (PMI, Philadelphia Semiconductor Index) e febbraio 2019 (US Tech Pulse Index, esportazioni coreane dei semiconduttori).

Le valute dei mercati emergenti: il ruolo della propensione globale al rischio, del dollaro statunitense e dei fattori interni

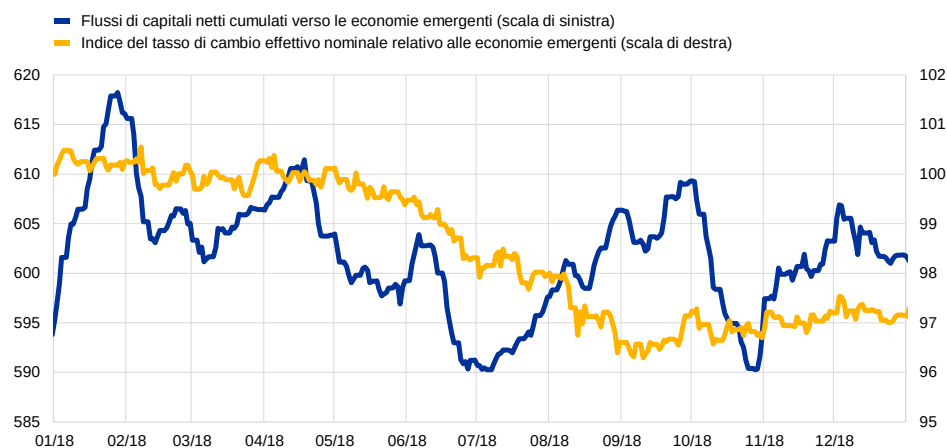
a cura di Massimo Ferrari

I movimenti dei tassi di cambio rispetto al dollaro statunitense rappresentano un importante fattore che informa le prospettive per le economie emergenti, in quanto un'ampia quota del credito, degli scambi commerciali e del debito di tali economie è denominata in dollari. Brusche oscillazioni nei tassi di cambio delle economie emergenti sono generalmente associate a deflussi di capitale, inasprimento delle condizioni di finanziamento e maggiore instabilità finanziaria. Tuttavia, dal momento che il vigore relativo di tali valute è determinato congiuntamente da dinamiche interne e di carattere internazionale, i fattori alla base di questi movimenti sono difficili da distinguere. Il presente riquadro introduce una metodologia volta a individuare le quattro determinanti principali delle oscillazioni dei tassi di cambio nelle economie emergenti: gli effetti di propagazione degli shock statunitensi, la propensione al rischio a livello mondiale, gli effetti dei tassi di interesse e gli shock idiosincratici interni. Tale metodologia viene impiegata per analizzare i fattori alla base del forte deprezzamento e della successiva ripresa delle valute dei mercati emergenti nel corso del 2018.

Grafico A

Evoluzione degli afflussi netti di capitali e dei tassi di cambio nelle economie emergenti

(scala di sinistra: miliardi di dollari; scala di destra: indice: 1° gennaio 2018 = 100)



Fonti: BCE, Institute of International Finance, JP Morgan ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice del tasso di cambio delle economie emergenti è il tasso di cambio effettivo nominale fornito da JP Morgan per tali economie, corrispondente alla media ponderata dei tassi di cambio delle economie emergenti. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 dicembre 2018.

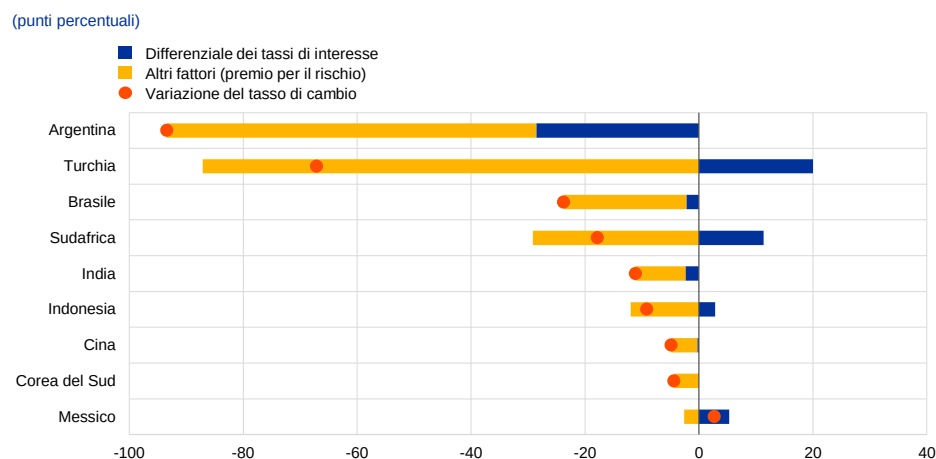
Tra gennaio e agosto 2018 le valute delle economie emergenti hanno subito un marcato deprezzamento. Nei primi otto mesi del 2018 le valute delle economie emergenti hanno registrato una forte ondata di vendite associata a deflussi di capitali e a una crescente volatilità dei mercati finanziari (cfr. grafico A). L'indice composito dei tassi di cambio effettivi nominali delle valute delle economie emergenti è sceso del 3,6 per cento tra gennaio e agosto di tale anno, mentre i tassi di cambio bilaterali

rispetto al dollaro statunitense hanno evidenziato una reazione molto più marcata, indebolendosi, in alcuni casi, di oltre il 20 per cento. Le brusche oscillazioni dei mercati finanziari in alcuni paesi hanno costituito una minaccia per la stabilità finanziaria, con potenziali effetti di propagazione alle economie avanzate. I forti deprezzamenti delle valute fanno crescere anche i costi di provvista per le economie emergenti, i cui sistemi finanziari generalmente accumulano liquidità in dollari statunitensi, riducendo le prospettive di crescita economica.

Considerati singolarmente, i differenziali dei tassi di interesse non giustificano i movimenti dei tassi di cambio. Secondo l'assunto teorico di parità scoperta dei tassi di interesse, i differenziali dei tassi di interesse determinano i movimenti dei tassi di cambio. Tale teoria postula che gli andamenti della differenza dei tassi di interesse tra due paesi determinano la variazione del tasso di cambio bilaterale, con la valuta ad alto rendimento che si deprezza rispetto a quella a basso rendimento. Nella pratica, tuttavia, gran parte dei movimenti dei tassi di cambio non è riconducibile ai differenziali dei tassi di interesse ed è spesso attribuibile a variazioni del premio per il rischio⁴. Il premio per il rischio è correlato a diversi fattori economici che non sono ben rilevati dai differenziali dei tassi di interesse a breve termine, tra cui, ad esempio, alcune misure della propensione al rischio degli investitori o della volatilità del mercato. I differenziali dei tassi di interesse, in realtà, spiegano solo in misura molto ridotta le variazioni dei tassi di cambio nelle economie emergenti rispetto al dollaro statunitense nel 2018 (cfr. grafico B).

Grafico B

Contributo dei differenziali dei tassi di interesse e di altri fattori ai movimenti dei tassi di cambio rispetto al dollaro statunitense



Fonti: Haver Analytics, Board of Governors del Federal Reserve System, Global Financial Data ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi blu mostrano i contributi dei differenziali dei tassi di interesse alla variazione dei tassi di cambio bilaterali rispetto al dollaro statunitense (espressi in dollari per unità di valuta locale) da gennaio ad agosto 2018. I contributi sono calcolati a partire da una regressione delle variazioni giornaliere del tasso di cambio bilaterale sui differenziali dei tassi di interesse tra il paese in questione e gli Stati Uniti. Il tasso di interesse utilizzato è quello del mercato monetario a breve termine. La componente "altri fattori" rappresenta il residuo di tale regressione. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 agosto 2018.

⁴ Cfr. ad esempio, Fama, E.F., "Forward and spot exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, vol. 14, n. 3, 1984, pagg. 319-338; Evans, M., "Exchange-Rate Dark matter", *Working Papers*, Georgetown University, 2012; oppure Engel, C., Nelson, M. e West, K., "Factor Model Forecasts of Exchange Rates", *Econometric Reviews*, vol. 34(1-2), 2015, pagg. 32-55.

Una migliore comprensione dei fattori alla base dei movimenti valutari è fornita da un modello che integra la regressione standard dei tassi di interesse con misure della propensione al rischio a livello mondiale e fattori di origine statunitense.

Oltre ai tassi di interesse, due principali forze determinano i movimenti valutari nelle economie emergenti: le variazioni della propensione al rischio a livello mondiale e gli effetti di propagazione derivanti dagli andamenti economici negli Stati Uniti. La propensione globale al rischio influisce sulle valute nella misura in cui una maggiore propensione al rischio tra gli operatori di mercato tende a generare afflussi di capitali verso i mercati emergenti, provocando un apprezzamento dei tassi di cambio. Anche la particolare posizione del dollaro statunitense nel sistema monetario internazionale svolge un ruolo importante. Quando il dollaro è forte, ovvero nei periodi in cui l'economia statunitense è caratterizzata da dinamiche di crescita positive e tassi di interesse elevati, i capitali tendono a defluire dalle economie emergenti verso gli Stati Uniti e le valute delle economie emergenti a deprezzarsi. È attraverso questo canale che gli shock negli Stati Uniti si propagano alle economie emergenti.

Verdelhan (2018)⁵ fornisce un semplice sistema di riferimento per valutare la significatività relativa di ciascuna delle due forze che determinano i movimenti valutari nelle economie emergenti⁶.

Il modello standard, in cui le variazioni del tasso di cambio sono correlate ai differenziali dei tassi di interesse, viene integrato con due componenti. La prima, che può essere definita “fattore dollaro”, mira a identificare l'effetto degli andamenti economici negli Stati Uniti sulle valute dei mercati emergenti. Viene calcolata inserendo nella regressione una componente che misura la variazione media dei tassi di cambio delle economie emergenti rispetto al dollaro statunitense. Dal momento che ci si potrebbe attendere che uno shock squisitamente statunitense produca un effetto simile su tutti i tassi di cambio bilaterali del dollaro statunitense, l'esame delle variazioni comuni a un certo numero di questi tassi di cambio dovrebbe rivelare shock specifici del dollaro statunitense⁷. La seconda componente tiene conto dei movimenti valutari nelle economie emergenti originati da rischi e non direttamente da shock di provenienza statunitense ed è generalmente definita in letteratura “carry trade”. Corrisponde alla differenza tra le variazioni del tasso di cambio delle valute ad alto rendimento e quelle delle valute a basso rendimento. Quando gli investitori intraprendono operazioni di carry trade, ovvero vendono attività denominate in valute a basso rendimento per acquistarne in valute ad alto rendimento, si espongono ai rischi di carattere globale attraverso il tasso di cambio. Ciò avviene perché le valute ad alto tasso di interesse tendono a deprezzarsi nei periodi di rallentamento economico o caratterizzati da un clima di avversione al rischio. Pertanto, quando cresce il rischio globale, la differenza tra i rendimenti dei tassi di cambio dei due portafogli aumenta, rendendo automaticamente tale componente fortemente correlata al rischio globale. Aggiungendo queste due variabili al modello di base, aumenta significativamente la

⁵ Verdelhan, A., “The Share of Systemic Variation in Bilateral Exchange Rates”, *Journal of Finance*, vol. 73, n. 1, 2018.

⁶ Questo modello è progettato per analizzare le valute in regime di fluttuazione dei paesi con libera circolazione dei capitali. Chiaramente, se il tasso di cambio è controllato (ad esempio perché ancorato al dollaro statunitense) le sue variazioni non sono direttamente riconducibili agli andamenti macroeconomici.

⁷ La media semplice dei tassi di cambio bilaterali è preferibile al tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense poiché quest'ultimo può essere determinato da shock ai tassi di cambio bilaterali relativi ai grandi partner commerciali degli Stati Uniti.

quota della variazione delle valute delle economie emergenti che può essere ricondotta a tali fattori⁸. L'elemento residuo non riconducibile a fattori di origine statunitense o di carattere mondiale riflette andamenti specifici dei singoli paesi. Può includere andamenti non interamente rilevati dai tassi del mercato monetario a breve termine, come l'instabilità politica interna, variazioni delle aspettative sul percorso futuro dell'economia domestica o il clima di fiducia nei confronti della valuta.

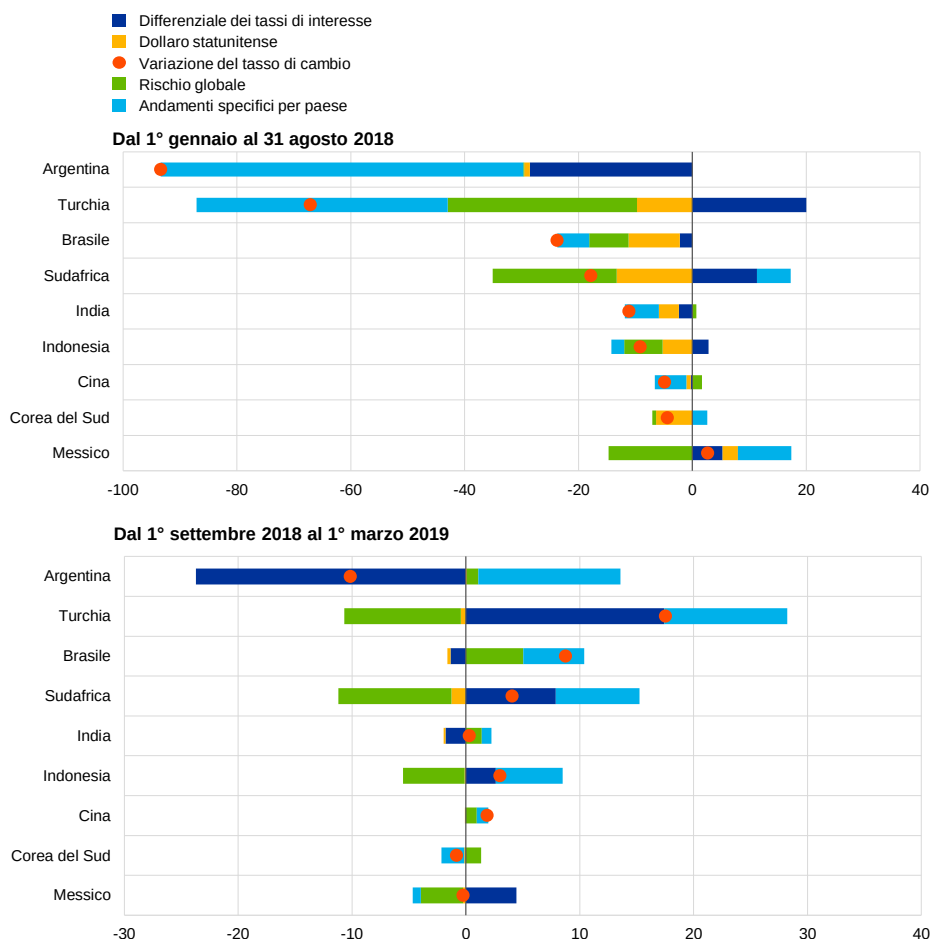
Questo modello sembra indicare che l'ondata di vendite verificatesi nei primi otto mesi del 2018 è stata determinata in prevalenza da effetti di propagazione di provenienza statunitense e dalla crescente avversione al rischio su scala mondiale (cfr. grafico C). Nel periodo fino ad agosto 2018, la scomposizione evidenzia due principali determinanti del deprezzamento delle valute delle economie emergenti rispetto al dollaro statunitense: gli effetti di propagazione degli shock statunitensi e il rischio globale. Ciò è in linea con l'inasprimento delle condizioni finanziarie nei mercati emergenti e l'aumento dei rendimenti statunitensi osservati nello stesso periodo. Notevoli anomalie si evidenziano in Turchia e in Argentina, dove le tensioni politiche interne sono probabilmente la principale origine degli andamenti dei tassi di cambio. Il modello mostra inoltre che le politiche monetarie interne, finalizzate ad aumentare i differenziali dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti, si sono rivelate ampiamente inadeguate ad ammortizzare gli effetti dei fattori di origine statunitense e di respiro mondiale che hanno determinato il deprezzamento delle valute.

⁸ I regressori aggiuntivi accrescono l'adattamento dei dati nel periodo di stima (in-sample fit), che dallo 0,02 per cento aumenta al 27 per cento sull'intero campione e quasi al 40 per cento per le economie avanzate.

Grafico C

Contributi al deprezzamento e al recupero delle valute dei mercati emergenti rispetto al dollaro statunitense

(punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Board of Governors del Federal Reserve System, Global Financial Data ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi mostrano i contributi alla varianza in base a una regressione delle variazioni dei tassi di cambio rispetto al dollaro statunitense (espressi in dollari statunitensi per unità di valuta locale) sui differenziali dei tassi di interesse, del fattore dollaro e del fattore "carry trade" con frequenza giornaliera. Il tasso di interesse utilizzato è quello del mercato monetario a breve termine. L'ultima rilevazione si riferisce al 1° marzo 2019.

La successiva ripresa, d'altra parte, sembra sia stata determinata principalmente da reazioni nelle politiche interne attuate dai paesi emergenti e da andamenti idiosincratici positivi (cfr. grafico C). La scomposizione evidenzia che il rischio globale ha continuato a esercitare una pressione al ribasso sulle valute delle economie emergenti. Tuttavia, il fattore dollaro ha svolto un ruolo meno prominente a partire da agosto 2018, a indicazione del fatto che, a partire da tale data, gli andamenti negli Stati Uniti non hanno generato ulteriori effetti di propagazione sulle valute dei mercati emergenti. D'altra parte, tali valute sono state tendenzialmente sostenute da fattori nazionali specifici; ciò indicherebbe che, nelle economie emergenti, le condizioni interne sono divenute lievemente più favorevoli e le prospettive di crescita sono migliorate dopo la turbolenza dei mercati finanziari osservata nell'estate del 2018.

I fattori alla base dell'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro verificatosi nel 2018

a cura di Lena Boneva, Gregory Kidd e Ine Van Robays

Nel corso del 2018 i differenziali sulle obbligazioni societarie hanno registrato una tendenza al rialzo a livello mondiale. I differenziali sulle obbligazioni delle società non finanziarie (SNF) di tipo investment grade dell'area dell'euro sono cresciuti di circa 60 punti base raggiungendo un livello massimo di poco superiore all'1 per cento, prossimo ai livelli prevalenti prima dell'annuncio del programma di acquisto di attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) da parte della BCE a marzo 2016 (cfr. grafico A). I differenziali sul debito delle SNF di tipo non investment grade si sono ampliati in maniera più significativa, di circa 200 punti base, giungendo sino al 4 per cento circa. L'incremento tendenziale dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF nell'area dell'euro ha riflettuto gli andamenti nei mercati mondiali delle obbligazioni societarie: negli Stati Uniti e nel Regno Unito i differenziali sono aumentati rispettivamente di circa 80 e 60 punti base nel medesimo arco temporale, toccando l'1,80 e il 2,10 per cento. Dall'inizio dell'anno i differenziali sulle obbligazioni delle SNF a livello mondiale, pur registrando un'inversione di tendenza che ha in gran parte bilanciato l'incremento osservato nel corso del 2018, restano comunque a livelli elevati rispetto a quelli prevalenti nel 2017. Inoltre, l'andamento sostanzialmente sincrono dei differenziali a livello mondiale in questo arco temporale sembra riconducibile a un fattore comune a livello globale, piuttosto che a una determinante specifica dell'area dell'euro.

Grafico A

Differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade a livello mondiale

(punti base)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indici includono soltanto le obbligazioni senior non garantite. La linea verticale indica l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016. Gli indici relativi agli Stati Uniti e al Regno Unito fanno riferimento a società che emettono obbligazioni in dollari statunitensi o in sterline e non si limitano strettamente a società aventi sede negli Stati Uniti o nel Regno Unito.

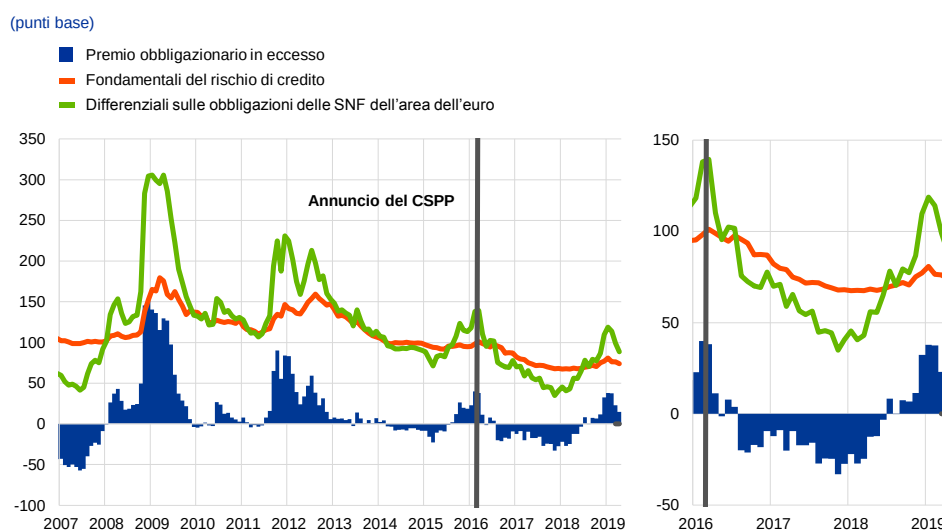
Ultima rilevazione: 29 marzo 2019.

Le variazioni dei fondamentali del rischio di credito sottostante sono in grado di spiegare solo una piccola parte dell'incremento dei differenziali sulle

obbligazioni dei titoli societari dell'area dell'euro verificatosi nel 2018. Un modello dei differenziali sulle obbligazioni dei titoli societari delle SNF che li scompone in fondamentali del rischio di credito e in una componente residua, il premio obbligazionario eccedente (Excess Bond Premium, EBP), identifica quest'ultimo come la principale determinante dell'andamento registrato nel 2018 (cfr. grafico B)⁹. Tale componente residua dà conto delle determinanti dei differenziali creditizi non legate ai fondamentali del rischio di credito, misurate nel modello attraverso le frequenze di insolvenza attese e le variazioni dei rating creditizi. Conseguentemente, il recente rallentamento della crescita macroeconomica nell'area dell'euro deve ancora tradursi in un abbassamento dei rating creditizi o in un aumento delle insolvenze societarie attese.

Grafico B

Scomposizione dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF dell'area dell'euro in fondamentali del rischio di credito e premio obbligazionario in eccesso



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

Note: per premio obbligazionario eccedente si intende la deviazione del differenziale di rendimento delle obbligazioni societarie rispetto al rischio di credito dell'emittente. Cfr. De Santis R.A., "Unobservable country bond premia and fragmentation", *Journal of International Money and Finance*, vol. 82, numero C, 2018, pagg. 1-25.

Ultima rilevazione: marzo 2019.

Un'analisi più approfondita suggerisce che gli effetti di propagazione generati negli Stati Uniti e un aumento dell'avversione al rischio su scala mondiale siano i principali fattori che hanno contribuito all'ampliamento dei differenziali, mentre un ruolo più limitato è stato svolto dal deterioramento delle prospettive macroeconomiche dell'area dell'euro. Viene stimato un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) che incorpora restrizioni di segno su movimenti di prezzo trasversali a varie attività negli Stati Uniti e variabili relative all'area dell'euro al fine di individuare shock macroeconomici e monetari, nonché shock aventi origine negli Stati Uniti e un fattore di rischio globale (cfr. grafico C)¹⁰. Tutti gli shock individuati hanno

⁹ Nello specifico, il modello si basa sull'assunto che il (logaritmo del) differenziale creditizio per una particolare obbligazione sia legato in maniera lineare a: a) il rischio di credito misurato dalla somma dei rating creditizi e dalle frequenze di insolvenza attese; b) altri fattori di rischio misurati dalla somma della cedola, della durata finanziaria e del valore nominale; c) una componente residua.

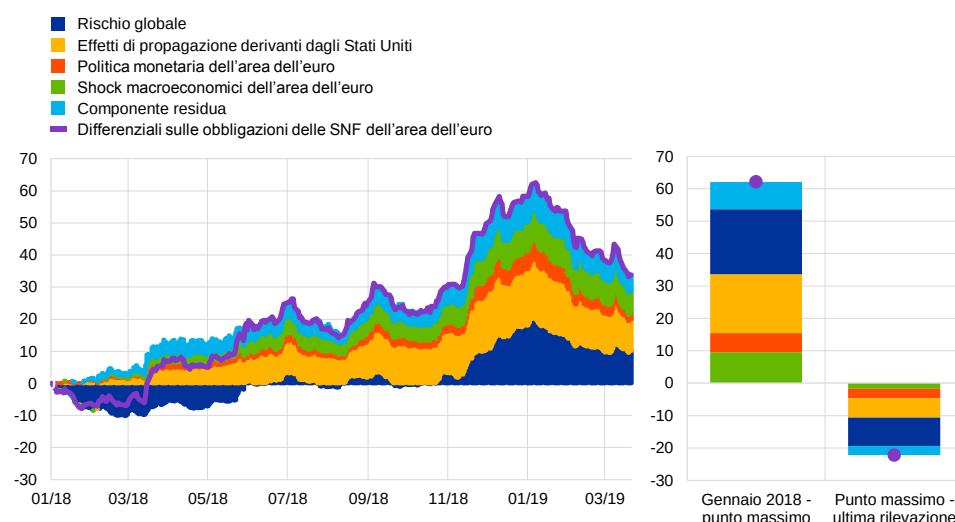
¹⁰ Il modello è stimato utilizzando il BEAR toolbox; cfr. Alistair Dieppe, Björn van Roye e Romain Legrand, "BEAR toolbox", *Working Paper Series*, n. 1934, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2016.

esercitato una pressione al rialzo sui differenziali delle obbligazioni societarie emesse dalle SNF dell'area dell'euro nel corso del 2018. Inoltre, i due principali fattori che in gran parte spiegano l'ampliamento dei differenziali sembrano essere gli effetti di propagazione provenienti dagli Stati Uniti e il relativo fattore di rischio a livello mondiale. Anche il deterioramento delle prospettive macroeconomiche dell'area dell'euro ha fornito una spinta al rialzo, ma in misura più limitata.

Grafico C

Scomposizione dei differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro da gennaio 2018

(punti base)



Fonte: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il livello massimo si riferisce al 4 gennaio 2019. Gli shock strutturali sono individuati utilizzando restrizioni di segno su movimenti di prezzo trasversali a varie attività in un modello VAR bayesiano comprendente rendimenti obbligazionari privi di rischio a lungo termine (10 anni) dell'area dell'euro, corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, il cambio USD/EUR, il differenziale tra i rendimenti privi di rischio a lungo termine (10 anni) dell'area dell'euro e degli Stati Uniti e i differenziali sulle obbligazioni delle SNF dell'area dell'euro di tipo investment grade. Il modello è stimato utilizzando dati giornalieri a partire da luglio 2006. Ultima rilevazione: 21 marzo 2019.

Il fattore di rischio a livello mondiale ha un ruolo preponderante nello spiegare l'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni delle SNF del quarto trimestre del 2018. Anche altri mercati di attività rischiose hanno registrato un calo in questo periodo, come mostrato dalla significativa diminuzione dei corsi azionari delle SNF. Un modello dei dividendi attualizzati suggerisce che il calo dei corsi azionari non sia stato determinato principalmente da revisioni al ribasso delle aspettative degli analisti riguardo alla redditività futura delle società, ma da un incremento dei premi al rischio azionario. Pertanto l'incremento della componente legata al rischio a livello mondiale era probabilmente dovuto a un più generale deterioramento del clima di propensione al rischio nei vari mercati di attività rischiose. Alla base vi è stato molto probabilmente un aumento dell'incertezza macroeconomica e politica, soprattutto in relazione alle controversie nell'ambito del commercio mondiale. Dall'inizio dell'anno, il fattore di rischio a livello mondiale ha nuovamente assunto un ruolo preponderante nel determinare la riduzione dei differenziali, per effetto di un ritorno generalizzato del rischio su molti mercati di attività rischiose, compresi il mercato azionario e del credito. Tale andamento è stato indotto dal venir meno dei rischi percepiti e dal fatto che, in occasione della riunione di gennaio, il Federal Open Market Committee ha

comunicato che avrebbe adottato un approccio più prudente nei futuri aggiustamenti dei suoi tassi di riferimento.

Il contributo della politica monetaria dell'area dell'euro all'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie è limitato. Il modello BVAR suggerisce che solo 5 dei 60 punti base totali corrispondenti all'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie possono essere attribuiti alla politica monetaria dell'area dell'euro. Tale valutazione è confermata anche da altre evidenze: nel corso del 2018 sia i differenziali delle obbligazioni idonee ai fini del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), sia quelli delle obbligazioni non idonee, sono cresciuti in misura analoga. Ciò contrasta con gli andamenti registrati a seguito dell'annuncio del CSPP a marzo 2016, quando i differenziali delle obbligazioni idonee diminuirono in misura maggiore rispetto a quelli delle obbligazioni non idonee¹¹. Inoltre, i differenziali sulle obbligazioni delle SNF non hanno reagito in maniera tangibile agli annunci di politica monetaria della BCE nel periodo considerato. Infine, i riscontri aneddotici forniti dalle controparti di mercato indicano che la fine degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema era stata prevista con ampio anticipo e ha fatto soltanto da sfondo agli andamenti verificatisi nel corso del 2018, piuttosto che esserne la determinante principale.

A prescindere dall'incremento dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF nel 2018, le condizioni di finanziamento generali continueranno a essere molto favorevoli. Il finanziamento mediante emissione di debito sul mercato rappresenta soltanto una piccola percentuale delle fonti di finanziamento delle SNF. Poiché il costo delle altre fonti di finanziamento si è mantenuto più stabile, l'incremento del costo medio ponderato dei finanziamenti delle SNF è rimasto tutto sommato contenuto (cfr. grafico D)¹². Inoltre, le condizioni dell'offerta sui mercati primari delle obbligazioni societarie restano più positive, in termini di volumi di emissione, rispetto agli anni precedenti l'avvio del CSPP.

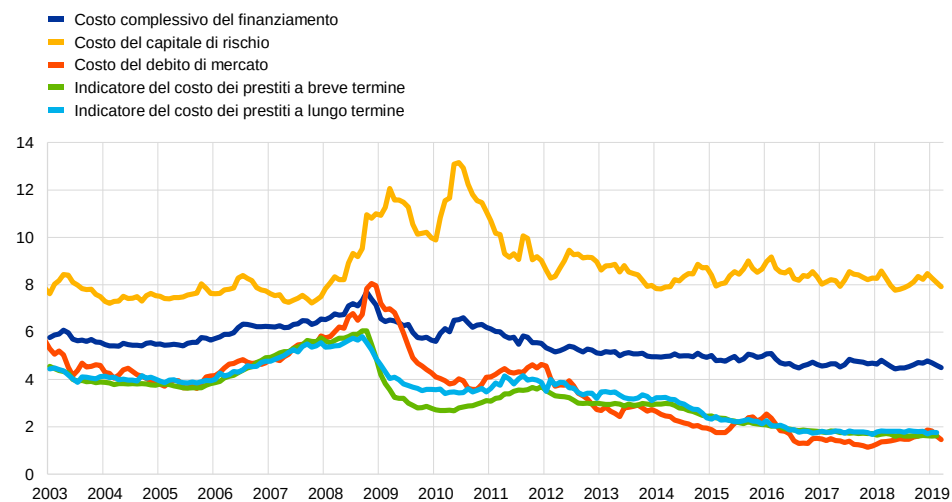
¹¹ Cfr. l'articolo *L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro*, a cura di Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite e Lia Vaz Cruz, nel numero 3/2018 di questo Bollettino, BCE, Francoforte sul Meno.

¹² Il mercato dei titoli di debito rappresenta meno del 20 per cento del debito in essere delle SNF e circa il 10 per cento del volume dei loro finanziamenti esterni.

Grafico D

Condizioni del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

Note: la rilevazione di marzo 2019 relativa al costo complessivo del finanziamento costituisce una previsione a brevissimo termine, basata sull'assunto che i tassi dei prestiti bancari restino invariati ai livelli di febbraio 2019.

Ultima rilevazione: marzo 2019.

La capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale nell'area dell'euro

a cura di Alberto Musso

La crescita di M1 in termini reali ha subito una moderazione negli ultimi trimestri, accrescendo i timori circa le prospettive economiche data la solida relazione fra il ciclo economico e l'aggregato monetario ristretto. Il presente riquadro mostra che le proprietà anticipatrici e procicliche di M1 in termini reali per il PIL reale restano un solido fatto stilizzato nell'area dell'euro. Inoltre sembrerebbe che tali proprietà siano un riflesso della capacità predittiva dell'aggregato monetario ristretto, al di là dell'influenza dei tassi di interesse. Allo stato attuale, i modelli che sfruttano la capacità predittiva di M1 in termini reali indicano che il costante calo della crescita di M1 in termini reali dall'ultimo picco, registrato a metà 2017, segnala un rischio di recessione molto basso nell'area dell'euro fino all'inizio del 2020.

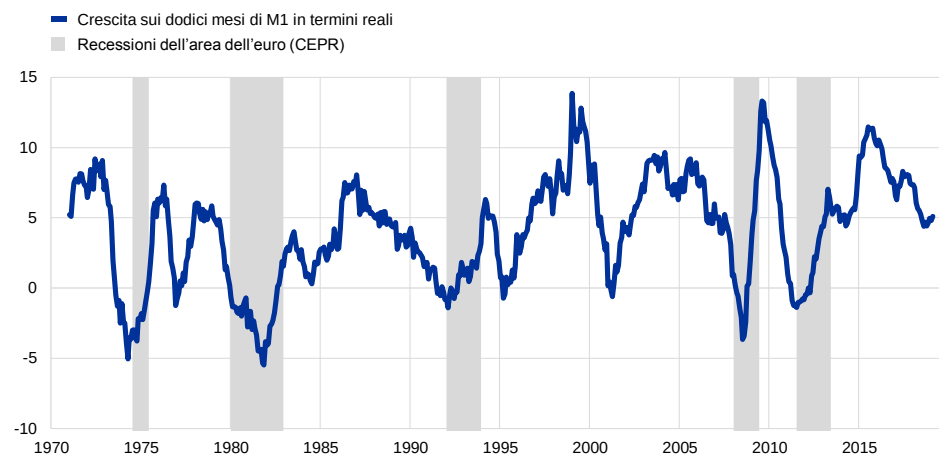
Le proprietà anticipatrici e procicliche di M1 in termini reali rispetto al PIL reale restano un solido fatto stilizzato nell'area dell'euro. Tali proprietà, che per la relazione fra aggregato monetario ristretto in termini reali e attività economica reale sono reperibili sia nei livelli che nei tassi di crescita, sono state documentate in numerose pubblicazioni per i periodi precedenti¹³. Si può trarre un esempio di tali proprietà da una valutazione visiva dei dati mensili da gennaio 1970 a febbraio 2019 per la crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali, che viene definito come l'aggregato monetario ristretto nominale M1 deflazionato con lo IAPC. Nello specifico, è degno di nota il fatto che questo tasso di crescita sia entrato in territorio nettamente negativo per periodi prolungati appena prima di, o in coincidenza con, tutte le recessioni storiche dell'area dell'euro, secondo la datazione dello Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR (cfr. grafico A).

¹³ Cfr. ad esempio Brand, C., Reimers, H.-E. e Seitz, F., "Forecasting real GDP: what role for narrow money?", *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, BCE, 2003, pagg. 302-333; il riquadro *Il contenuto informativo della crescita in termini reali di M1 per la crescita in termini reali del PIL nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2008 del Bollettino mensile della BCE; e il riquadro *Fatti stilizzati relativi alla moneta e al credito rispetto al ciclo economico*, nel numero di ottobre 2013 del Bollettino mensile della BCE.

Grafico A

Crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali e recessioni dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: CEPR, BCE

Note: M1 in termini reali ottenuto deflazionando M1 nominale con lo IAPC. Le aree ombreggiate delimitano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR.

Ultima rilevazione: febbraio 2019.

Per quel che riguarda i punti di svolta nei livelli di M1 e PIL in termini reali, gli indicatori statistici suggeriscono che la capacità di anticipazione e la prociclicità dei livelli massimi e minimi di M1 in termini reali rispetto ai livelli massimi e minimi del PIL reale rappresentano una regolarità storica. In effetti, gli indici di concordanza¹⁴ calcolati in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi indicano che i punti di svolta di M1 in termini reali mediamente tendono ad anticipare i punti di svolta del PIL reale di quattro trimestri e, con tale anticipo per l'aggregato monetario ristretto, si stima che l'M1 e il PIL in termini reali si trovino per quasi il 90 per cento del tempo nella medesima fase del ciclo economico (cfr. grafico B). Inoltre, l'elevato grado di sincronizzazione fra i punti di svolta sembra essersi mantenuto stabile dagli anni '70, anche durante i sottoperiodi più recenti¹⁵.

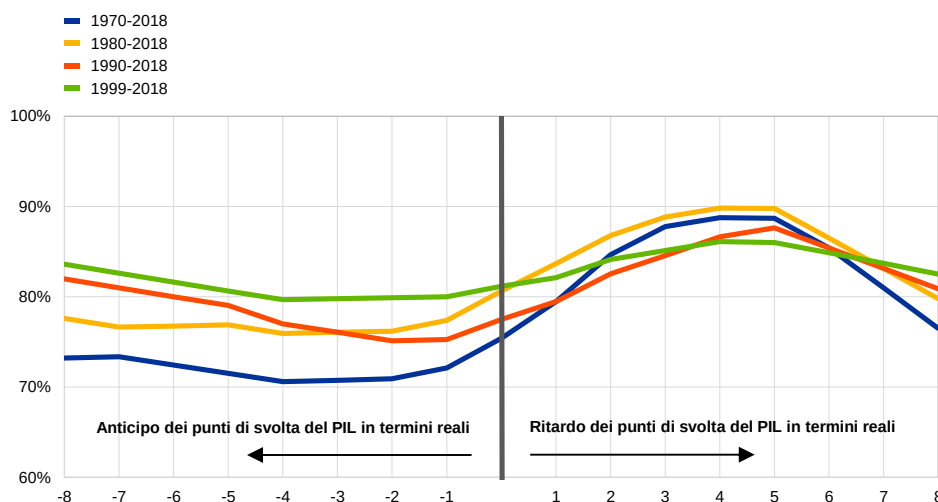
¹⁴ Gli indici di concordanza, proposti da Harding, D. e Pagan, A. in "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n. 2, 2002, pagg. 365-381, rilevano la percentuale di tempo durante la quale due serie temporali binarie (derivate in base a un algoritmo di identificazione del punto di svolta come l'algoritmo standard di Bry-Boschan per i cicli classici) sono nella medesima fase.

¹⁵ Si noti che, poiché i punti di svolta più recenti (minimi) per PIL e M1 in termini reali si collocano rispettivamente nel primo trimestre del 2013 e nel secondo trimestre del 2011, tali indici di concordanza sono identici se vengono esclusi i dati dal 2014 in poi. Al tempo stesso, i risultati sono molto simili se vengono usati soltanto dati fino al 2006, ovvero relativi al periodo precedente alla crisi.

Grafico B

Indici di concordanza fra PIL e M1 in termini reali in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi

(valori percentuali, trimestri)



Fonti: CEPR, BCE

Note: indici di concordanza in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi, calcolati fra serie binarie associate a espansioni e recessioni nei livelli di PIL e M1 in termini reali, derivati da una versione dell'algoritmo standard di Bry-Boschan per i punti di svolta del ciclo classico basata su dati trimestrali. L'asse orizzontale mostra il numero di trimestri di spostamento dei punti di svolta del PIL reale in avanti (valori positivi) o indietro (valori negativi) in relazione ai punti di svolta di M1 in termini reali. Sono basati su dati trimestrali fino al quarto trimestre del 2018 e partono rispettivamente dai primi trimestri del 1970, del 1980, del 1990 e del 1999.

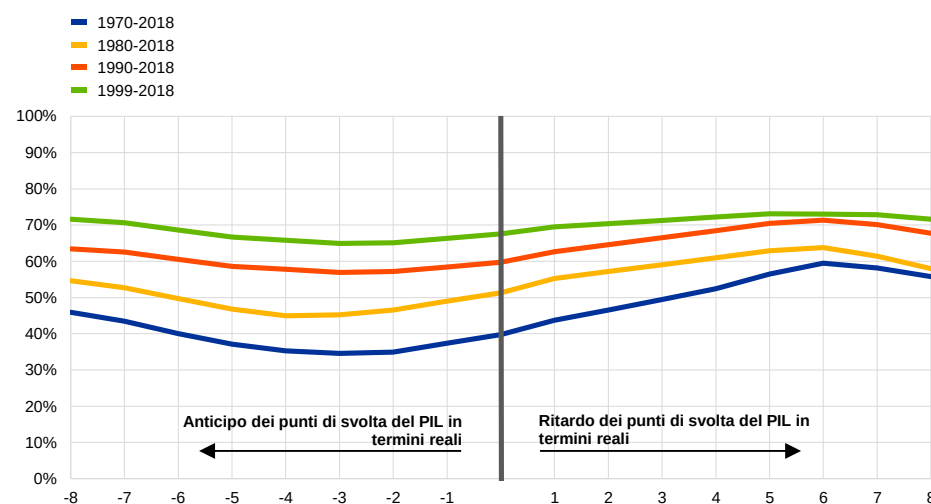
L'evidenza empirica suggerisce che la capacità predittiva di M1 in termini reali per il prodotto reale nell'area dell'euro non è semplicemente un riflesso delle informazioni contenute nella curva dei rendimenti. Nel contesto delle numerose evidenze che segnalano le proprietà anticipatrici dell'inclinazione della curva dei rendimenti nella previsione delle recessioni, è naturale chiedersi fino a che punto le proprietà anticipatrici e procicliche di M1 in termini reali siano determinate dall'andamento della curva dei rendimenti e fino a che punto tener conto dei profili di tale curva eviterebbe la necessità del ricorso all'aggregato monetario ristretto quale fattore predittivo dell'attività economica. I dati storici per l'area dell'euro suggeriscono che l'inclinazione della curva dei rendimenti mostra un comovimento positivo rispetto a M1 in termini reali, con un'anticipazione di due trimestri. In linea con questa regolarità storica, gli indici di concordanza in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi segnalano che i punti di svolta nell'inclinazione della curva dei rendimenti, in media, tendono ad anticipare i punti di svolta del PIL reale di sei trimestri e, con tale anticipo, si stima che l'inclinazione della curva dei rendimenti e il PIL in termini reali si trovino per quasi il 60 per cento del tempo nella medesima fase del ciclo economico (cfr. grafico C). Tale regolarità è riflessa nel fatto che i tassi di interesse rappresentano effettivamente delle variabili fondamentali nel determinare le decisioni di portafoglio di famiglie e società non finanziarie. Tuttavia, ciò non implica necessariamente che la capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale in generale, e per i rischi di recessione in particolare, sia completamente determinata dalla sua relazione con la curva dei rendimenti. Di fatto, gli indici di concordanza rispetto al PIL reale segnalano un grado maggiore di comovimento con M1 in termini reali (con un'anticipazione di un anno, come rappresentato nel grafico B) piuttosto che con l'inclinazione della curva dei rendimenti (con un'anticipazione di un anno e mezzo,

come rappresentato nel grafico C). Inoltre, la relazione fra M1 e PIL in termini reali, misurata da questi indici, appare più stabile nei vari sottoperiodi rispetto a quella fra l'inclinazione della curva dei rendimenti e il PIL reale.

Grafico C

Indici di concordanza fra PIL in termini reali e inclinazione della curva dei rendimenti in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi

(valori percentuali, trimestri)



Fonti: CEPR, BCE

Note: indici di concordanza in corrispondenza di diversi anticipi e ritardi, calcolati fra serie binarie associate a espansioni e recessioni nei livelli di PIL in termini reali e nell'inclinazione della curva dei rendimenti, derivati da una versione dell'algoritmo standard di Bry-Boschan per i punti di svolta del ciclo classico basata su dati trimestrali. L'asse orizzontale mostra il numero di trimestri di spostamento dei punti di svolta del PIL reale in avanti (valori positivi) o indietro (valori negativi) in relazione ai punti di svolta nell'inclinazione della curva dei rendimenti. Sono basati su dati trimestrali fino al quarto trimestre del 2018 e partono rispettivamente dai primi trimestri di 1970, 1980, 1990 e 1999.

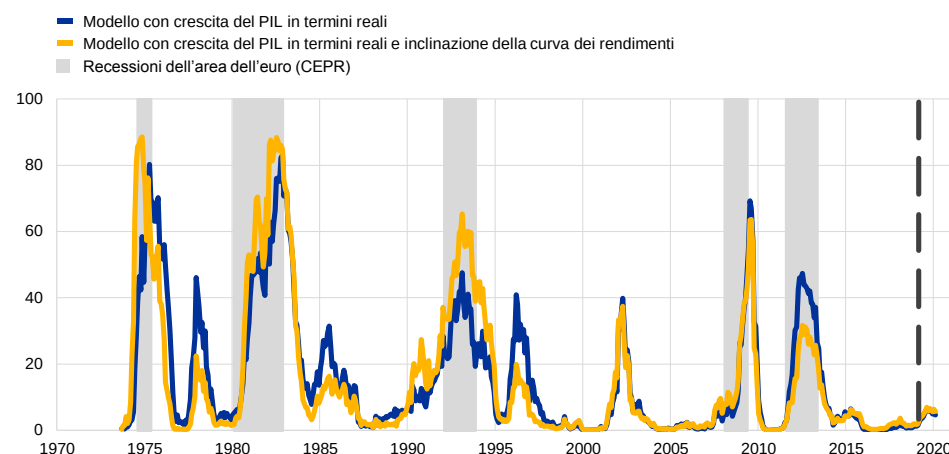
Per quanto riguarda la fase attuale, un'analisi econometrica formale basata su modelli probit che sfruttano la capacità predittiva di M1 in termini reali, non segnala rischi di recessione significativi nell'area dell'euro per il 2019 e l'inizio del 2020. In base ai dati a partire dal 1970, la probabilità di una contrazione del PIL reale dell'area dell'euro, derivata da un modello probit basato su M1 in termini reali (ritardato di 12 mesi), ha registrato un brusco aumento prima di tutte le precedenti recessioni dell'area dell'euro (cfr. grafico D), fornendo una solida evidenza dell'utilità dell'aggregato monetario ristretto nella previsione delle recessioni nell'area dell'euro. Le previsioni basate su questo modello segnalano un lieve aumento dei rischi di recessione nel 2019, da circa l'1 per cento a gennaio 2019 a un valore che oscilla fra il 5 e il 7 per cento nella seconda metà dell'anno, prima di scendere al di sotto del 5 per cento a febbraio 2020, ossia mantenendosi molto basso (linea blu). I risultati cambiano solo marginalmente se si tiene conto dell'inclinazione della curva dei rendimenti (linea gialla). Nel complesso, l'attuale livello di crescita di M1 in termini reali

è ancora ampiamente al di sopra della zona associata a rischi di recessione nel prossimo futuro¹⁶.

Grafico D

Probabilità di recessione dell'area dell'euro in base a modelli probit con M1 in termini reali ritardato

(valori percentuali)



Fonti: CEPR, BCE

Note: modelli probit stimati usando dati mensili fino a febbraio 2019, con la linea verticale tratteggiata che segna l'inizio delle previsioni per il periodo da marzo 2019 a febbraio 2020. Le aree ombreggiate delimitano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR.

¹⁶ È da notare che, mentre il livello massimo più recente nella crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali a metà 2017 potrebbe essere stato influenzato, in una certa misura, da fattori speciali, compresi gli effetti di cash pooling e il programma di acquisto di attività dell'Eurosistema, ciò che rileva per la valutazione dei rischi di recessione sono i punti di svolta nel livello di M1 in termini reali piuttosto che quelli nella crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali. Poiché la crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali è stata del 5,1 per cento a febbraio 2019, è ben lontana dal passare in territorio negativo.

Articoli

1 Le implicazioni economiche del crescente protezionismo da una prospettiva mondiale e specifica dell'area dell'euro

a cura di Vanessa Gunnella e Lucia Quaglietti

Il rischio di una guerra commerciale ha iniziato a delinearsi nettamente nel corso del 2018, con il concretizzarsi delle minacce protezionistiche del governo statunitense e dei suoi partner commerciali. Le tensioni si sono acuite durante l'estate e, sebbene si siano allentate su alcuni fronti permane il rischio di un'ulteriore intensificazione. L'impatto delle misure sinora adottate sulle prospettive economiche mondiali e dell'area dell'euro dovrebbe rimanere contenuto. Tuttavia potrebbero verificarsi ampi effetti negativi se le tensioni commerciali dovessero acuirsi ulteriormente. L'incertezza correlata al protezionismo grava sul clima di fiducia e potrebbe intensificarsi ulteriormente, con potenziali effetti avversi sulla fiducia stessa e possibili ricadute più significative sull'area dell'euro e sull'economia internazionale. La complessità delle interazioni tra le catene produttive a livello internazionale, inoltre, potrebbe ampliarne l'impatto. Su questo sfondo, l'articolo esamina le variazioni nel panorama delle politiche commerciali nell'ultimo decennio e analizza le implicazioni macroeconomiche della recente impennata del protezionismo valutando i possibili effetti di un inasprimento delle tensioni commerciali sull'economia internazionale e dell'area dell'euro.

1 Introduzione

L'integrazione commerciale ha perso slancio nel corso dell'ultimo decennio. Il processo di integrazione commerciale ha avuto origine dopo la seconda guerra mondiale. Ha acquisito nuovo vigore negli anni '80 del Novecento e ha fatto passi da gigante nel periodo tra il 1990 e il 2008, anni in cui l'interscambio totale di beni e servizi è cresciuto dal 39 al 61 per cento del PIL mondiale. Da allora, il commercio ha rallentato (sino all'attuale 58 per cento del PIL mondiale), mentre è cresciuto il protezionismo, sulla scia di un aumento delle barriere non tariffarie e, più di recente, anche tariffarie. Nel contempo, il sostegno pubblico alla globalizzazione è diminuito su entrambe le sponde dell'Atlantico. Mentre in Europa i principi di libertà di movimento e integrazione economica sono minati da fattori quali la Brexit e l'euroscetticismo, negli Stati Uniti i benefici del libero scambio sono ormai palesemente in discussione. Nel 2018 le tensioni commerciali si sono acuite e, con il concretizzarsi delle minacce protezionistiche da parte del governo statunitense e delle risposte ritorsive dei suoi principali partner commerciali, il rischio di una guerra commerciale ha iniziato a delinearsi nettamente.

Il crescente protezionismo può danneggiare l'interscambio e l'attività economica. Vi è ampio consenso fra gli economisti sia sui benefici netti complessivi dell'apertura commerciale sia sull'esigenza di ammortizzare l'impatto negativo che

essa ha esercitato su alcuni gruppi della società. L'innalzamento di barriere commerciali, tuttavia, non è la soluzione di quest'ultimo problema. Un'inversione del processo di integrazione commerciale potrebbe mettere a rischio i benefici economici da esso generati. Una deriva protezionistica, inoltre, ha il potenziale di destabilizzare i mercati finanziari internazionali annullando i benefici a lungo termine di legami commerciali e di investimento più stretti.

Su questo sfondo, l'articolo esamina le implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo, valutandone gli effetti sull'economia internazionale e l'area dell'euro. La sezione 2 contestualizza il recente acuirsi delle tensioni commerciali, analizzando l'evoluzione delle politiche commerciali nell'ultimo decennio. La sezione 3 illustra le misure annunciate dall'amministrazione statunitense nel 2018 e le conseguenti azioni ritorsive. La sezione 4 esamina le implicazioni macroeconomiche a breve e a lungo termine del crescente protezionismo da una prospettiva teorica e basata su un modello. Si esamina inoltre l'ipotesi secondo cui le misure tariffarie attuate nel 2018 avrebbero già contribuito al progressivo indebolimento dell'attività economica mondiale e dell'area dell'euro nonché, negli ultimi mesi, dell'interscambio, anche attraverso gli effetti legati all'incertezza. La sezione 5 riporta le osservazioni conclusive.

2 L'evoluzione delle politiche commerciali

Nel corso dell'ultimo decennio le politiche commerciali hanno subito una significativa trasformazione. La spinta all'integrazione economica che ha caratterizzato i decenni precedenti è venuta meno, come dimostra il lento ritmo di crescita dell'interscambio negli ultimi anni. Dopo essere cresciuto a un ritmo approssimativamente doppio rispetto al PIL mondiale negli anni precedenti la crisi finanziaria, il rapporto tra le importazioni medie e la crescita del PIL (ovvero l'elasticità del commercio mondiale al reddito) è sceso a un valore pari circa a 1 dal 2011¹⁷. A partire dal 2016, è divenuta sempre più diffusa la convinzione che un'espansione più contenuta degli scambi sia ormai un tratto distintivo dell'economia mondiale. Secondo analisi condotte dalla BCE¹⁸, ad esempio, era inverosimile un ritorno alla tendenza pre-crisi del commercio mondiale e gli andamenti successivi al 2011 erano da considerarsi ormai la "nuova norma".

Sono state identificate diverse possibili cause del recente calo del commercio internazionale, che comprendono effetti di composizione e fattori strutturali.

¹⁷ Nei paesi finanziariamente non globalizzati, gli investimenti devono attingere ai risparmi interni. Nei paesi finanziariamente globalizzati, gli investimenti possono fare ricorso anche all'indebitamento dall'estero, e pertanto investimenti e risparmi interni non sono così strettamente correlati. Nel 2017 tale correlazione è tornata, nei paesi dell'OCSE, su un valore pari quasi al 70 per cento, dopo esser scesa al di sotto del 50 per cento tra il 2000 e il 2006: un ulteriore segnale che il processo di de-globalizzazione potrebbe essersi ormai consolidato.

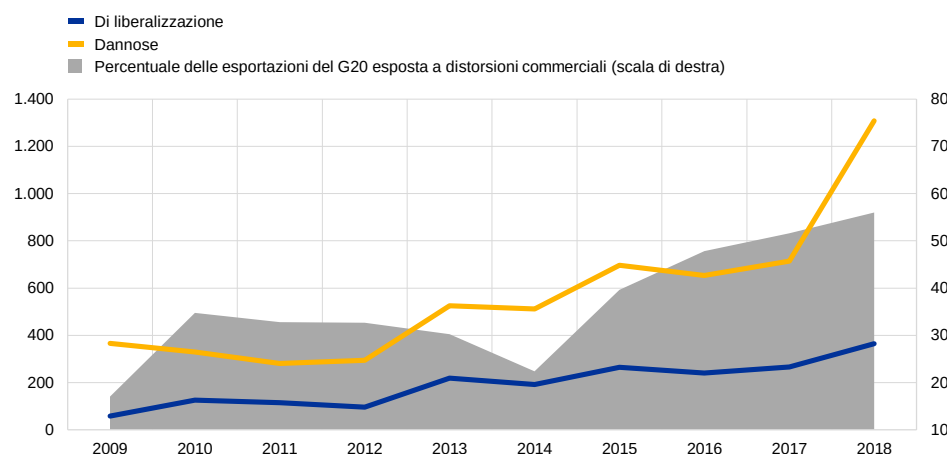
¹⁸ Cfr. "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016. Cfr. anche Constantinescu, C., Mattoo, A. e Ruta, M., "The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?", *IMF Working Papers*, n. 15/6, International Monetary Fund, Washington, DC, 2015; nonché Haugh, D. et al., "Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It?", *OECD Economic Policy Papers*, n. 18, OECD Publishing, Parigi, 2016.

Secondo un'analisi condotta dalla BCE e dal Fondo monetario internazionale (FMI)¹⁹, gli spostamenti geografici dell'attività economica e le variazioni nella composizione della domanda aggregata (ad esempio in favore dei servizi, caratterizzati, seppur sempre meno, da una ridotta intensità degli scambi) potrebbero aver influenzato negativamente la sensibilità del commercio all'attività economica. Nello specifico, si rileva che circa la metà del calo dell'elasticità del commercio registrato tra i periodi 1995-2007 e 2012-2016 è riconducibile a fattori di composizione, in particolare al peso crescente, nell'economia mondiale, delle economie emergenti, generalmente caratterizzate da una minore intensità di scambi rispetto alle economie avanzate. Paesi come la Cina, inoltre, sono progressivamente passati dall'assemblaggio di input provenienti dall'estero al sempre maggiore utilizzo di input di provenienza interna. Altri studi²⁰ individuano ulteriori andamenti strutturali come possibili concause dell'elasticità commerciale in diminuzione, tra cui la diffusione meno rapida nelle catene globali del valore (global value chains, GVC), il trasferimento della produzione in prossimità dei mercati finanziari e il minore impatto marginale del processo di finanziarizzazione²¹.

Grafico 1

Nuove misure commerciali annunciate

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



Fonte: banca dati del Global Trade Alert.

Note: i dati sono corretti tenendo conto dei ritardi nelle segnalazioni. La data limite per ciascun anno è il 31 dicembre.

Un protezionismo crescente può rappresentare un ulteriore fattore determinante del calo dell'attività commerciale.

Dalla fine della seconda guerra mondiale, i dazi hanno registrato una tendenza decrescente che si è attenuata, sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti, nella prima parte del 21° secolo, prima di tornare a salire²². Al contempo, è aumentato l'uso di misure regolamentari e

¹⁹ Cfr. *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2016.

²⁰ Cfr. Constantinescu, C., Mattoo, A. e Ruta, M., "The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?", *The World Bank Economic Review*, Banca mondiale, maggio 2018; nonché lo studio prodotto dal gruppo di lavoro della BCE sulle catene globali del valore dal titolo "The impact of global value chains on the euro area economy", *Occasional Paper Series*, (di prossima pubblicazione).

²¹ Cfr. Gächter, M. e Gkrintzalis, I., "The finance-trade nexus revisited: Is the global trade slowdown also a financial story?", *Economics Letters*, Elsevier, vol. 158(C), settembre 2017, pagg. 21-25.

²² Cfr. il riquadro *Ripercussioni dell'aumento delle tensioni commerciali sull'economia mondiale* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

barriere non tariffarie, come le sovvenzioni alle esportazioni, le restrizioni al rilascio delle licenze o agli investimenti diretti esteri e le clausole interne nelle commesse pubbliche, provocando un'impennata complessiva delle distorsioni commerciali²³. Secondo dati provenienti dalla [banca dati del Global Trade Alert](#), che comprendono misure commerciali tradizionali e non tradizionali, il numero di nuove misure discriminatorie annunciate dalle economie del G20 è aumentato stabilmente a partire dal 2012 e ha registrato un'ulteriore impennata nel 2018 (cfr. grafico 1). Le misure anti-dumping²⁴ e i dazi all'importazione sono stati i due strumenti più diffusamente utilizzati, e insieme hanno rappresentato circa il 30 per cento del complesso delle misure adottate. Anche il ricorso a misure indirette, quali i prestiti erogati dallo Stato alle società esportatrici, è gradualmente aumentato.

A seguito del ritorno del protezionismo una quota sempre più ampia del commercio mondiale è interessata da distorsioni commerciali. I dati provenienti dalla banca dati del Global Trade Alert mostrano che nel 2017 oltre il 50 per cento delle esportazioni dai paesi del G20 era soggetto a misure commerciali dannose, in rialzo rispetto al 20 per cento del 2009 (cfr. grafico 1). Di conseguenza, la crescita del commercio ha registrato una decelerazione più brusca nei settori in cui sono state adottate misure discriminatorie su ampia scala rispetto ai settori che hanno beneficiato della liberalizzazione degli scambi.

Al contempo, è diminuito il sostegno pubblico all'apertura commerciale e il protezionismo è aumentato a livello mondiale. La percezione dei rischi associati al libero commercio si è aggiunta all'elenco più ampio di timori correlati alla globalizzazione²⁵. Alcuni sostengono, ad esempio, che il libero commercio abbia reso i paesi più vulnerabili alle crisi internazionali e agli effetti di propagazione dall'estero. In ragione dei suoi effetti distributivi, inoltre, il libero scambio è considerato anche un fattore alla base della crescente disuguaglianza all'interno dei paesi e fra paesi diversi²⁶. Del libero scambio, tuttavia, sono ampiamente riconosciuti anche i meriti. Il commercio internazionale consente ai paesi di specializzarsi nella produzione di beni per cui godono di un vantaggio comparato e, allo stesso tempo, permette ai consumatori di fruire di una più ampia varietà di beni di consumo. Studi empirici hanno dimostrato che l'apertura commerciale ha condotto a un più elevato reddito pro capite in diversi paesi, stimolando la crescita della produttività e contribuendo a ridurre la

²³ Le politiche commerciali sono state determinate da azioni unilaterali. Dopo la battuta d'arresto subita dai negoziati commerciali del Doha round, i paesi hanno fatto ricorso sempre più spesso ad accordi commerciali preferenziali (Preferential Trade Agreements, PTA) per aprirsi l'accesso a nuovi mercati e risolvere questioni commerciali al momento non inserite nell'agenda dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC). Il numero di PTA è passato da 50 all'inizio degli anni '90 del Novecento a circa 200 all'inizio degli anni Duemila. Tutti i membri dell'OMC hanno concluso almeno un PTA; alcuni, come l'Unione europea, il Cile e il Messico, ne hanno sottoscritti più di 20.

²⁴ Ulteriori informazioni sull'impiego di misure anti-dumping coerente con le regole dell'OMC sono disponibili sul [sito Internet dell'OMC](#).

²⁵ Draghi, M., "Sustaining openness in a dynamic global economy", discorso pronunciato in occasione dell'Economic Policy Symposium della Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, il 25 agosto 2017.

²⁶ Cfr., ad esempio, Antràs, P., de Gortari, A. e Itskhoki, O., "Globalization, Inequality and Welfare", *Journal of International Economics*, n. 108, settembre 2017, pagg.387-412; e Rodrik, D., "The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy", W.W. Norton, New York e Londra, 2011. Tuttavia anche altri fattori quali il cambiamento tecnologico sono stati identificati come determinanti della crescente disuguaglianza. Per una rassegna della letteratura esistente, cfr. Helpman, E., "Globalization and Wage Inequality", *NBER Working Papers*, n. 22944, National Bureau of Economic Research, dicembre 2016.

povertà su scala mondiale²⁷. Ciononostante, i benefici dell'apertura commerciale e la loro distribuzione tra i vari gruppi sociali variano da paese a paese. Fattori quali la natura della specializzazione delle esportazioni, il grado di diversificazione della produzione e la qualità delle istituzioni di un paese sono stati identificati come importanti presupposti per la piena realizzazione dei vantaggi indotti da tale apertura²⁸. I benefici del libero commercio sono anche stati messi in discussione affermando che "pratiche ingiuste" hanno danneggiato la crescita interna e la creazione di posti di lavoro²⁹.

3 Dazi annunciati dall'amministrazione statunitense nel 2018

Le minacce protezionistiche avanzate dall'amministrazione statunitense nel 2017 si sono concretizzate nel corso dell'ultimo anno. Come mostrato nel grafico 2, ai dazi imposti sui pannelli solari e sulle lavatrici nel gennaio del 2018 hanno fatto seguito, a marzo 2018, altri dazi del 25 per cento sulle importazioni di acciaio e del 10 per cento sulle importazioni di alluminio per un ampio numero di paesi. Dopo un'iniziale esenzione, a giugno 2018 i dazi su acciaio e alluminio sono stati imposti anche nei confronti del Canada, del Messico e dell'Unione europea, provocando una valanga di misure di ritorsione. L'Unione europea ha applicato un'imposta del 25 per cento su una gamma di prodotti statunitensi per un valore di 3,2 miliardi di dollari, entrata in vigore nello stesso mese. L'amministrazione degli Stati Uniti ha avviato, a sua volta, una nuova indagine sulle importazioni di automobili e delle relative componenti per determinarne gli effetti sulla sicurezza nazionale, dando ad intendere di voler aumentare i dazi del 20-25 per cento. Il riquadro 1 valuta il potenziale impatto di questa misura sull'economia mondiale e dell'area dell'euro nel caso venisse attuata.

²⁷ *The Role of Trade in Ending Poverty*, Banca mondiale e Organizzazione mondiale del commercio, 2015.

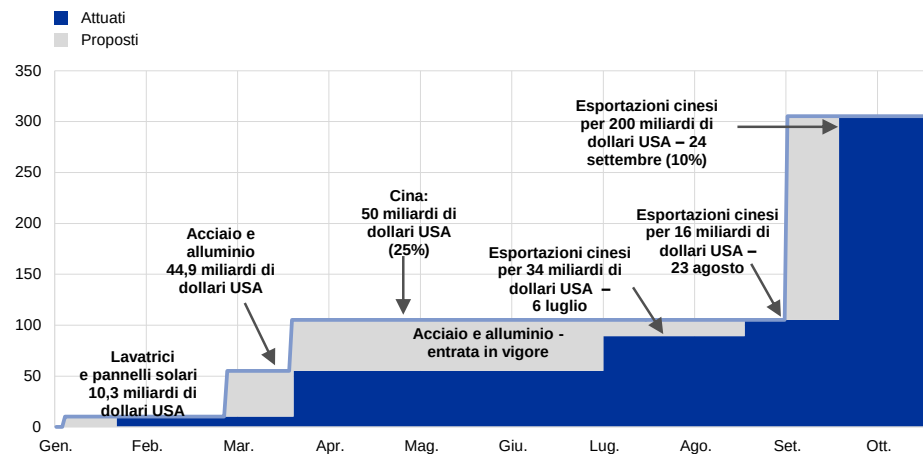
²⁸ Cfr. ad esempio, Helpman, E., "Globalization and Wage Inequality", *NBER Working Papers*, n. 22944, National Bureau of Economic Research, dicembre 2016; nonché Rodrik, D., Subramanian, A. e Trebbi, F., "Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development", *Journal of Economic Growth*, vol. 9, n. 2, giugno 2004, pagg. 131-165.

²⁹ Ad esempio, i trasferimenti forzati di proprietà intellettuale dalle multinazionali che investono in Cina sono da tempo fonte di preoccupazione, sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea. Per un resoconto delle recenti dispute sul trasferimento di tecnologia e i diritti di proprietà intellettuale, cfr. Jiming, H. e Posen, A.S. (a cura di), *"US-China Economic Relations: From Conflict to Solutions"*, PIIE Briefing, gennaio 2019.

Grafico 2

Cronologia delle proposte relative ai dazi e loro implementazione nel 2018

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: Peterson Institute for International Economics, United States Trade Representative ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori delle importazioni interessate dai dazi sulle lavatrici e sui pannelli solari e da quelli su acciaio e alluminio fanno riferimento a stime prodotte dal Peterson Institute for International Economics. Le percentuali tra parentesi indicano il valore dei dazi applicati.

Le tensioni con la Cina si sono inasprite nella seconda metà del 2018. A seguito di un'indagine condotta dalle autorità statunitensi sulle prassi adottate in Cina in merito alla proprietà intellettuale, le cui conclusioni hanno evidenziato che la politica cinese in merito prevede il trasferimento forzato di tecnologia³⁰, il governo statunitense ha intrapreso una serie di azioni commerciali nei confronti della Cina³¹. Tali misure, attuate a luglio 2018, comprendevano dazi ad valorem del 25 per cento su 1.300 tipologie di prodotti importati dalla Cina, per un valore di importazione annuo pari a 50 miliardi di dollari statunitensi (cfr. grafico 2). A settembre 2018 l'amministrazione statunitense ha annunciato un'ulteriore ondata di dazi sulle esportazioni dalla Cina del valore di 200 miliardi di dollari. La Cina ha reagito imponendo a sua volta dazi sulle esportazioni dagli Stati Uniti del valore di 60 miliardi di dollari

Contemporaneamente, si è registrato un allentamento delle tensioni commerciali su altri fronti.

Le preoccupazioni in merito alle tensioni fra Stati Uniti e Unione europea si sono ridimensionate dopo il vertice tenutosi a luglio del 2018. Inoltre, Canada, Messico e Stati Uniti hanno concordato di sostituire l'Accordo nordamericano di libero scambio (North American Free Trade Agreement) con un nuovo accordo tra Stati Uniti, Messico e Canada (USMCA), che effettivamente perpetua l'esenzione dai dazi per gli scambi della maggior parte dei beni. La tregua concordata da Cina e Stati Uniti il 1° dicembre 2018, in base alla quale i dazi su 200 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina sarebbero rimasti fermi al 10 per cento,

³⁰ L'indagine ha concluso che "la Cina pone restrizioni alla proprietà straniera, inclusi requisiti in materia di consorzi, restrizioni alle posizioni azionarie e altre relative agli investimenti, al fine di forzare o indurre il trasferimento di tecnologia dalle imprese statunitensi a enti cinesi". È stato inoltre riscontrato che "la Cina utilizza anche procedure di ricorso amministrativo e di rilascio delle licenze per forzare o indurre il trasferimento di tecnologia che, tra le altre cose, danneggia gli investimenti e la tecnologia statunitensi e indebolisce la competitività delle imprese degli Stati Uniti a livello mondiale". Per ulteriori informazioni sull'indagine, cfr. il [comunicato stampa di marzo 2018](#) dell'Office of the United States Trade Representative.

³¹ Per ulteriori informazioni sui dazi imposti ai sensi dell'indagine della Sezione 301 sulle prassi adottate in Cina in merito alla proprietà intellettuale, cfr. il [comunicato stampa di giugno 2018](#) dell'Office of the United States Trade Representative.

anziché aumentare al 25 per cento come precedentemente annunciato, ha temporaneamente disinnescato le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il rischio di una nuova escalation, tuttavia, rimane elevato³².

I dazi statunitensi sui prodotti cinesi riguardano, in particolare, il settore dell'elettronica e quello dei macchinari. I dazi imposti direttamente alla Cina colpiscono un'ampia gamma di settori, per un valore nominale complessivo di 217 miliardi di dollari, corrispondente al 2 per cento del valore aggiunto nominale cinese. I settori più colpiti sono quelli coinvolti nella produzione di componenti elettroniche, apparecchiature elettriche e macchinari (cfr. grafico 3a), tutti menzionati nel piano industriale del governo cinese denominato "Made in China 2025". Quanto all'area dell'euro, i dazi imposti dagli Stati Uniti riguardano circa 5,5 milioni di dollari statunitensi del valore aggiunto dell'area dell'euro, principalmente nel settore dei metalli di base e, in misura minore, in quello della metallurgia.

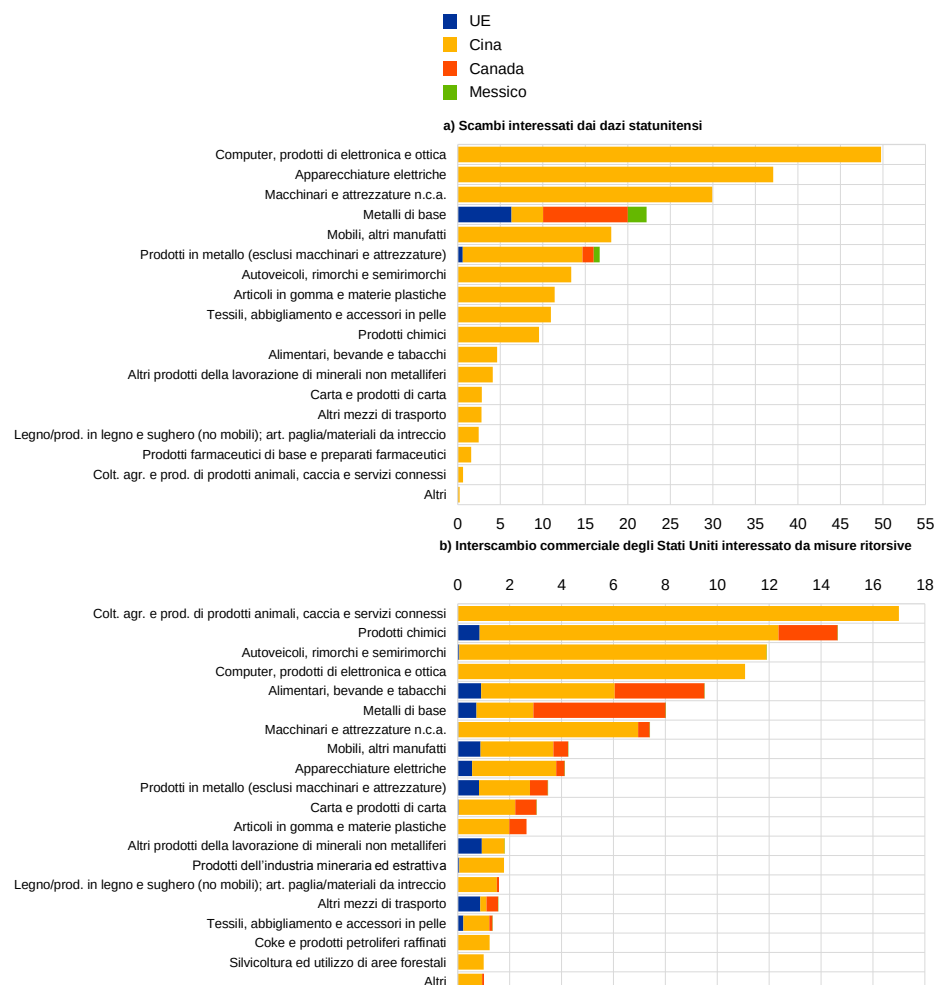
³²

L'8 aprile 2019, l'[Office of the United States Trade Representative](#) ha pubblicato un elenco di prodotti cui applicare dazi aggiuntivi in risposta al presunto danno causato dalle sovvenzioni dell'Unione europea al settore aeronautico. Ha inoltre confermato che il valore dei beni oggetto del provvedimento verrà determinato tramite un procedimento arbitrale dell'OMC, il cui risultato è atteso per l'estate.

Grafico 3

Scambi interessati da misure tariffarie nel 2018

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: World Integrated Trade Solution (WITS) della Banca mondiale, OMC e Comtrade.

Note: l'elenco dei settori si basa sulla classificazione ISIC, versione 4, a due cifre; le quantità sono state aggregate dalle liste prodotto del sistema armonizzato SA6 dei beni interessati.

Le misure ritorsive adottate dai partner commerciali degli Stati Uniti, in particolare dalla Cina, hanno colpito le importazioni statunitensi su un'ampia gamma di industrie e settori. Le ritorsioni cinesi hanno colpito in prevalenza il settore alimentare, chimico e degli autoveicoli (cfr. grafico 3b), con dazi che interessano il 7,5 per cento circa del valore aggiunto combinato di tali settori. Le ritorsioni da parte dell'UE sono state molto più contenute e riguardano i minerali non metalliferi, le apparecchiature elettriche, i prodotti tessili, i mobili, i prodotti alimentari, gli altri mezzi di trasporto (inclusi veicoli leggeri come le motociclette) e i prodotti chimici, che corrispondono in totale allo 0,04 per cento del valore aggiunto industriale statunitense.

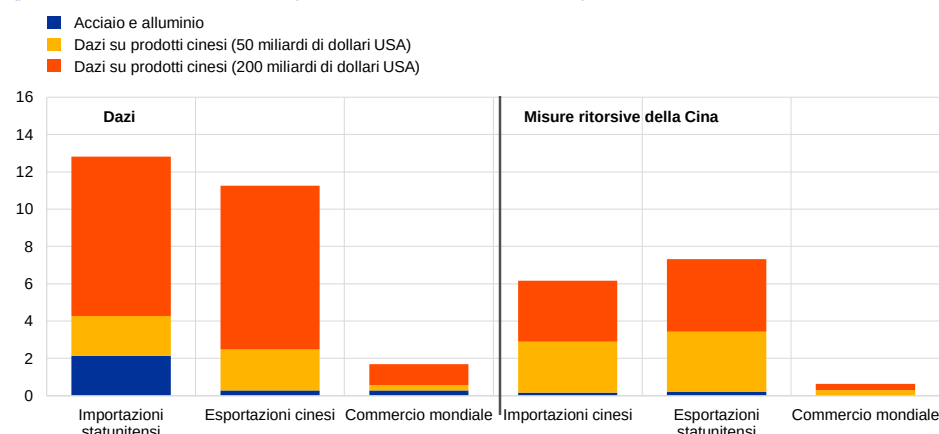
L'ultima ondata di dazi imposti dagli Stati Uniti alla Cina ha colpito una significativa porzione dell'interscambio tra i due paesi, mentre la quota relativa all'area dell'euro e all'interscambio mondiale è ancora limitata. Come mostrato

nel grafico 4, i prodotti interessati dai dazi annunciati nella prima metà del 2018 dall'amministrazione statunitense e dai suoi partner commerciali rappresentano quote relativamente esigue dell'interscambio statunitense (2 per cento), dell'area dell'euro (0,2 per cento), cinese (2 per cento) e mondiale (0,4 per cento). Il loro impatto sull'economia mondiale, pertanto, dovrebbe rimanere contenuto. Per contro, l'ultima ondata di dazi statunitensi, accompagnata dalle relative ritorsioni della Cina a settembre 2018, ha colpito quasi la metà del commercio bilaterale tra Cina e Stati Uniti. Di conseguenza, sono stati colpiti circa il 12 per cento del commercio complessivo di beni statunitense e l'8 per cento di quello cinese. In una certa misura, tali dazi potrebbero gravare sull'attività negli Stati Uniti e in Cina, e l'organizzazione della produzione nelle catene globali del valore potrebbe amplificare ulteriormente gli effetti avversi. La quota del commercio dell'area dell'euro e di quello mondiale interessata da tali misure rimane esigua (2 per cento).

Grafico 4

Dazi statunitensi e ritorsioni cinesi: quote del commercio statunitense, cinese e mondiale interessate

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



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

4 Implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo

Questa sezione esamina le implicazioni macroeconomiche a breve e a lungo termine del crescente protezionismo da una prospettiva teorica e basandosi su un modello. La sezione 4.1 descrive i canali attraverso cui i dazi più elevati possono esercitare un impatto su attività e commercio. In ragione del progressivo peggioramento dei dati relativi al commercio e all'attività mondiale e dell'area dell'euro negli ultimi mesi, la sezione 4.2 indaga il possibile contributo offerto dalle misure tariffarie attuate nel 2018, anche in conseguenza degli effetti legati all'incertezza. La sezione 4.3, infine, analizza le possibili conseguenze di un'eventuale nuova impennata delle tensioni commerciali.

4.1 Canali di trasmissione del crescente protezionismo

Il crescente protezionismo può esercitare un impatto sull'attività economica

attraverso vari canali. Dazi all'importazione più elevati fanno lievitare i costi commerciali, alterando sia la quantità che il prezzo dei beni scambiati a livello internazionale. Questo meccanismo è spesso indicato come il canale di trasmissione commerciale. L'esistenza di complesse catene globali del valore può amplificare questo effetto. Inoltre, i costi commerciali più elevati possono influenzare i flussi finanziari e le condizioni di erogazione del credito. Ciò può verificarsi, ad esempio, nel caso l'accresciuta incertezza sulle politiche commerciali future produca tensioni finanziarie e una sostanziale rivalutazione dei premi per il rischio. Le modalità secondo cui i diversi canali si esplicano in una disputa commerciale e il conseguente impatto sull'attività economica dipendono da numerosi fattori, incluse le eventuali ritorsioni da parte dei partner commerciali e la possibilità che la disputa rimanga confinata a un numero esiguo di paesi, anziché sfociare in una guerra commerciale conclamata.

L'impatto sull'attività economica del paese che impone i dazi dipende da due fattori: a) dalla capacità di sostituire i beni importati con prodotti interni e b) dalla messa in atto o meno di misure ritorsive.

Nella misura in cui i più elevati costi commerciali derivanti dall'applicazione dei dazi non vengono assorbiti attraverso minori margini di profitto, i prezzi all'importazione aumentano e si modificano i prezzi relativi. I prezzi all'importazione più elevati fanno aumentare i costi di produzione per le imprese e l'inflazione a livello nazionale, riducendo così il reddito disponibile reale delle famiglie. Tali effetti gravano sui consumi, gli investimenti e l'occupazione, ed esercitano un impatto negativo sull'attività economica. I prezzi più elevati dei prodotti importati, tuttavia, possono anche indurre i consumatori a prediligere i prodotti nazionali rispetto a quelli importati. L'importanza relativa di questi due effetti e il loro impatto netto sulla crescita economica dipendono dal grado di sostituibilità tra i beni prodotti internamente e quelli importati. Se i prodotti importati possono essere facilmente sostituiti con quelli di produzione interna, i consumi e l'attività economica crescono³³. L'impatto positivo sull'attività potrebbe ridursi se il tasso di cambio si apprezza in seguito all'aumento dei prezzi all'importazione³⁴. Inoltre, se i partner commerciali colpiti dai dazi adottano misure ritorsive (come spesso accade) i potenziali effetti positivi possono essere invertiti. Le imprese nazionali perdono competitività sui mercati internazionali e, di conseguenza, diminuiscono le esportazioni e l'attività produttiva. Di per sé, le crescenti distorsioni commerciali implicano costi commerciali più elevati per tutti i paesi coinvolti e in tal modo possono

³³ Secondo la letteratura economica, gli effetti dinamici del protezionismo sono simili a quelli di uno shock negativo dal lato dell'offerta, poiché esso genera movimenti recessivi e inflazionistici, con un impatto ambiguo o minimo sul saldo commerciale. Cfr. Barattieri, A., Cacciatore, M. e Ghironi, F., "Protectionism and the Business Cycle", *NBER Working Papers*, n. 24353, National Bureau of Economic Research, febbraio 2018; nonché Furceri, D. et al., "Macroeconomic Consequences of Tariffs", *NBER Working Papers*, n. 25402, National Bureau of Economic Research, dicembre 2018.

³⁴ Cfr. Erceg, C., Prestipino, A. e Raffo, A., "The Macroeconomic Effects of Trade Policy", *International Finance Discussion Papers*, n. 1242, dicembre 2018. Questo lavoro dimostra che, quando i dazi vengono utilizzati in combinazione con le sovvenzioni all'esportazione e tale politica viene applicata per un periodo di tempo limitato, il tasso di cambio potrebbe non essere in grado di compensare pienamente gli effetti di ricomposizione della spesa generati da tale politica, con conseguenti effetti espansivi. Tale effetto è tuttavia generato, per lo più, dalle sovvenzioni all'esportazione (mentre i dazi determinano un impatto trascurabile o contraddittorio) e si verifica solo se i paesi stranieri non adottano misure ritorsive.

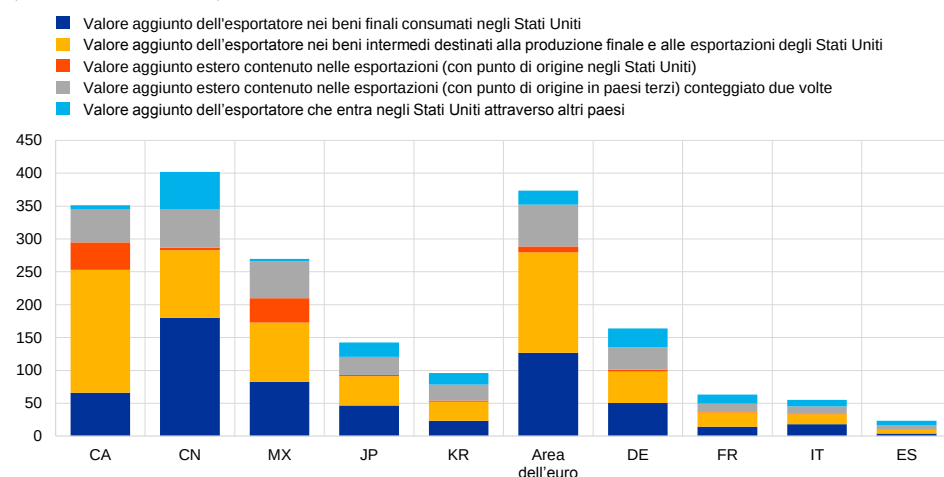
ostacolare l'allocazione ottimale delle risorse. Tutte le economie coinvolte, in fin dei conti, risultano colpite negativamente.

In una disputa commerciale tra due paesi, i paesi terzi potrebbero trarre temporaneo beneficio dal protezionismo crescente. Nello specifico, i paesi terzi possono acquisire quote di mercato nei paesi interessati da un aumento dei dazi. In una disputa riguardante esclusivamente gli Stati Uniti e la Cina, ad esempio, la competitività dei beni dell'area dell'euro rispetto ai beni statunitensi in Cina e rispetto ai beni cinesi negli Stati Uniti crescerebbe. Ciò deriva dal fatto che i dazi più elevati rendono più costosi i prodotti statunitensi in Cina e i prodotti cinesi negli Stati Uniti, con un conseguente calo dei flussi commerciali bilaterali tra i due paesi. La misura in cui i paesi terzi beneficiano di tale diversione degli scambi dipende dalla facilità con cui un paese può sostituire le importazioni provenienti da un'economia con i beni importati da un'altra. A una maggiore sostituibilità corrisponde una maggiore diversione commerciale.

Grafico 5

Legami della catena produttiva nelle esportazioni degli Stati Uniti

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: World Input-Output Database (dati del 2016), Wang, Z., Wei, S.J. e Zhu, K., (2013), "Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels", *NBER Working Papers*, n. 19677, National Bureau of Economic Research, novembre 2013, ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al 2014. Il grafico illustra la scomposizione delle esportazioni nominali lorde verso gli Stati Uniti in componenti del valore aggiunto. "Valore aggiunto dell'esportatore nei beni finali consumati negli Stati Uniti" indica il valore aggiunto del paese esportatore contenuto nei prodotti finali esportati negli Stati Uniti; "Valore aggiunto dell'esportatore nei beni intermedi destinati alla produzione finale e alle esportazioni degli Stati Uniti" indica il valore aggiunto contenuto nei prodotti intermedi utilizzati come input per la produzione all'interno degli Stati Uniti o per la produzione di esportazioni statunitensi; "Valore aggiunto estero contenuto nelle esportazioni" indica il valore aggiunto estero (proveniente dagli Stati Uniti o da paesi terzi) contenuto nelle esportazioni; "conteggiato due volte" indica il valore aggiunto dei prodotti intermedi che attraversano il confine più di una volta; "Valore aggiunto dell'esportatore che entra negli Stati Uniti attraverso altri paesi" indica il valore aggiunto contenuto nei beni intermedi prodotti da un paese esportatore utilizzato da paesi terzi per produrre beni da esportare negli Stati Uniti. Per l'aggregato dell'area dell'euro, vengono considerati "altri paesi" solo quelli non appartenenti all'area. Si utilizzano le seguenti abbreviazioni: CA per il Canada, CN per la Cina, MX per il Messico, JP per il Giappone e KR per la Corea del Sud.

Sebbene il ritmo dell'espansione abbia registrato un rallentamento negli ultimi anni, le GVC rimangono fortemente frammentate e possono amplificare l'impatto dei dazi sul commercio e sull'attività. Le GVC sono divenute sempre più complesse e i beni attraversano le frontiere più volte durante il processo produttivo. Sebbene le analisi³⁵ condotte dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo

³⁵ Cfr. [Trade Policy Implications of Global Value Chains](#), Trade Policy Brief, OCSE, dicembre 2018.

economico (OCSE) indicano che il ritmo di espansione delle GVC ha registrato un rallentamento dal 2011, il processo produttivo rimane fortemente frammentato tra le frontiere. Questo fenomeno è ben rappresentato nel grafico 5, che considera i nessi delle GVC contenuti nelle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti da parte di diversi partner commerciali. Nel caso dell'area dell'euro, solo un terzo circa delle esportazioni viene consumato negli Stati Uniti (cfr. le parti blu del grafico 5). Di fatto, una quota significativa delle esportazioni dell'area dell'euro negli Stati Uniti consiste in beni intermedi utilizzati per la produzione di altri beni che vengono quindi riesportati in paesi terzi (cfr. le parti gialle del grafico 5). A loro volta, la produzione interna e le esportazioni includono gli input intermedi provenienti da paesi terzi. Ad esempio, le esportazioni dell'area dell'euro negli Stati Uniti comprendono beni provenienti da paesi saldamente inseriti nelle catene produttive europee, come ad esempio i paesi dell'Europa centrale e orientale nel settore automobilistico (cfr. le parti grigie del grafico 5). Le esportazioni dell'area dell'euro comprendono anche il valore aggiunto degli stessi Stati Uniti (cfr. le parti rosse del grafico 5). Infine, le esportazioni dell'area dell'euro vengono talvolta trasferite in un primo momento in paesi terzi, come il Messico, dove vengono lavorate prima di entrare negli Stati Uniti (cfr. le parti azzurre del grafico 5).

In un mondo caratterizzato da GVC complesse, i beni attraversano le frontiere più volte e i costi correlati ai dazi si accumulano secondo un effetto a cascata.

Questa situazione si verifica quando i dazi vengono applicati ai beni intermedi. Gli input intermedi incorrono nei costi correlati ai dazi ogni volta che vengono trasferiti in un altro paese per essere sottoposti a ulteriore lavorazione. Quando il prodotto finito raggiunge il consumatore finale, è possibile che il suo prezzo sia aumentato notevolmente. I beni intermedi importati, inoltre, vengono spesso utilizzati nella produzione interna. Se tali beni sono soggetti a dazi, anche i produttori nazionali che operano all'interno del paese che impone i dazi potrebbero risentirne. I costi di produzione più elevati potrebbero trasmettersi ai vari stadi della catena del valore, con effetti avversi per la domanda, la produzione e gli investimenti in tutte le fasi. Inoltre, i dazi vengono generalmente imposti sul valore lordo dei beni importati. Pertanto, se gli input esteri costituiscono un'ampia quota delle esportazioni, dazi anche modesti in termini nominali possono tradursi in importi di valore aggiunto consistenti per l'esportatore. Rispetto a una situazione in cui l'intero valore aggiunto dei beni è prodotto internamente, i dazi possono avere un impatto proporzionalmente più rilevante sugli utili delle imprese esportatrici, incentivando la trasmissione dei maggiori costi alle fasi successive della catena del valore. Anche i paesi terzi coinvolti nelle fasi intermedie della produzione possono incorrere in costi di produzione più elevati, con una conseguente riduzione dei benefici derivanti dalla diversione degli scambi.

Un aumento dell'incertezza associato a tensioni finanziarie potrebbe inoltre amplificare l'impatto del protezionismo crescente sull'attività economica.

L'elevata incertezza sulle politiche commerciali future può frenare la domanda in diversi modi. Quando le prospettive economiche si fanno più incerte, ad esempio, è possibile che le famiglie rimandino i consumi. Inoltre, in un contesto di incertezza crescente, le imprese possono rivalutare le proprie strategie e adottare un approccio

“attendista” procrastinando gli investimenti³⁶. In risposta agli shock legati all’incertezza, le imprese possono anche modificare le proprie politiche di gestione delle scorte ridimensionando in modo sproporzionato gli ordini esteri di beni intermedi, con un impatto parimenti sproporzionato sui flussi commerciali³⁷. Prospettive incerte in merito alle politiche commerciali possono anche fornire alle imprese un motivo per ritardare l’ingresso in un mercato estero o aggiornare le proprie tecnologie. Un elevato grado di incertezza, infine, può far crescere i costi di indebitamento per famiglie e imprese poiché gli investitori esigono una maggiore compensazione per proteggersi contro i rischi futuri³⁸. Il materializzarsi di uno shock legato all’incertezza a livello mondiale, come una guerra commerciale, potrebbe anche indurre gli investitori a modificare i propri portafogli verso valute rifugio, con implicazioni per l’allocazione dei flussi di capitali tra paesi.

I più elevati costi commerciali possono inoltre gravare sulla produttività.

L’inasprimento delle condizioni di finanziamento associato alla crescente incertezza può far salire il costo del capitale, producendo un impatto negativo sugli investimenti, in grado di ostacolare la crescita della produttività nei paesi colpiti dai dazi. Le barriere commerciali possono altresì condurre a distorsioni nell’allocazione dei fattori produttivi tra i diversi paesi e le diverse imprese. I mercati meno aperti limitano la concorrenza internazionale, disincentivando l’innovazione e l’avanzamento tecnologico e mantenendo nel mercato le imprese meno produttive. Di conseguenza, la produttività aggregata può ridursi³⁹.

4.2 Individuazione dell'impatto dei dazi annunciati dagli Stati Uniti e dai suoi partner commerciali nei dati attualmente disponibili: evidenze iniziali

Negli Stati Uniti, sembra che le imprese che operano nei settori interessati abbiano inizialmente aggirato parte degli effetti negativi dei dazi anticipando le loro importazioni. Le importazioni statunitensi dei prodotti cinesi interessati dai dazi sono aumentate nel periodo precedente all’entrata in vigore di questi ultimi e diminuite in seguito (cfr. grafico 6)⁴⁰. Anche il totale delle importazioni statunitensi è nettamente aumentato nel terzo trimestre del 2018, del 9,1 per cento sul periodo corrispondente,

³⁶ Cfr. Bloom, N., “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, vol. 77, n. 3, maggio 2009; nonché Handley, K. e Limão, N., “Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence”, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n. 4, novembre 2015, pagg. 189-222.

³⁷ Cfr. Novy, D. e Taylor, A.M., “Trade and Uncertainty”, *CEPR Discussion Papers*, n. 1266, Centre for Economic Performance, The London School of Economics and Political Science, maggio 2014; nonché Handley, K. e Limão, N., “Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence”, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n. 4, novembre 2015, pagg. 189-222.

³⁸ Cfr. Goldberg, P. e Pavcnik, N., “The Effects of Trade Policy”, in Bagwell, K. e Staiger, R.W. (a cura di), *Handbook of Commercial Policy*, volume 1, parte A, febbraio 2016.

³⁹ Cfr. Melitz, M.J., “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity”, *Econometrica*, vol. 71, n. 6, novembre 2003, pagg. 1695-1725; nonché Berthou, A. et al., “Quantifying the losses from a global trade war”, *Eco Notepad*, Banque de France, per una rassegna e un’analisi dell’impatto dell’apertura commerciale sulla produttività aggregata.

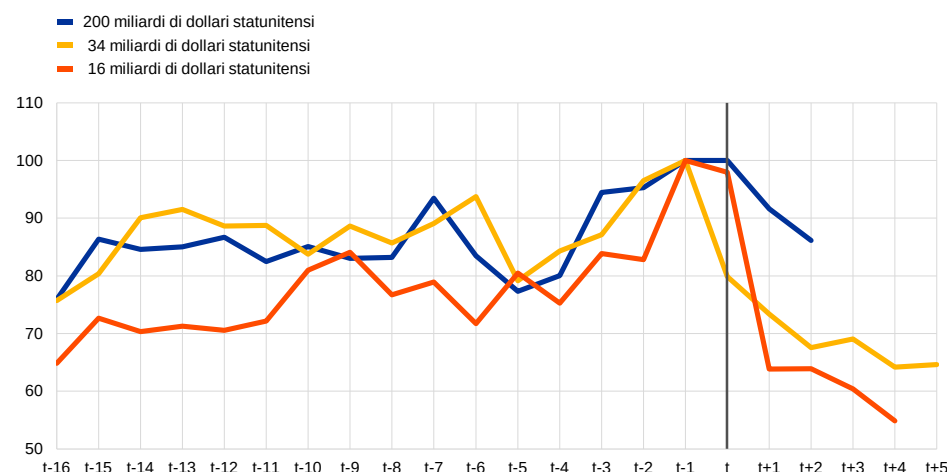
⁴⁰ Cfr. Amiti, M., Redding, S.J. e Weinstein D.E., “The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare”, *CEPR Discussion Papers*, n. 13564, marzo 2019. Questo studio rileva che i dazi applicati sulle importazioni statunitensi nel 2018 sono stati interamente trasmessi ai prezzi interni delle merci interessate e hanno comportato un calo delle importazioni, nei settori colpiti, pari al 54 per cento circa di quelle dei settori non interessati.

riflettendo in parte le scorte accumulate delle imprese. L'aumento è stato associato a un incremento delle scorte, mentre gli investimenti delle imprese hanno subito un calo. Anche se ciò indicherebbe la presenza di effetti di anticipazione, il netto aumento delle importazioni può anche riflettere una vivace domanda interna statunitense sostenuta da stimoli fiscali prociclici e un solido mercato del lavoro.

Grafico 6

Importazioni statunitensi dalla Cina e applicazione dei dazi

(t = mesi di applicazione dei dazi)



Fonti: Census ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i dati mostrati nel grafico si riferiscono alle importazioni in termini nominali.

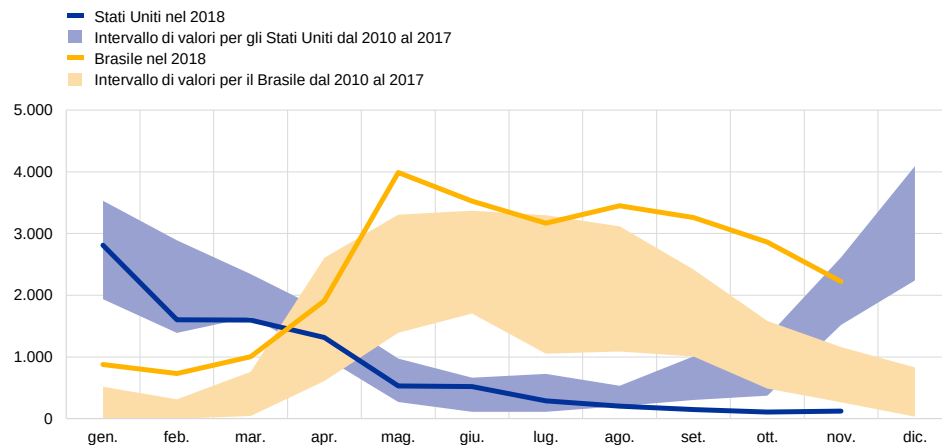
Anche gli effetti di diversione degli scambi possono avere un'influenza. A

luglio 2018, in risposta ai dazi imposti sulle merci cinesi dagli Stati Uniti, le autorità cinesi hanno imposto a loro volta dazi del 25 per cento sulle importazioni cinesi di soia statunitense. Mentre le importazioni cinesi totali di prodotti ortofrutticoli (prevalentemente soia) sono rimaste sostanzialmente stabili a seguito dell'annuncio, le importazioni dagli Stati Uniti sono diminuite significativamente. Tuttavia le importazioni dal Brasile, non influenzate da dazi aggiuntivi, sono cresciute più rapidamente del solito (cfr. grafico 7).

Grafico 7

Importazioni cinesi di prodotti ortofrutticoli per controparte

(milioni di dollari statunitensi)



Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree ombreggiate mostrano l'intervallo di valori per le importazioni di prodotti ortofrutticoli da Stati Uniti e Brasile per ciascun mese degli anni fra il 2010 e il 2017, così da mostrare i consueti andamenti stagionali. L'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2018.

L'impatto dell'aumento delle tariffe sui mercati finanziari sembra esser rimasto circoscritto ai settori interessati.

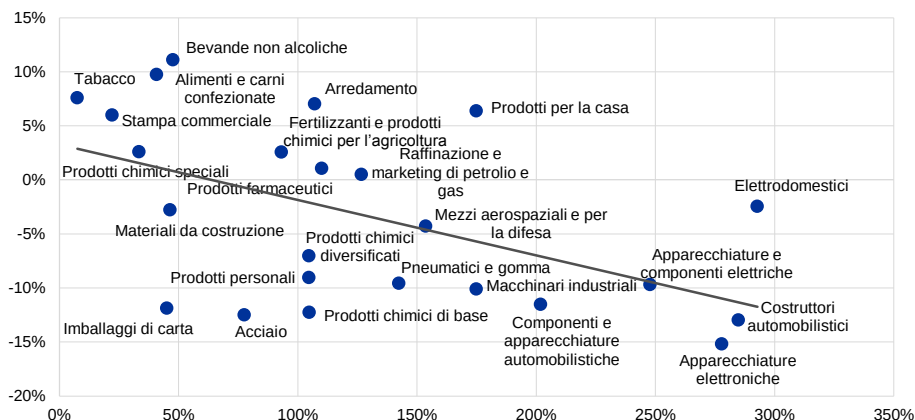
In generale, i mercati finanziari internazionali hanno mostrato segni di tenuta agli annunci dei nuovi dazi. Ciò potrebbe riflettere il fatto che finora solo una piccola parte del commercio mondiale è stato coinvolto. Al tempo stesso, è chiaro che le società statunitensi potenzialmente colpite da dazi più elevati, come quelle maggiormente sensibili alle aree al di fuori degli Stati Uniti in termini di generazione di entrate, hanno conseguito rendimenti inferiori alla media (cfr. grafico 8). Un'analisi condotta dalla BCE suggerisce che sia quasi sempre possibile ricondurre i risultati meno favorevoli nei settori colpiti alle variazioni nei premi per il rischio, mentre le variabili fondamentali, quali le aspettative sugli utili e il rischio di credito, non variano in modo considerevole⁴¹. Nel 2018 anche le quotazioni azionarie cinesi sono state colpite in misura maggiore a seguito di vari annunci commerciali.

⁴¹ Per un'ulteriore analisi delle implicazioni del crescente protezionismo per la stabilità finanziaria, cfr. Dizioli, A.G. e van Roye, B., "The resurgence of protectionism: potential implications for global financial stability", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

Grafico 8

Andamenti settoriali dei rendimenti azionari

(asse delle ascisse: apertura commerciale settoriale espressa come percentuale; asse delle ordinate: rendimenti percentuali cumulati dopo sei annunci di dazi)



Fonti: Haver Analytics, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la reazione cumulativa delle quote azionarie a seguito dei sei più importanti annunci sui dazi di Stati Uniti e Cina dall'inizio del 2018. I comparti industriali che rispecchiano la classificazione a otto cifre nel Global Industry Classification Standard (GICS) degli indici settoriali S&P 500 sono stati messi in relazione con i dati su importazioni/esportazioni e valore aggiunto secondo la classificazione a 3 e 4 cifre del North American Industry Classification System (NAICS). L'apertura commerciale settoriale viene calcolata come la somma di importazioni ed esportazioni divisa per il valore aggiunto lordo nel rispettivo comparto industriale nel 2016. L'ultima rilevazione si riferisce al 5 ottobre 2018. I comparti industriali GICS rappresentati nel grafico costituiscono il 35 per cento della capitalizzazione del mercato dei cinque settori fondamentali nell'S&P 500 per i quali erano disponibili dati (materiali, industriali, beni voluttuari, beni di prima necessità e tecnologia informatica) e il 20 per cento della capitalizzazione complessiva del mercato dell'S&P 500. Le classificazioni NAICS utilizzate costituiscono il 58 per cento dell'interscambio totale di beni negli Stati Uniti nel 2016.

Oltre all'impatto sui mercati finanziari, il crescente protezionismo può anche influenzare più ampiamente il clima di fiducia. I recenti indicatori basati sulle

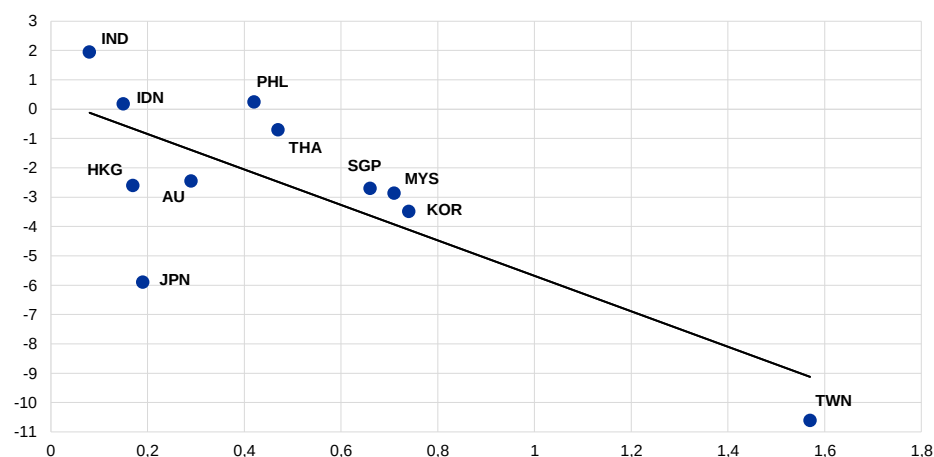
indagini segnalano una moderazione tangibile dell'attività in Cina, spesso identificando le controversie commerciali come uno dei fattori che hanno contribuito alla debolezza degli investimenti cinesi negli ultimi trimestri. Tuttavia, tale calo degli investimenti potrebbe anche essere stato determinato da condizioni di credito interne più restrittive. Come indicato nella sezione 4.1, nella misura in cui le esportazioni delle economie asiatiche verso la Cina sono incorporate nelle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti (ad es., come parti di prodotti cinesi), i dazi statunitensi potrebbero frenare anche le loro esportazioni attraverso le catene del valore regionali. Sembra emergere una correlazione negativa fra le esposizioni dei paesi asiatici alla catena di approvvigionamento fra Cina e Stati Uniti e le variazioni dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero in questi paesi, a partire da gennaio 2018, che indica che i crescenti dazi potrebbero influenzare il clima di fiducia in tutta la regione (cfr. grafico 9). Negli Stati Uniti, gli indicatori sul clima di fiducia di consumatori e imprese sono alquanto diminuiti negli ultimi mesi, anche se si mantengono prossimi a livelli storicamente elevati. Le imprese statunitensi, però, sono via via più preoccupate per gli effetti delle tensioni commerciali e un certo numero di esse riferisce di aver rivisto i propri piani di investimenti di capitali alla luce dei timori correlati ai dazi⁴².

⁴² Indagine sull'incertezza delle imprese condotta dalla Federal Reserve Bank di Atlanta, Stanford University e University of Chicago Booth School of Business a luglio 2018..

Grafico 9

Variazioni del PMI per il settore manifatturiero nei paesi asiatici e loro esposizione indiretta ai dazi statunitensi

(asse delle ordinate: variazione del PMI per il settore manifatturiero da gennaio 2018, in punti indice; asse delle ascisse: valore aggiunto nelle importazioni statunitensi dalla Cina, come percentuale del PIL del paese)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i paesi rappresentati sono Australia (AU), Corea (KOR), Filippine (PHL), Giappone (JPN), Hong Kong (HKG), India (IND), Indonesia (IDN), Malaysia (MYS), Singapore (SGP), Thailandia (THA) e Taiwan (TWN).

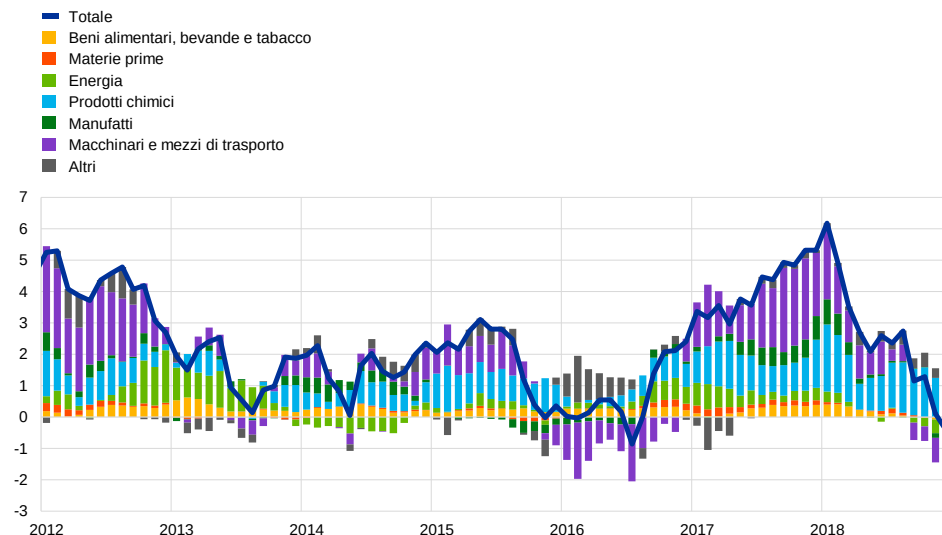
L'incertezza legata al crescente protezionismo potrebbe anche aver influenzato la domanda esterna di beni dell'area dell'euro. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono state particolarmente deboli a partire dall'inizio del 2018; il calo è stato determinato principalmente da un netto deterioramento nei settori manifatturiero e di macchinari e mezzi di trasporto (cfr. grafico 10). Le esportazioni del settore manifatturiero sono strettamente legate alla crescita degli investimenti dei partner commerciali e storicamente tendono a mostrare una correlazione negativa relativamente elevata con alcune delle misure di incertezza, come il VIX⁴³. Se da un lato ciò sembra indicare che l'incertezza legata al crescente protezionismo possa aver influito sulle esportazioni dell'area dell'euro, dall'altro è difficile distinguere questo possibile effetto da altri fattori, quali l'introduzione di nuovi standard sulle emissioni in Europa, le specifiche variazioni avverse alle normative del settore automobilistico in Cina, le turbolenze finanziarie nei mercati emergenti e la Brexit.

⁴³ Indice di volatilità creato dal Chicago Board Options Exchange.

Grafico 10

Esportazioni dell'area dell'euro

(volume; medie mobili a tre mesi di tassi di variazione e contributi sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2018.

La maggiore incertezza commerciale può inoltre aver provocato una riduzione degli investimenti degli esportatori dell'area dell'euro. L'evidenza basata su modelli e indagini mostra che l'incertezza mondiale ha un effetto negativo sugli investimenti delle imprese dell'area dell'euro⁴⁴. Il grafico 11 mostra che nel 2018 il rapporto fra spesa in conto capitale e attività delle imprese che operano nei settori interessati da interventi e minacce tariffarie statunitensi (pannelli solari, lavatrici, metalli e autovetture) è stato inferiore rispetto a quello delle imprese che operavano in altri settori⁴⁵. Mentre gli investimenti dei due gruppi di imprese mostravano andamenti simili prima del 2018, nel seguito le tendenze del rapporto fra investimenti e attività hanno cominciato a divergere. A prescindere da ciò, le dinamiche di investimento potrebbero anche esser state influenzate dagli andamenti specifici del settore automobilistico.

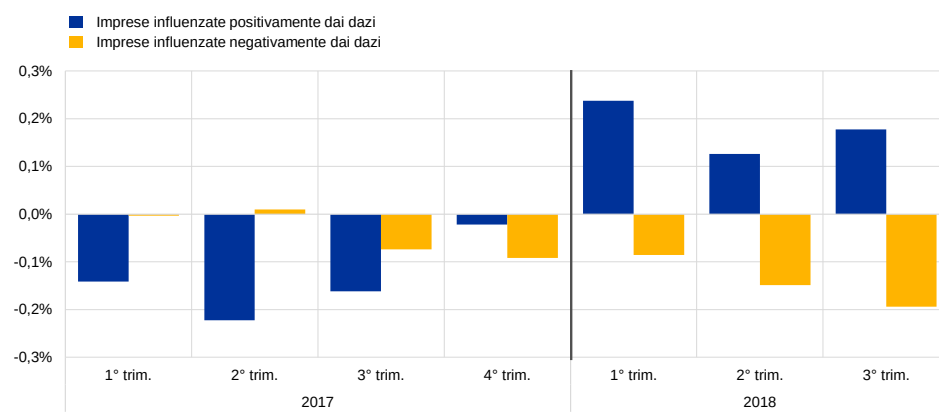
⁴⁴ Cfr. il riquadro *Determinanti della domanda interna nell'area dell'euro e relativi rischi*, nel numero 1/2019 di questo Bollettino.

⁴⁵ Un modello multi-paese e multi-settore simula gli effetti di dazi che sono stati già applicati (dalle liste ufficiali), la minaccia di dazi sulle importazioni statunitensi di automobili e le relative ritorsioni contro alcuni settori negli Stati Uniti. Il modello identifica i settori influenzati negativamente dalle misure tariffarie e i settori che ne hanno tratto beneficio (attraverso il riorientamento del commercio). Gli effetti conseguenti includono un impatto indiretto su competitività e catene di approvvigionamento.

Grafico 11

Variazione nel rapporto fra investimenti e totale degli attivi delle imprese influenzate positivamente/negativamente dai dazi

(variazioni percentuali sui dodici mesi nel rapporto fra investimenti e totale degli attivi)



Fonte: società non finanziarie (SNF) nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 300.

Note: il campione è rappresentato da SNF incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 300 e varia nel tempo a causa della disponibilità dei dati. La misura riportata è la variazione percentuale sui dodici mesi nei rapporti fra gli investimenti e il totale degli attivi, definiti come il rapporto fra spesa in conto capitale e totale degli attivi. Le SNF sono raggruppate in base al loro essere influenzate positivamente (in blu) o negativamente (in giallo) dalla minaccia di dazi nelle simulazioni.

4.3 Quale il possibile impatto di una escalation delle tensioni commerciali: simulazioni sulla base di un modello

I rischi legati a un ulteriore peggioramento delle tensioni commerciali restano rilevanti, poiché esso potrebbe essere seguito da azioni concrete. Per valutare l'impatto di una nuova evoluzione negativa delle tensioni commerciali, questa sottosezione esamina lo scenario di un'ipotetica guerra commerciale in cui gli Stati Uniti aumentino del 10 per cento le barriere tariffarie e non tariffarie sulle importazioni per tutti i partner commerciali, e che questi reagiscano in maniera simmetrica. Ovviamente l'impatto sarebbe molto più pronunciato nel caso di una vera e propria guerra commerciale, tutti contro tutti.

Sebbene presentino dei limiti, le stime basate su modelli possono contribuire alla valutazione di alcune delle implicazioni a medio e lungo termine di un peggioramento delle tensioni commerciali. Due diverse metodologie sono utilizzate per far luce sui risultati sia di medio che di lungo termine. Il Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)⁴⁶ dell'FMI, insieme al modello ECB-Global⁴⁷ della BCE, vengono usati per studiare gli effetti di uno scenario di guerra commerciale su un orizzonte di medio periodo. In tale scenario vengono valutati gli effetti non solo sugli scambi ma anche sul clima di fiducia⁴⁸. Per valutare le implicazioni di lungo termine (stato stazionario) per gli scambi, viene usato un modello di equilibrio generale

⁴⁶ Cfr. Kumhof, M. et al., "The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure", *IMF Working Papers*, n. 10/34, FMI, febbraio 2010.

⁴⁷ Cfr. Dieppe, A. et al., "ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis", *Economic Modelling*, vol. 72(C), giugno 2018, pagg. 78-98.

⁴⁸ Lo scenario riproduce simulazioni basate sul modello come riportate nel riquadro *Implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo*, nel numero 6/2018 di questo Bollettino e in Cœuré, B., "The consequences of protectionism", intervento pronunciato durante la 29^a edizione del workshop *Lo scenario dell'economia e della finanza*, Villa d'Este (Cernobbio), 6 aprile 2018.

multi-paese e multi-settore. In tale modello, si parte dall'assunto che le barriere tariffarie e non tariffarie siano maggiori del 10 per cento su base permanente, consentendo così la formulazione di previsioni di lungo periodo⁴⁹.

Nelle simulazioni degli effetti di medio termine, un aumento delle tensioni commerciali potrebbe avere un significativo impatto diretto sull'attività statunitense, aggravato da intensificate tensioni finanziarie e da un calo della fiducia. Un aumento delle barriere tariffarie e non tariffarie sulle importazioni induce consumatori e imprese a preferire beni prodotti entro i confini nazionali. Tuttavia, è probabile che tale effetto sia più che compensato dall'aumento dei prezzi e dalla riduzione delle esportazioni, derivati dalle ritorsioni adottate da tutti i partner commerciali. Ne consegue che gli effetti diretti sul PIL statunitense sono negativi e potrebbero far diminuire l'attività dell'1,5 per cento (rispetto ai dati di riferimento dopo il primo anno). Gli effetti sul clima di fiducia derivanti da un inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbero portare a un'ulteriore riduzione del PIL. Ai fini del presente scenario, gli effetti sul clima di fiducia vengono simulati presumendo un aumento dei premi per il rischio delle obbligazioni societarie di 50 punti base e un calo dei prezzi delle azioni di due deviazioni standard in tutti i paesi⁵⁰.

Anche se alcuni paesi possono inizialmente trarre beneficio da un riorientamento del commercio, si prevede che l'interscambio e l'attività mondiale diminuiscano significativamente. I produttori cinesi possono migliorare la loro competitività in paesi terzi nei confronti dei produttori statunitensi, poiché tutti i partner commerciali degli Stati Uniti aumenterebbero le barriere tariffarie e non tariffarie sulle importazioni dagli Stati Uniti nello scenario simulato (cfr. grafico 12 per gli effetti durante il primo anno). In questa simulazione, quindi, gli effetti commerciali sul PIL cinese sono lievemente positivi (+0,6 per cento) e sono solo parzialmente compensati dagli effetti sul clima di fiducia. Quanto all'area dell'euro, nonostante alcuni possibili guadagni di quote di mercato delle esportazioni, gli effetti di propagazione del deterioramento del clima di fiducia mondiale molto probabilmente compenserebbero il guadagno di competitività, provocando così un modesto calo complessivo dell'attività. Infine, l'attività e l'interscambio mondiale potrebbero diminuire di oltre il 2,5 e l'1 per cento, rispettivamente, come conseguenza degli effetti negativi combinati dei canali commerciali e finanziari.

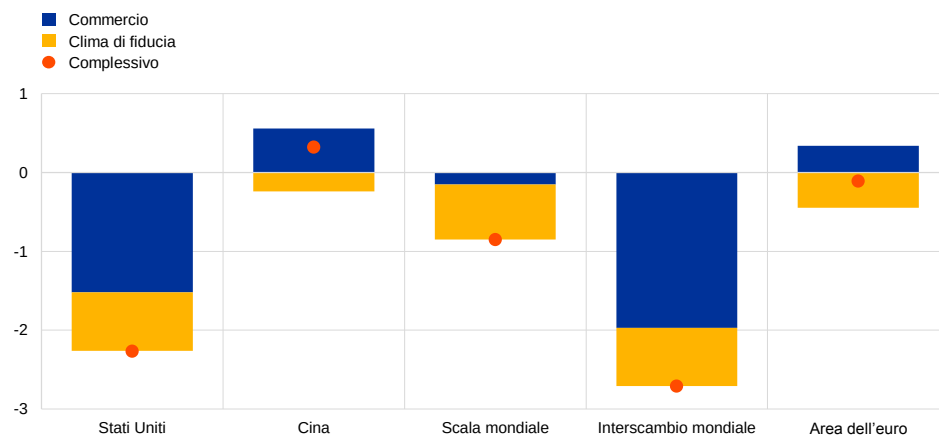
⁴⁹ Mentre per la valutazione degli effetti di medio termine si presuppone che le misure siano applicate solo per due anni, nelle simulazioni di situazioni di equilibrio si parte dall'assunto che tutte le sostituzioni e gli aggiustamenti siano stati applicati, dato che gli aumenti dei costi commerciali sono permanenti.

⁵⁰ I risultati delle simulazioni si fondano su importanti assunzioni. Si suppone che le dispute commerciali durino solo due anni e che le entrate fiscali aggiuntive generate dall'aumento dei dazi siano utilizzate per ridurre i disavanzi di bilancio, piuttosto che per sostenere la domanda. Si presume che la politica monetaria e i tassi di cambio reagiscano in modo endogeno in tutti i paesi. Pertanto i risultati devono essere considerati con cautela.

Grafico 12

Impatto stimato di un peggioramento delle tensioni commerciali: effetti nel primo anno

(risposta del PIL, deviazione dallo scenario di base, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i risultati sono ottenuti mediante la combinazione degli effetti diretti sull'interscambio desunti dal modello GIMF e degli effetti sul clima di fiducia modellizzati con l'ECB-Global Model.

Le accresciute tensioni commerciali potrebbero avere marcati effetti a lungo termine su esportazioni e importazioni statunitensi. Nelle simulazioni del modello, gli effetti sullo stato stazionario tengono conto degli interscambi attraverso le catene del valore, anche se ignorano i canali finanziari e gli effetti sul clima di fiducia che potrebbero emergere nel medio periodo⁵¹. Nel lungo periodo, consumatori e produttori potrebbero pienamente orientarsi verso beni prodotti entro i confini nazionali o i mercati terzi, mentre alcuni processi produttivi potrebbero essere in parte trasferiti presso i mercati di destinazione interessati dalle misure. Negli Stati Uniti i flussi commerciali potrebbero essere duramente colpiti, con un calo del 26,6 per cento delle esportazioni in termini reali e uno, meno significativo, delle importazioni (22,8 per cento) e conseguenti effetti complessivamente negativi dell'interscambio commerciale netto sull'attività. Il vasto impatto sui flussi statunitensi riflette il fatto che le loro esportazioni verso, e le importazioni da, tutti i partner commerciali sono soggette a dazi più elevati. Al contrario, la Cina probabilmente subirà perdite più contenute (cfr. grafico 13), poiché le minori esportazioni verso gli Stati Uniti sono in parte compensate da maggiori esportazioni verso quei paesi in cui la Cina ha migliorato la propria competitività di prezzo rispetto ai produttori statunitensi. Analogamente, altri paesi potrebbero migliorare la propria competitività sui mercati cinesi a spese degli Stati Uniti, prendendo il loro posto come paese di origine delle esportazioni verso la Cina⁵².

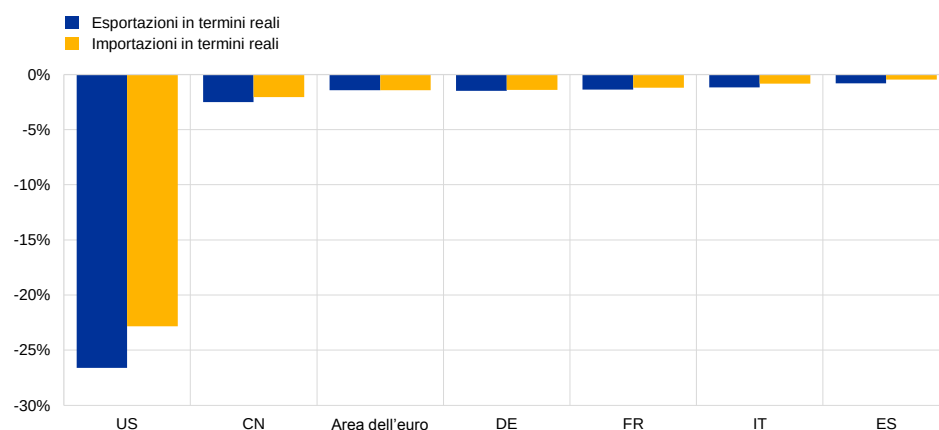
⁵¹ Per i dettagli del modello, cfr. Cappariello, R. et al., "Protectionism and Value Chains, Quantifying the General Equilibrium Effects", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione.

⁵² L'impatto stimato sul commercio varia in base al tipo di elasticità considerata. La risposta piuttosto consistente dei volumi commerciali all'aumento dei dazi nelle nostre simulazioni riflette le caratteristiche specifiche di questa classe di modelli. È ben documentato nella letteratura accademica che i modelli macroeconomici standard incontrano elasticità di prezzo inferiori rispetto ai modelli stimati a livello settoriale. L'aggregazione di tali elasticità settoriali a livello di paese porta a elasticità maggiori, che sono eterogenee tra paesi e dipendono dal grado di specializzazione e apertura fra i vari settori. Cfr. ad esempio, Imbs, J. e Mejean, I., "Trade elasticities", *Review of International Economics*, vol. 25, n. 2, 2017, pagg. 383-402.

Grafico 13

Impatto stimato di un peggioramento delle tensioni commerciali sugli interscambi: effetti di lungo termine

(deviazioni dal commercio attuale in termini reali in percentuale)



Fonti: World Input-Output Database (edizione 2016) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni nelle esportazioni e importazioni in termini reali sono state aggregate a partire da variazioni negli scambi bilaterali in termini reali a livello di settore utilizzando le quote di valori nominali corrispondenti. Le variazioni dell'interscambio nominale bilaterale a livello di settore sono state deflazionate dalle rispettive variazioni di prezzo. L'area dell'euro include il commercio sia verso l'interno sia verso l'esterno dell'area. CN è stato usato come abbreviazione di Cina.

Per l'area dell'euro gli effetti sul commercio sarebbero relativamente contenuti.

L'impatto attraverso il canale dell'interscambio sul commercio dell'area dell'euro nel complesso sarebbe contenuto, con effetti differenziati a seconda dei paesi e dei settori (cfr. grafico 13). Tuttavia, le conseguenze di un peggioramento delle tensioni commerciali potrebbero essere più marcate a causa degli effetti legati all'incertezza e delle perdite di produttività.

Riquadro 1

Valutazione dell'impatto della minaccia di dazi sulle autovetture economia mondiale e l'area dell'euro

a cura di Vanessa Gunnella

Il presente riquadro valuta il possibile impatto di un aumento dei dazi sulle importazioni automobilistiche negli Stati Uniti. Le simulazioni presumono un aumento dei dazi sulle importazioni automobilistiche da parte degli Stati Uniti rispetto a tutti i partner commerciali tranne Canada e Messico⁵³. Tali partner reagirebbero in modo simmetrico⁵⁴.

La produzione di vetture è organizzata attraverso catene produttive transfrontaliere molto complesse. L'interconnessione fra settori è estremamente elevata nei paesi che partecipano allo United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA). Presi nel loro insieme, i veicoli assemblati in Canada e Messico ed esportati negli Stati Uniti contengono elevati livelli di valore aggiunto degli Stati Uniti, che raggiungono il 22 per cento (cfr. le aree rosse nel grafico A). Di contro, i veicoli importati da Giappone, Corea e Germania hanno poco contenuto di valore aggiunto proveniente dagli Stati Uniti

⁵³ Un accordo a margine dell'accordo commerciale USMCA esclude l'applicazione dei dazi della Sezione 232 (incluso un potenziale dazio sulle autovetture) a Canada e Messico.

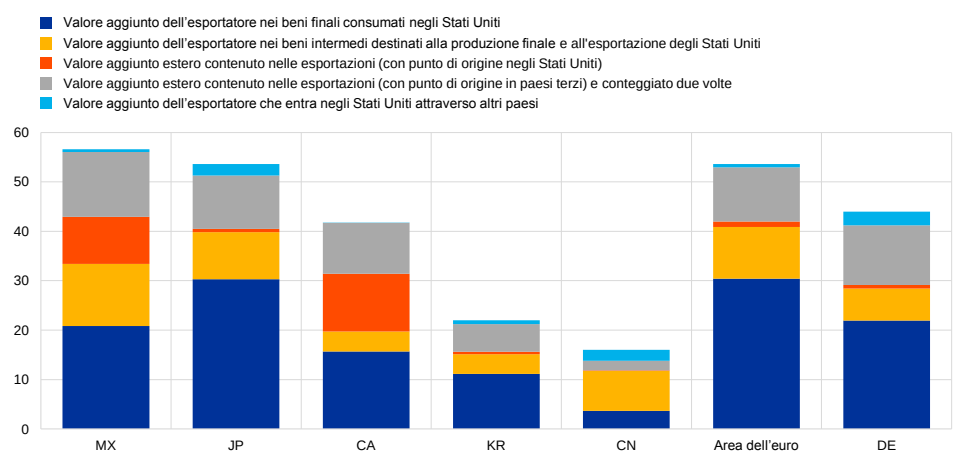
⁵⁴ Nello specifico, i paesi interessati da dazi del 25 per cento sulle automobili reagirebbero colpendo il settore automobilistico statunitense e aumentando i dazi sui prodotti in precedenza coinvolti in azioni ritorsive.

(circa il 2 per cento). Le esportazioni verso gli Stati Uniti sono costituite anche da input intermedi usati dall'industria automobilistica interna per produrre vetture per consumi interni ed esportazione (cfr. le aree gialle nel grafico A). Pertanto, mentre i dazi sulle importazioni di autovetture negli Stati Uniti potrebbero discriminare i produttori stranieri, anche la produzione interna e le esportazioni statunitensi potrebbero risentire dell'aumento dei prezzi per le componenti dei veicoli (in modo proporzionato rispetto alle aree rosse e gialle del grafico A). In particolare, i produttori esteri di automobili che esportano negli Stati Uniti sarebbero interessati dai dazi sui prodotti esportati direttamente verso gli Stati Uniti (cfr. le aree blu nel grafico A) e, in misura minore, indirettamente attraverso i prodotti esportati attraverso altri paesi (cfr. le aree azzurre nel grafico A). Tuttavia non sarebbero interessati per quel che riguarda il contenuto dal valore aggiunto delle esportazioni, ascrivibile a paesi terzi, o per la quota delle esportazioni: questo è soltanto uno scambio bidirezionale che non comporta alcun valore aggiunto (cfr. le aree grigie nel grafico A).

Grafico A

Legami della catena produttiva nelle esportazioni di veicoli verso gli Stati Uniti

(esportazioni verso gli Stati Uniti; miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: World Input-Output Database (dati del 2016), Wang, Z., Wei, S.J. e Zhu, K., "Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels", *NBER Working Papers*, n. 19677, National Bureau of Economic Research, novembre 2013, ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al 2014. Il grafico mostra la scomposizione delle esportazioni nominali lorde verso gli Stati Uniti in componenti del valore aggiunto. "Valore aggiunto dell'esportatore nei beni finali consumati negli Stati Uniti" indica il valore aggiunto di un esportatore contenuto nei prodotti finali esportati negli Stati Uniti; "Valore aggiunto dell'esportatore nei beni intermedi destinati alla produzione finale e all'esportazione degli Stati Uniti" indica il valore aggiunto contenuto nei prodotti intermedi utilizzati come input per la produzione all'interno degli Stati Uniti o per la produzione di esportazioni statunitensi; "Valore aggiunto estero contenuto nelle esportazioni" indica il valore aggiunto estero (proveniente dagli Stati Uniti o da paesi terzi) contenuto nelle esportazioni; "conteggiato due volte" indica il valore aggiunto dei prodotti intermedi che attraversano il confine più di una volta; "Valore aggiunto dell'esportatore che entra negli Stati Uniti attraverso altri paesi" indica il valore aggiunto contenuto nei beni intermedi prodotti da un esportatore utilizzato da paesi terzi per produrre beni da esportare negli Stati Uniti. Per l'aggregato dell'area dell'euro, vengono considerati "altri paesi" solo i paesi non appartenenti all'area. Si utilizzano le seguenti abbreviazioni: CA per il Canada, CN per la Cina, MX per il Messico, JP per il Giappone e KR per la Corea del Sud.

Gli effetti di un aumento dei dazi sulle importazioni statunitensi di veicoli nello stato

stazionario si concentrerebbero nel settore automobilistico. Le simulazioni effettuate utilizzando il modello di equilibrio generale multi-paese e multi-settore descritto in precedenza suggeriscono che i consumatori statunitensi potrebbero orientarsi verso veicoli prodotti negli Stati Uniti o in Messico e Canada (non soggetti a misure tariffarie) e la produzione di veicoli sarebbe in parte trasferita lì. Di conseguenza, l'industria automobilistica negli Stati Uniti aumenterebbe il proprio valore aggiunto del 12 per cento (0,1 per cento del valore aggiunto nominale statunitense), così come avverrebbe per Canada e Messico (aumenti nel valore aggiunto del 14 e del 10 per cento, rispettivamente). In termini di valore aggiunto, i settori automobilistici giapponese e dell'area dell'euro, rispettivamente, subirebbero una perdita di circa il 10 e il 4 per cento. I dazi ritorsivi e l'aumento dei prezzi degli input

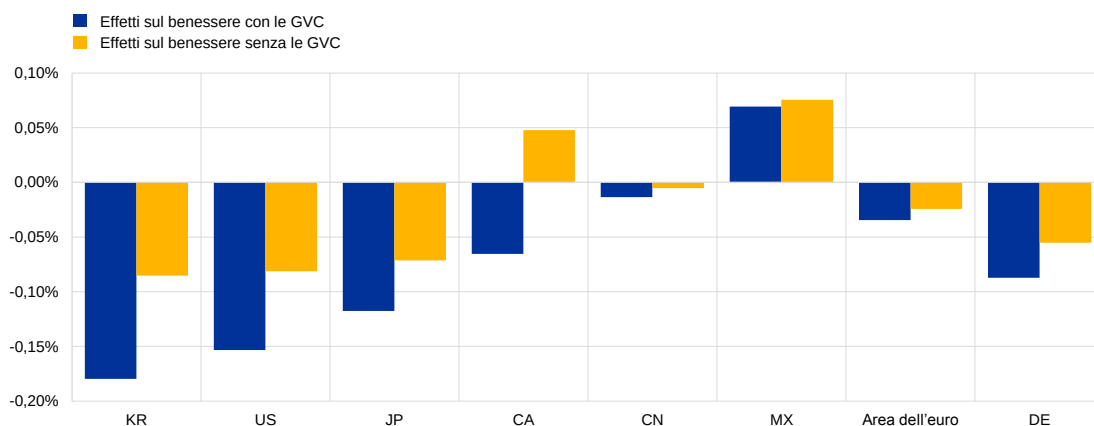
potrebbero influire su altri settori negli Stati Uniti, compensando così l'effetto positivo che i produttori di automobili statunitensi otterrebbero dal guadagno di competitività.

Gli effetti dei dazi sono amplificati dalle catene di valore globali (GVC) transfrontaliere dell'industria automobilistica. Il grafico B confronta gli effetti sul benessere derivanti da un modello multi-settore che tiene conto degli effetti delle GVC a livello mondiale con quelli di un modello dello stesso tipo, che tuttavia prende in considerazione solo l'interscambio di prodotti finiti (in modo tale che la quota di scambi sottoposta a dazio rimanga la stessa). Il commercio fra settori all'interno di un paese è anch'esso completamente ascrivito ai prodotti finali: nel modello senza GVC, i dazi sarebbero applicati solo nel momento in cui i beni finali attraversassero una frontiera. I risultati confermano che l'organizzazione della produzione automobilistica nelle catene di approvvigionamento che richiedono molteplici fasi produttive in numerosi paesi (cfr. grafico A) svolge un ruolo importante nella trasmissione degli effetti tariffari: non tenere conto del commercio legato alle GVC nel modello settoriale porterebbe a sottostimare gli effetti sul benessere di almeno il 10 per cento nel caso dell'area dell'euro. Gli effetti amplificatori delle GVC sono ancora più evidenti nel caso degli Stati Uniti, il cui settore automobilistico dipende fortemente dall'importazione degli input intermedi. Il ruolo delle GVC è particolarmente interessante nel caso del Canada. Senza tener conto degli effetti delle GVC, il Canada registrerebbe dei guadagni in termini di benessere. Tuttavia, quando si prendono in considerazione gli effetti tariffari indiretti e circolari che agiscono attraverso le catene produttive (ad es. aumento dei prezzi anche attraverso i dazi che interessano gli Stati Uniti), gli effetti sul benessere diventano negativi.

Grafico B

Effetti dei dazi sul benessere

(deviazione dal benessere non tariffario come percentuale)



Fonti: World Input-Output Database (edizione 2016) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il benessere è definito come il reddito delle famiglie in termini reali. Si utilizzano le seguenti abbreviazioni: CA per il Canada, CN per la Cina, MX per il Messico, JP per il Giappone e KR per la Corea del Sud.

Nel complesso, l'impatto dei crescenti dazi sulle automobili è stimato più marcato per i paesi che esportano autovetture e potrebbe essere accentuato dagli effetti sul clima di fiducia.

Nonostante la produzione unitaria mondiale di automobili sia ampia, in molti paesi l'industria automobilistica rappresenta solo una piccola quota di valore aggiunto. Si stima che l'impatto sull'area dell'euro nel suo insieme sarebbe ridotto, anche quando fossero presi in considerazione gli effetti amplificatori delle catene produttive mondiali. Tuttavia, le conseguenze di un aumento dei dazi possono gravare in modo significativo su alcuni paesi. Si ritiene che un eventuale aumento dei dazi avrebbe effetti negativi negli Stati Uniti e nei paesi con un'ampia esposizione al mercato statunitense:

principalmente Giappone e Corea del Sud. Inoltre, gli effetti sul clima di fiducia o gli effetti di incertezza per l'industria automobilistica che non sono stati presi in considerazione potrebbero avere un impatto ancor più negativo sull'economia mondiale.

5 Conclusioni

Considerate in isolamento, le ripercussioni dei dazi istituiti nel 2018 costituiscono solo un rischio contenuto per le prospettive mondiali e dell'area dell'euro. Le evidenze preliminari indicano che, per aggirare gli effetti dell'aumento dei dazi, le imprese che operano nei settori interessati potrebbero aver anticipato i propri ordini di importazione. Mentre i flussi commerciali nei settori interessati potrebbero aver iniziato a rallentare dopo l'entrata in vigore dei dazi, soprattutto in Cina, al momento l'impatto dei dazi istituiti e annunciati sembra esser rimasto circoscritto ai settori interessati a causa degli effetti legati all'incertezza.

Se, tuttavia, le tensioni commerciali dovessero aumentare ancora l'impatto sarebbe maggiore. Le simulazioni basate sul modello indicano che l'impatto diretto di medio termine di una crescita delle tensioni potrebbe essere considerevole; a esso si aggiungerebbero tensioni finanziarie intensificate e un crollo della fiducia. Nonostante alcuni effetti di diversione degli scambi, il commercio globale, e quindi l'attività economica, diminuirebbero sia a livello mondiale che dell'area dell'euro. Gli effetti di più lungo termine sarebbero ancora più marcati.

La liberalizzazione commerciale conseguita nell'ambito della cooperazione internazionale è stata un fattore determinante della ricchezza economica mondiale. L'integrazione commerciale ha contribuito a trainare la crescita economica nelle economie avanzate e in via di sviluppo nella seconda metà del ventesimo secolo, oltre ad aver aiutato centinaia di milioni di persone a uscire da condizioni di povertà. Al tempo stesso, anche se il libero scambio è spesso considerato come uno dei fattori sottostanti le disuguaglianze crescenti sia a livello nazionale che a livello internazionale, invertire il processo di globalizzazione è il modo sbagliato di affrontare questi effetti negativi. Una diminuzione dell'apertura alimenterà soltanto maggiori disuguaglianze, privando le persone degli indiscussi vantaggi economici portati da commercio e integrazione. I paesi dovrebbero piuttosto cercare di risolvere le diverse controversie commerciali in consessi internazionali. Incoraggiando la convergenza nelle regolamentazioni, la cooperazione internazionale aiuta a proteggere le persone dalle conseguenze indesiderate dell'apertura commerciale e pertanto resta una risposta fondamentale ai timori riguardanti correttezza ed equità nel commercio. Gli effetti distributivi e sociali della maggiore integrazione economica dovrebbero inoltre essere affrontati da politiche mirate che raggiungano risultati più equi, incluse ad esempio politiche redistributive o misure educative e formative adeguate.

Le regole di bilancio nell'area dell'euro e gli insegnamenti acquisiti nell'ambito di altre unioni monetarie

a cura di Nadine Leiner-Killinger e Carolin Nerlich

Il presente riquadro raffronta l'assetto delle regole di bilancio vigente nell'area dell'euro con quelli degli Stati Uniti e della Svizzera, caratterizzati da una maggiore integrazione fiscale, allo scopo di trarre spunti di riflessione riguardo alle possibili modalità di riforma delle norme di bilancio dell'Unione economica e monetaria europea (UEM). Sia gli Stati Uniti sia la Svizzera hanno avuto un percorso di norme sul pareggio di bilancio che ha contribuito a stabilizzare il debito pubblico dei singoli stati/cantoni su livelli contenuti e tra loro sostanzialmente comparabili. La recente adozione di norme per il pareggio di bilancio nell'area dell'euro è stato un importante traguardo in questa direzione e ha contribuito a migliorare le posizioni di bilancio dei singoli paesi. Tuttavia, il quadro normativo deve essere reso più efficace nel ridurre gli elevati livelli di debito pubblico e la loro dispersione all'interno dell'area dell'euro. Ridurre l'eterogeneità delle posizioni del debito pubblico costituisce un prerequisito importante ai fini della creazione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune, ben gestita e centralizzata all'interno dell'UEM, cui ricorrere in caso di gravi crisi economiche. Ciò a sua volta contribuirebbe a contenere la prociclicità delle norme di bilancio a livello nazionale.

1 Introduzione

Nell'Unione economica e monetaria europea, la politica monetaria unica è integrata dalle politiche di bilancio, che rientrano nelle competenze dei governi nazionali. Tali politiche sono soggette a una serie di norme di bilancio e di disposizioni specifiche per paese. Il quadro comune di riferimento dell'UE in materia di bilancio è stato rafforzato in seguito alla recente crisi economica e finanziaria, verificatasi al termine di un periodo caratterizzato da un andamento positivo dell'economia, durante il quale non è stata messa a frutto a sufficienza la possibilità di costituire margini di bilancio. Fra l'altro, le misure introdotte hanno posto l'accento sulla riduzione del rapporto fra debito pubblico e PIL a livelli che favoriscano la solidità delle finanze pubbliche. Tali misure comprendono anche un patto di bilancio europeo, contenente una disposizione in base alla quale i paesi devono avere come obiettivo di medio termine (OMT) una posizione di bilancio prossima al pareggio. Essi devono recepire tale disposizione nella normativa nazionale, preferibilmente a livello costituzionale.

Mentre prosegue l'impegno volto a migliorare il funzionamento dell'UEM, i progressi verso una maggiore integrazione fiscale sono stati finora scarsi⁵⁵. Secondo la dichiarazione resa a seguito del Vertice euro di ottobre 2014, "per assicurare il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria è essenziale un coordinamento più stretto delle politiche economiche nella zona euro" ed è

⁵⁵ Ai fini del presente articolo, l'integrazione fiscale è definita come il parziale trasferimento di risorse fiscali e competenze in materia di politiche di bilancio dai livelli amministrativi inferiori a quelli centrali. È ragionevole attendersi che una maggiore integrazione fiscale possa tradursi in un sistema di federalismo fiscale (cfr. la sezione 4).

importante “predisporre le prossime misure volte a migliorare la governance economica nella zona euro”. Successivamente, nel 2015, la “Relazione dei cinque presidenti” ha indicato alcune proposte per il completamento dell’UEM, sottolineando che “occorrono progressi [...] verso un’Unione di bilancio che garantisca sia la sostenibilità che la stabilizzazione del bilancio”⁵⁶. Ciò riflette il fatto che, a differenza di altre unioni monetarie, l’UEM non è dotata di un bilancio federale di grossa entità. Non esiste quindi un bilancio distinto e centralizzato che possa essere utilizzato ai fini di una stabilizzazione dell’economia dell’area dell’euro in fasi di profonda recessione economica. Il Vertice euro di dicembre 2018 ha incaricato l’Eurogruppo “di lavorare all’elaborazione, alle modalità di esecuzione e alle tempistiche di uno strumento di bilancio per la convergenza e la competitività [...]”, ma non ha sollecitato l’impegno a favore di una capacità di stabilizzazione centralizzata⁵⁷.

Il presente articolo ha lo scopo di trarre spunti per l’elaborazione di norme di bilancio nell’area dell’euro a partire dall’assetto normativo in vigore in altre unioni monetarie, maggiormente integrate sotto il profilo fiscale. In particolare, l’articolo esamina le norme di bilancio esistenti negli Stati Uniti e in Svizzera, cioè in unioni monetarie caratterizzate da una struttura federale, dall’esistenza di norme di bilancio a livello federale e sub-federale, nonché da un bilancio centralizzato di considerevole entità. È importante rilevare che queste unioni monetarie differiscono dall’area dell’euro in quanto sono anche unioni politiche, cioè costituiscono un’unica nazione o un unico Stato federale.

Le evidenze riscontrate mostrano che la maggiore enfasi data nei paesi dell’area dell’euro alle norme in materia di pareggio di bilancio ha avvicinato l’Unione all’assetto caratteristico degli Stati Uniti e della Svizzera. Questi paesi hanno avuto una lunga storia di norme in materia di pareggio di bilancio a livello sub-federale che hanno reso, complessivamente, i rapporti tra debito pubblico e PIL dei singoli stati/cantoni inferiori e meno eterogenei rispetto a quelli esistenti nell’area dell’euro. Per raggiungere un risultato analogo, il quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell’UE deve essere reso ancora più efficace nella riduzione degli oneri legati all’elevato debito pubblico nazionale. Ciò renderebbe i paesi interessati meno vulnerabili alle fasi di rallentamento economico, accrescendo la capacità di tenuta dell’intera area dell’euro. Tuttavia le norme in materia di pareggio di bilancio rendono più difficile per i governi l’utilizzo della politica di bilancio in maniera sufficientemente anticiclica, in particolare durante le fasi di grave crisi economica. In altre unioni monetarie, tali norme a livello sub-federale sono accompagnate dalla possibilità di stabilizzare l’economia a livello centralizzato o, in misura inferiore, attraverso fondi “precauzionali” istituiti a livello sub-federale.

L’articolo è strutturato come segue: la sezione 2 riporta una rassegna delle principali norme che disciplinano le politiche di bilancio dell’area dell’euro, concentrando l’attenzione sulle norme vigenti a livello nazionale e sul loro coordinamento con il quadro di riferimento per la governance dell’UE. La sezione 3 descrive i principali andamenti della finanza pubblica registrati dall’insorgere della crisi

⁵⁶ Per maggiori dettagli cfr. Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., “*Completare l’Unione economica e monetaria*”, Commissione europea, giugno 2015.

⁵⁷ Per maggiori dettagli cfr. la [Dichiarazione del Vertice euro, 14 dicembre 2018](#).

al fine di rilevare se il rafforzamento del quadro normativo in materia di governance di bilancio abbia avuto un impatto significativo. La sezione 4 tratteggia le principali caratteristiche dell'assetto normativo che disciplina le politiche di bilancio negli Stati Uniti e in Svizzera. In base a tale analisi, la sezione 5 contribuisce al dibattito sulle modalità di rafforzamento dell'UEM e su come colmare le lacune del quadro normativo vigente. Nella sezione 6 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 Norme in materia di bilancio nell'area dell'euro

Le norme di bilancio costituiscono una componente fondamentale dell'assetto necessario per garantire la solidità delle finanze pubbliche. Posizioni di bilancio sostenibili sono particolarmente importanti in un'unione monetaria, dal momento che i singoli paesi non hanno la possibilità di utilizzare la politica monetaria e di cambio per reagire agli shock locali. Inoltre, come dimostrato dalla recente crisi europea del debito sovrano, la posizione di bilancio non solida di un paese può propagarsi ad altri paesi, con conseguenze per l'intera unione monetaria. Vi è un ampio consenso circa il fatto che regole di bilancio numeriche contribuiscano alla definizione di solide politiche di bilancio e siano quindi indispensabili per garantire finanze pubbliche sostenibili. Inoltre, il loro impatto positivo su queste ultime può essere ulteriormente rafforzato attraverso la disciplina di mercato (cfr. riquadro 1). Come mostrato dall'esperienza acquisita con la crisi del debito sovrano, l'insufficiente osservanza delle regole di bilancio in periodi favorevoli può portare costi elevati. Se le regole fiscali consentono troppa poca flessibilità nelle fasi recessive, possono limitare la capacità dei paesi di stabilizzare l'economia durante le fasi di rallentamento economico. Questo è vero in particolare per i paesi che non hanno costituito margini di bilancio sufficienti. È quindi importante che, in virtù di tali norme, le politiche di bilancio siano sufficientemente anticicliche rispetto al ciclo economico⁵⁸. Sono quindi necessarie regole di bilancio strutturali capaci di correggere l'impatto degli andamenti ciclici. Oltre a questo, tuttavia, al fine di combattere profonde recessioni economiche, appaiono necessarie forme efficaci di condivisione dei rischi, ad esempio attraverso la creazione di una capacità fiscale centralizzata all'interno di un'unione monetaria⁵⁹.

La logica che sottende l'adozione di norme di bilancio trova un ampio consenso nella letteratura. Il principale obiettivo di tali norme consiste nel limitare il ricorso alla discrezionalità nell'adozione delle politiche allo scopo di accrescere la solidità del processo decisionale in materia di bilancio e di superare la tendenza dei governi a consentire un innalzamento nel tempo dei livelli del disavanzo e del debito (fenomeno conosciuto con il termine di "deficit bias"). Ai fini del presente articolo le regole di bilancio numeriche sono definite come quelle regole che impongono un vincolo permanente alle politiche di bilancio, espresso per mezzo di indicatori sintetici dei

⁵⁸ Si può inoltre sostenere che le norme di bilancio contribuiscono a creare margini di intervento sui conti pubblici. Cfr. ad esempio Nerlich, C. e W. Reuter, "Fiscal Rules, Fiscal Space, and the Procyclicality of Fiscal Policy", *Finanzarchiv*, vol. 72, n. 4, 2016.

⁵⁹ Il tema della condivisione dei rischi e della necessità di una capacità di bilancio esula ampiamente dalla trattazione del presente articolo. Per un approfondimento, cfr. l'articolo [Condivisione dei rischi nell'area dell'euro](#) nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

risultati di bilancio quali il disavanzo, il debito o una componente rilevante del bilancio pubblico⁶⁰.

Le politiche di bilancio nell'area dell'euro sono disciplinate da norme sia sovranazionali sia nazionali. Ad esempio, a livello sovranazionale, i paesi dell'area dell'euro sono soggetti alle regole di bilancio previste dal Patto di stabilità e crescita dell'UE (ossia il limite del 3 per cento al rapporto tra disavanzo e PIL e quello del 60 per cento al rapporto tra debito pubblico e PIL sanciti dal Trattato di Maastricht). Essi sono inoltre tenuti a conseguire e mantenere obiettivi di medio termine (OMT) specifici per paese, che sono definiti in termini di saldo strutturale di bilancio. Quest'ultimo è un indicatore chiave dell'assetto della governance nell'area dell'euro e riflette la posizione di bilancio sottostante del paese, al netto del ciclo economico e di fattori una tantum che incidono sul saldo di bilancio complessivo. Il rispetto di tali norme sovranazionali è disciplinato dal braccio preventivo e dal meccanismo correttivo previsti dal Patto di stabilità e crescita. A differenza di altre unioni monetarie come gli Stati Uniti e la Svizzera (cfr. sezione 4), le norme sovranazionali si applicano alle politiche di bilancio nazionali e non a un bilancio federale. A livello nazionale, le norme in materia di finanza pubblica attualmente vigenti nell'area dell'euro sono in larga misura determinate dal patto di bilancio entrato in vigore nel 2013⁶¹. Esso impone ai paesi di dotarsi di una norma che garantisca il pareggio del bilancio pubblico in termini strutturali nel medio periodo e di un meccanismo di correzione da attivare automaticamente in caso di significative deviazioni dall'obiettivo di bilancio. Tale norma deve essere recepita nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale. Inoltre, diversi paesi dispongono di un proprio assetto normativo specifico.

Negli ultimi 20 anni il numero di norme di bilancio nazionali in vigore si è pressoché triplicato nei paesi dell'area dell'euro, per effetto in particolare di un incremento delle regole in materia di pareggio di bilancio. Mentre all'inizio del secolo esistevano soltanto circa venti norme nazionali in materia di bilancio nei paesi dell'area dell'euro, il loro numero è ora salito a 62, secondo la banca dati sulle norme di finanza pubblica della Commissione europea (cfr. grafico 1). Le regole numeriche adottate dai vari paesi sono di diverso tipo. Quelle sul pareggio di bilancio hanno acquisito una particolare importanza fra i paesi dell'area dell'euro, passando da dieci nell'anno 2000 a 35 nel 2017, e rappresentano attualmente quasi il 60 per cento di tutte le norme esistenti⁶². Anche le regole sul debito, che esistevano solo in tre paesi dell'area dell'euro nel 2000, hanno conosciuto una maggiore diffusione negli ultimi due decenni e rappresentano ora circa un quarto di tutte le norme in vigore. Per contro, le norme in materia di spesa e di gettito hanno un ruolo relativamente limitato nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

⁶⁰ Coerentemente con la definizione ampiamente utilizzata e basata su Kopits, G. e Szrmansky, S., "Fiscal policy rules", *Occasional Paper Series*, n. 162, Fondo monetario internazionale, 1998.

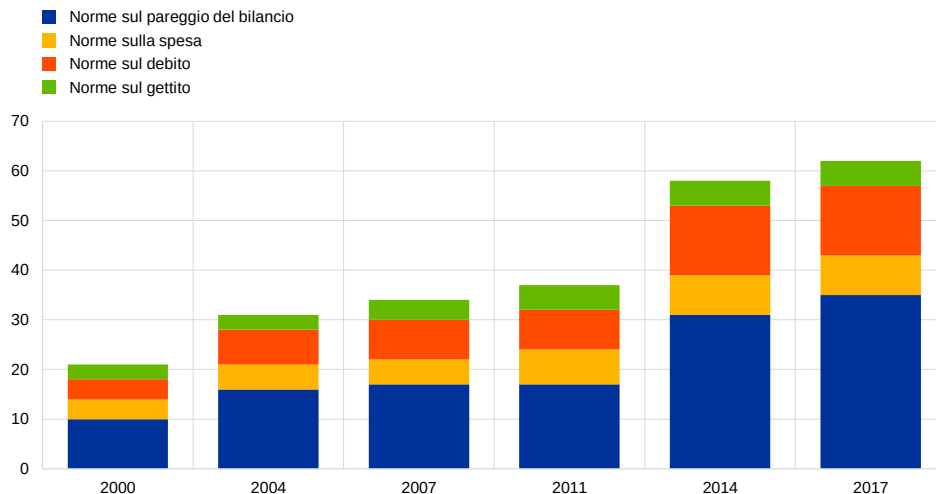
⁶¹ Il patto di bilancio prevede un limite minimo per l'OMT pari al -0,5 per cento del PIL per i paesi il cui debito supera il 60 per cento del prodotto interno lordo e pari al -1 per cento del PIL per i paesi il cui debito è significativamente inferiore al 60 per cento del prodotto. Si tratta di norme vincolanti per le parti contraenti, attualmente 24, tra cui tutti i paesi dell'area dell'euro. Cfr. anche il riquadro [Principali elementi del fiscal compact](#), nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE.

⁶² Oltre alla norma sul pareggio di bilancio per le amministrazioni pubbliche, diversi paesi dell'area dell'euro, in particolare quelli con una struttura federale, dispongono di norme analoghe che prevedono vincoli per le finanze pubbliche anche ai livelli amministrativi locali, come ad esempio quello municipale.

Grafico 1

Norme di bilancio nazionali nell'area dell'euro

(numero di norme)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico si basa sugli ultimi dati disponibili (2017) della banca dati della Commissione europea sulla governance delle finanze pubbliche. Esso comprende tutte le norme nazionali in materia di bilancio, comprese quelle che pongono vincoli solo per una parte del settore pubblico, come le amministrazioni regionali o municipali.

Il quadro di riferimento in materia di regole di bilancio è migliorato considerevolmente di più in termini qualitativi di quanto non venga indicato dal solo incremento del numero delle norme. In molti paesi le norme in materia di finanza pubblica vigenti nei primi anni della storia dell'UEM sono state sostituite da regole più complesse. In tal senso esse hanno subito un miglioramento sotto almeno cinque profili, cioè in termini di copertura, severità, plausibilità, monitoraggio e meccanismi correttivi. Innanzitutto, riguardo alla copertura, in tutti i paesi dell'area dell'euro esiste ora almeno una norma in materia di bilancio che prevede vincoli alle finanze pubbliche al livello delle amministrazioni centrali. La situazione è quindi diversa rispetto ai primi anni della storia dell'area dell'euro, quando la gran parte delle norme concerneva soltanto una piccola parte delle amministrazioni pubbliche centrali e talvolta soltanto il livello amministrativo regionale o comunale. In secondo luogo, negli ultimi anni vi è stato un rafforzamento di tali norme, con l'introduzione di disposizioni a livello costituzionale o a un livello ad esso equivalente. Ciò contribuisce, in linea di principio, a ridurre il rischio di politiche di bilancio miopi e discrezionali, che spesso sono considerate responsabili dell'accumulo di un elevato debito pubblico. In terzo luogo, in tutti i paesi dell'area dell'euro vige almeno una norma in materia di conti pubblici definita in termini strutturali, che quindi tiene conto anche degli effetti degli andamenti ciclici, mentre in precedenza, erano previsti soltanto limiti massimi in termini nominali. Inoltre, il monitoraggio del rispetto degli obiettivi di bilancio è stato considerevolmente rafforzato, grazie all'istituzione, in tutti i paesi dell'area dell'euro, di autorità di bilancio indipendenti, dotate di un mandato relativamente ampio sotto il profilo della sorveglianza. Infine, benché l'esperienza pratica sia ancora scarsa, le norme in questa materia beneficiano di meccanismi di applicazione più credibili, che in alcuni casi verrebbero attivati automaticamente, in caso di deviazioni dagli obiettivi di bilancio.

La maggior parte di questi miglioramenti sono stati realizzati nel corso dell'attuale decennio, per via di importanti cambiamenti istituzionali intervenuti a livello sovranazionale. A tal riguardo ha rivestito particolare importanza il requisito che prevede il pieno recepimento del patto di bilancio nella legislazione nazionale, affinché si possa far proprio, anche a livello nazionale, l'assetto di governance dell'UE. Tale recepimento può essere considerato come una transizione verso un nuovo regime rispetto alle prime fasi dell'UEM, in cui le norme di bilancio nazionali erano concepite in maniera indipendente nei vari paesi⁶³. Anche la direttiva sui quadri di bilancio, nell'ambito del pacchetto di sei atti legislativi del 2011 detto "six-pack", prevedeva delle regole di bilancio numeriche specifiche per gli Stati membri. Inoltre nel 2013 il pacchetto "two-pack", composto da due regolamenti, ha precisato che nel monitoraggio a livello nazionale del rispetto delle norme in materia di finanza pubblica un ruolo maggiore avrebbe dovuto essere attribuito a istituzioni di bilancio indipendenti.

Conseguentemente, vi è stato un avvicinamento fra le norme di bilancio nazionali, che sono ora maggiormente allineate con l'assetto di governance dell'UE a livello sovranazionale. Attualmente in tutti i paesi dell'area dell'euro vige una norma sul pareggio di bilancio che, a seguito dei summenzionati cambiamenti istituzionali, pone dei vincoli al bilancio delle amministrazioni pubbliche. Inoltre, in diversi paesi dell'area è previsto un esplicito riferimento al Patto di stabilità e crescita. Alcuni Stati hanno persino adottato *de jure* regimi più severi rispetto a quanto stabilito dal Patto, essenzialmente in ragione di una più forte automaticità dei meccanismi di applicazione. Nel contempo, fra i vari paesi continuano a persistere differenze nell'assetto normativo in materia di finanza pubblica, che riflettono sostanzialmente preferenze nazionali e strutture federali differenti. Tali differenze sono anche legate al senso di appropriazione delle norme di bilancio esistente a livello nazionale e all'efficacia di queste ultime in termini di conformità.

Riquadro 1

Norme, mercati e disciplina di bilancio in un'unione monetaria

a cura di Maximilian Freier e Sarah Ciaglia

In linea di principio, vi sono due meccanismi mirati al contenimento delle politiche di bilancio non solide: un assetto di governance delle finanze pubbliche basato sulle regole e la disciplina di mercato. I rispettivi ruoli delle norme in materia di bilancio e della disciplina di mercato sono oggetto del dibattito in corso nell'ambito della riforma dell'assetto di governance dell'UEM⁶⁴. Attingendo alla letteratura accademica, il presente riquadro analizza i due meccanismi nonché la loro potenziale interazione.

⁶³ A febbraio 2017 la Commissione europea ha pubblicato la sua valutazione sul recepimento del patto di bilancio, secondo la quale quest'ultimo era stato pienamente realizzato dalla maggioranza delle parti contraenti, anche se soltanto 11 di esse vi avevano provveduto a livello costituzionale o a un livello analogo. Cfr. *Report from the Commission presented under Article 8 of the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*, Commissione europea, 22 febbraio 2017. Tuttavia, tale valutazione potrebbe essere relativamente generosa; cfr. a tale proposito il riquadro *Il patto di bilancio: l'esame svolto dalla Commissione e i prossimi passi da seguire*, nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

⁶⁴ Cfr. ad esempio Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, M., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B. e Zettelmeyer, J., "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight*, n. 91, 2018.

Un assetto di governance basato sulle regole richiede in linea di massima due componenti, ossia norme in materia di politica di bilancio e mezzi per la sua attuazione. Le regole in materia di conti pubblici assumono in genere la forma di limiti numerici agli aggregati di bilancio (cfr. sezione 2). È necessario valutare le politiche pubbliche e garantire il rispetto delle norme vigenti in materia di bilancio. L'efficacia di questo processo dipende in maniera determinante dall'indipendenza della valutazione delle politiche attuate e dai poteri di applicazione delle norme⁶⁵. All'interno dell'UEM, la sorveglianza sui bilanci degli Stati membri è svolta dalla Commissione europea e dal Consiglio ECOFIN allo scopo di prevenire eventuali tendenze alla creazione di disavanzo. Inoltre, a livello nazionale, istituzioni indipendenti competenti in materia di bilancio (i cosiddetti "consigli di bilancio") valutano il rispetto delle disposizioni nazionali vigenti (cfr. tavola A, colonna di sinistra).

L'assetto di governance di bilancio basato sulle regole esistente nell'UEM ha suscitato critiche essenzialmente per via della sua scarsa applicabilità e della sua complessità.

Innanzitutto, laddove i governi conservano la sovranità sulle politiche di bilancio, può essere difficile far loro rispettare norme precedentemente concordate⁶⁶. Parte della letteratura accademica definisce il Patto di stabilità e crescita come un "fallimento", dato il significativo numero di violazioni delle norme di bilancio numeriche che non sono state sanzionate⁶⁷. In secondo luogo, il successo di un quadro di riferimento basato sulle regole dipende dalla sua semplicità, in particolare laddove la sua applicazione è soggetta all'opinione pubblica e a pressioni politiche. All'interno dell'UEM il Patto di stabilità e crescita ha inizialmente stabilito semplici limiti numerici per disavanzo e debito. Tale assetto normativo è stato poi riformato prevedendo un certo livello di flessibilità nell'applicazione delle regole al fine di tener meglio conto degli andamenti ciclici, del costo delle riforme strutturali e di oneri di bilancio straordinari legati alla crisi⁶⁸, al prezzo di una minore trasparenza e trattabilità.

Tuttavia, secondo l'analisi empirica, una governance delle finanze pubbliche basata sulle regole impone effettivamente notevoli vincoli alle politiche di bilancio⁶⁹. In assenza di solidi meccanismi di applicazione, l'efficacia delle regole di bilancio dipende dall'esistenza di un ampio sostegno politico e pubblico. Pertanto il livello di "appropriazione" di tali regole è spesso definito come un'importante determinante della loro efficacia⁷⁰. Benché nell'UEM vi siano state numerose violazioni delle regole di bilancio numeriche previste dal Patto di stabilità e crescita, in media i disavanzi di bilancio sono diminuiti considerevolmente rispetto al periodo precedente all'avvio dell'UEM. La convergenza verso gli OMT in molti paesi o la tendenza dei disavanzi pubblici ad attestarsi al di sotto della soglia del 3 per cento in altri fornisce un'indicazione di come gli Stati membri abbiano recepito

⁶⁵ Cfr. Wyplosz C., "Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences", in Alesina, A. e Giavazzi, F. (a cura di), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, pagg. 495-525, e Reuter, W. H., "When and why do countries break their national fiscal rules?", *European Journal of Political Economy*, 2018, pagg. 1-17.

⁶⁶ Poche federazioni fiscali concedono all'amministrazione pubblica centrale il controllo diretto sulla politica di bilancio delle amministrazioni di livello inferiore. Cfr. Cottarelli, C. e Guerguil, M. (a cura di), *Designing a European fiscal union: Lessons from the experience of fiscal federations*, Routledge, 2014.

⁶⁷ Cfr. ad esempio De Haan, J., Berger, H. e Jansen, D.-J., "Why has the Stability and Growth Pact Failed?", *International Finance*, vol. 7, n. 2, 2004, pagg. 235-260, o Ioannou, D. e Stracca, L., "Have the euro area and EU governance worked? Just the facts", *European Journal of Political Economy*, vol. 34, 2014, pagg. 1-17.

⁶⁸ Cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita*, nel numero 1/2015 di questo Bollettino, e Prammer, D. e Reiss, L., "The Stability and Growth Pact since 2011: More complex – but also stricter and less procyclical?", *Monetary Policy and the Economy*, Oesterreichische Nationalbank, 1° trimestre 2016, pagg. 33-53.

⁶⁹ Per una recente meta-analisi cfr. Heinemann, F., Moessinger, M.-D. e Yeter, M., "Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis", *European Journal of Political Economy*, vol. 51, 2018, pagg. 69-92.

⁷⁰ Ter-Minassian, T., "Fiscal Rules for Subnational Governments: Can They Promote Fiscal Discipline?", *OECD Journal on Budgeting*, vol. 6, n. 3, 2007.

nelle proprie politiche almeno parte dell'assetto normativo dell'UE in materia di governance di bilancio⁷¹. Le raccomandazioni a sostegno di un consolidamento emesse nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi vengono quasi completamente tradotte nella programmazione di bilancio pubblica e in gran parte attuate⁷².

Quanto alla disciplina di mercato, questa è definita come un meccanismo in base al quale i segnali provenienti dai prezzi di mercato orientano i governi verso politiche di bilancio solide, riducendo così il rischio di una futura ristrutturazione del debito. Tale meccanismo si basa sul fatto che i mercati finanziari tengono conto dei fondamentali (cioè delle politiche di bilancio attuali e attese) nella determinazione dei premi per il rischio di credito insiti nei costi di finanziamento dei governi, i quali tendono ad adeguare i loro bilanci alle variazioni dei premi per il rischio pagati sul loro debito⁷³. Vi è ampio consenso sul fatto che, affinché tale meccanismo funzioni, deve sussistere, oltre ad altre condizioni come l'apertura dei mercati e la trasparenza delle politiche, una certa probabilità che il debito pubblico dei paesi i cui governi non perseguono politiche di bilancio solide non sia ripagato (cfr. tavola A, colonna di destra)⁷⁴. Nell'UEM tale principio è incorporato nella "clausola di divieto di salvataggio finanziario" (articolo 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea).

Il meccanismo della disciplina di mercato è stato definito come "troppo lento e debole o troppo brusco e dirompente"⁷⁵. Innanzitutto, in un'unione monetaria, dove la stretta integrazione economica comporta maggiori effetti di propagazione in un contesto di crisi, potrebbero esservi incentivi considerevoli affinché l'unione venga in aiuto di uno Stato membro che rischia di perdere l'accesso al mercato. Se l'impegno a non salvare uno Stato membro non è del tutto credibile, ciò potrebbe comprimere i premi al rischio per i governi⁷⁶. Inoltre, secondo la letteratura, i tassi di interesse di mercato non riflettono necessariamente le notizie relative agli andamenti di finanza pubblica in maniera affidabile e coerente, mentre i prezzi possono registrare reazioni eccessive, soprattutto in periodi di crisi economica⁷⁷. Secondo alcune tesi, nell'UEM questo può aver contribuito, da un lato, a un eccessivo allentamento delle politiche di bilancio prima della crisi del debito sovrano e, dall'altro, a misure di austerità troppo severe durante la crisi⁷⁸.

Al tempo stesso, tuttavia, la letteratura ritiene in generale che la disciplina di mercato riduca effettivamente la tendenza dei governi a creare disavanzo. Ricerche svolte sulla disciplina di

⁷¹ Cfr. Kamps, C. e Leiner-Killinger, N., "Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione nel 2019, e "Report on Public Finances in EMU 2018", *European Economy Institutional Papers*, n. 095, Commissione europea, 2019.

⁷² Cfr. De Jong, J. e Gilbert, N., "Fiscal Discipline in EMU? Testing the Effectiveness of the Excessive Deficit Procedure", *Working Paper Series*, n. 607, De Nederlandsche Bank, 2018.

⁷³ Cfr. Lane, T. D., "Market Discipline", *Staff Papers*, vol. 40, n. 1, Fondo monetario internazionale, 1993, pagg. 53-88.

⁷⁴ Cfr. Feld, L.P., Kalb, A., Moessinger, M.-D. e Osterloh, S., "Sovereign bond market reactions to no-bailout clauses and fiscal rules – The Swiss experience", *Journal of International Money and Finance*, vol. 70, 2017, pagg. 319-343.

⁷⁵ Cfr. *Report on economic and monetary union in the European Community*, Comitato per lo studio dell'Unione economica e monetaria ("Comitato Delors"), aprile 1989.

⁷⁶ Cfr. Bordo, M. D., Jonung, L. e Markiewicz, A., "A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History", *CESifo Economic Studies*, vol. 59(3), CESifo, 2013, pagg. 449-488.

⁷⁷ Cfr. Bergman, M., Hutchison, M.M. e Jensen, S.E.H., "Do Sound Public Finances Require Fiscal Rules, Or Is Market Pressure Enough?", *Economic Papers*, n. 489, Commissione europea, 2013, e Aizenman, J., Hutchison, M. e Jinjark, Y., "What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk", *Journal of International Money and Finance*, vol. 34, 2013, pagg. 37-59.

⁷⁸ Cfr. De Grauwe, P. e Ji, Y., "Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone", *Journal of Common Market Studies*, vol. 50, n. 6, 2012, pagg. 866-880, e Pisani-Ferry, J., *The Euro Crisis and Its Aftermath*, Oxford University Press, 2014.

mercato nell'UEM mostrano che i prezzi di mercato riflettono gli andamenti della finanza pubblica, fornendo così un'indicazione del fatto che la clausola di non salvataggio continua a essere credibile⁷⁹. Alcuni studi evidenziano inoltre che i governi europei adeguano effettivamente le loro politiche alle variazioni dei prezzi di mercato⁸⁰.

Anche se la governance di bilancio basata sulle norme e la disciplina di mercato sono spesso definite come due meccanismi distinti, vi sono delle interazioni tra di esse. In genere, secondo la letteratura, i due meccanismi si rafforzano reciprocamente⁸¹. Ad esempio, le regole di bilancio possono incentivare i governi a impegnarsi a rispettare gli obiettivi di bilancio e quindi a ridurre i tassi di interesse di mercato sul debito pubblico⁸². Inoltre, la valutazione degli andamenti della finanza pubblica nell'ambito del meccanismo della governance di bilancio può fornire informazioni utili agli operatori di mercato ai fini della determinazione del prezzo del rischio sovrano⁸³. Viceversa, i più elevati tassi di interesse derivanti dal più elevato rischio di credito comporterebbero, a parità di altre condizioni, un deterioramento della posizione di bilancio. Ciò potrebbe rendere più difficile per i paesi rispettare le disposizioni del quadro di governance.

In conclusione, sia un assetto di governance della finanza pubblica basato sulle regole, sia la disciplina di mercato sembrano contribuire a porre dei vincoli alle politiche di bilancio nell'UEM. Entrambi i meccanismi, tuttavia, presentano limitazioni e criticità. In tale contesto, è opportuno valutare con attenzione i cambiamenti istituzionali all'interno dell'UEM con riferimento al loro impatto su tali meccanismi.

⁷⁹ Cfr. Bernoth, K., von Hagen, J. e Schuknecht, L., "Sovereign risk premiums in the European Government Bond Market", *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n. 5, 2012, pagg. 975-995.

⁸⁰ Cfr. Rommerskirchen, C., "Debt and Punishment: Market Discipline in the Eurozone", *New Political Economy*, vol. 20, n. 5, 2015, pagg. 752-782. Cfr. inoltre Afflatet, N., "Public debt and borrowing: Are governments disciplined by financial markets?", *Cogent Economics & Finance*, vol. 4, n. 1, 2016.

⁸¹ Cfr. Manganelli, S. e Wolswijk, G., "Market Discipline, Financial Integration and Fiscal Rules: What Drives Spreads in the Euro Area Government Bond Market?", *Working Paper Series*, n. 745, BCE, 2007.

⁸² Secondo numerosi studi empirici l'adozione di norme di bilancio numeriche riduce effettivamente i costi dell'indebitamento pubblico. Cfr. Heinemann, F., Osterloh, S. e Kalb, A., "Sovereign risk premia: The link between fiscal rules and stability culture", *Journal of International Money and Finance*, vol. 41, 2014, pagg. 110-127; Iara, A. e Wolff, G.B., "Rules and risk in the Euro area", *European Journal of Political Economy*, vol. 34, 2014, pagg. 222-236; Thornton, J. e Chrysovalantis, C., "Fiscal rules and government borrowing costs: International evidence", *Economic Inquiry*, vol. 56, n. 1, 2018, pagg. 446-459; e Afonso, A. e Jalles, J.T., "Fiscal Rules and Government Financing Costs", *Fiscal Studies*, vol. 40, n. 1, 2019.

⁸³ Ad esempio, è stato riscontrato che l'apertura della procedura per i disavanzi eccessivi ha un significativo effetto al rialzo sui differenziali del debito sovrano. Cfr. Kalan, F.D., Popescu, A. e Reynaud, J., "Thou Shalt Not Breach: The Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules", *Working Paper Series*, n. 18/87, Fondo monetario internazionale, aprile 2018.

Tavola A

Meccanismi per la disciplina di bilancio nell'UEM

	Quadro di governance basato su regole numeriche	Disciplina di mercato
Livello europeo	Regole di bilancio del Patto di stabilità e crescita: limiti al disavanzo e al debito nominali, OMT, benchmark di spesa e regola del debito Sorveglianza di bilancio prevista dal Patto di stabilità e crescita: braccio preventivo e braccio correttivo (procedura per i disavanzi eccessivi) del Patto gestiti nell'ambito del Semestre europeo dalla Commissione europea e dal Consiglio ECOFIN Possibile impedimento alla sua efficacia: efficacia nell'applicazione/assenza di meccanismi sanzionatori	Clausola sul divieto di salvataggio finanziario: articolo 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea Possibile impedimento alla sua efficacia: potenziale necessità di sostegno intergovernativo al fine di assicurare un ordinato funzionamento dell'UEM in periodi di crisi
Livello degli Stati membri	Norme sul pareggio di bilancio: regola sul pareggio di bilancio, benchmark per la riduzione del debito pubblico Sorveglianza nell'ambito del pareggio di bilancio: monitoraggio del rispetto delle regole, approvazione delle proiezioni economiche e di bilancio da parte dei consigli di bilancio nazionali Possibile impedimento alla sua efficacia: mancanza di "senso di appropriazione" a livello politico, assenza di meccanismi di applicazione/sanzionatori in alcuni casi	Apertura del mercato dei capitali: la libera circolazione dei capitali è uno degli elementi fondamentali del mercato unico dell'UE Informazioni sulle statistiche di finanza pubblica: obblighi di segnalazione previsti da Eurostat Possibile impedimento alla sua efficacia: mancanza di attività di raccolta o fornitura di dati comparabili e coerenti

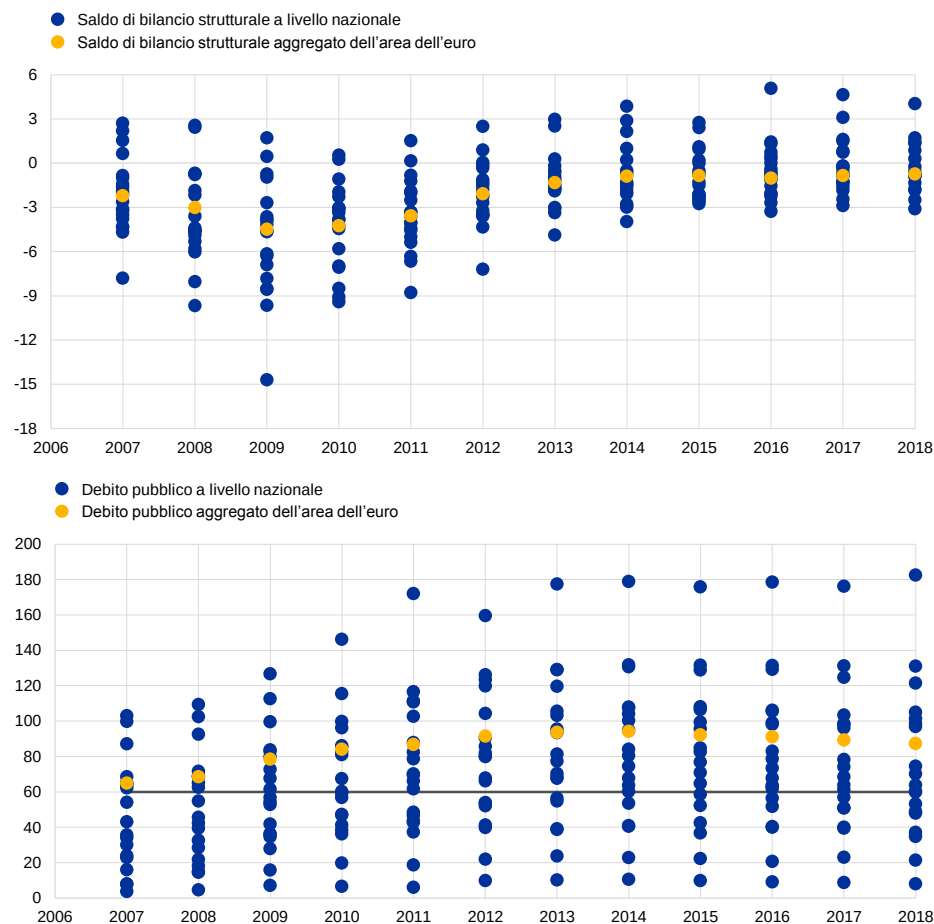
3 Andamenti della finanza pubblica nell'area dell'euro

Dal culmine della crisi finanziaria nel 2009, l'area dell'euro nel suo insieme ha compiuto progressi significativi nel ripristinare solide posizioni di bilancio, fattore che ha coinciso con il percorso intrapreso per rafforzare il quadro di riferimento per le regole di bilancio. Dal livello massimo pari al 4,5 per cento del PIL toccato nel 2009, il disavanzo strutturale aggregato dell'area dell'euro è sceso allo 0,7 per cento del PIL nel 2018 (cfr. figura 2). L'area nel suo insieme si è quindi avvicinata a un disavanzo di bilancio sottostante molto prossimo al livello minimo pari allo 0,5 per cento del PIL stabilito dal patto di bilancio. Ciò ha contribuito in maniera determinante a portare il debito pubblico nell'area dell'euro su una traiettoria discendente. In effetti il rapporto aggregato fra debito e PIL dell'area è diminuito gradualmente dal 94,2 per cento, livello massimo toccato nel 2014, all'86,9 per cento nel 2018, pur restando ben al di sopra del livello precedente la crisi (65 per cento del PIL nel 2007).

Grafico 2

Dispersione dei saldi di bilancio strutturali e del debito pubblico nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2018 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Tali tendenze favorevoli per l'area dell'euro nel suo insieme nascondono andamenti di finanza pubblica molto eterogenei a livello nazionale.

Da una parte, un numero crescente di paesi registra una posizione di bilancio sostanzialmente solida. Nel 2018, sulla base delle previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno dello stesso anno, 11 paesi avrebbero conseguito posizioni strutturali di bilancio in linea con il limite inferiore del patto di bilancio (cfr. grafico 3), mentre il loro numero era pari soltanto a tre prima della crisi, nel 2007⁸⁴. Tale tendenza favorevole può essere assunta come un'indicazione del fatto che la crescente attenzione alle norme in materia di pareggio di bilancio a livello nazionale sta avendo un primo impatto percepibile⁸⁵. D'altra parte, come indicato nella figura 2, diversi paesi dell'area dell'euro continuano a registrare ampi disavanzi di bilancio strutturali. Tali paesi restano lontani dai loro OMT specifici e dal minimo previsto dal patto di bilancio, fattore che rende più difficile ridurre il loro elevato rapporto tra debito pubblico e PIL.

⁸⁴ Il patto di bilancio è entrato in vigore soltanto nel 2013.

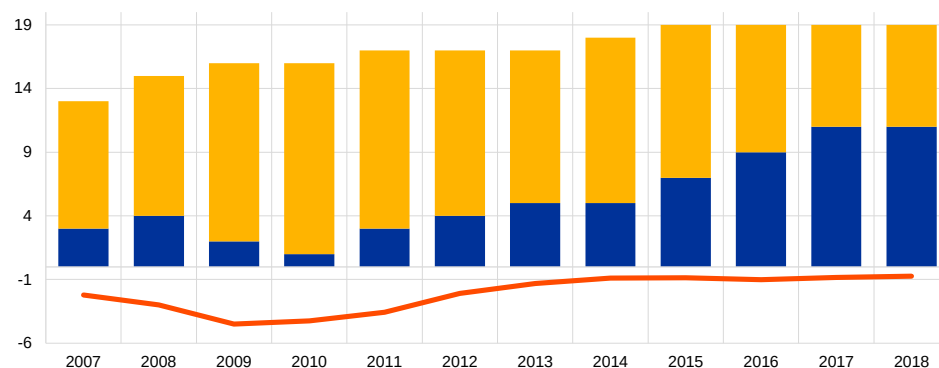
⁸⁵ Occorre tuttavia riconoscere che il saldo strutturale può, in una certa misura, sovrastimare la situazione di bilancio sottostante del paese in quanto può riflettere una crescita straordinaria del gettito ulteriore rispetto alla tendenza di lungo periodo.

Grafico 3

Saldi di bilancio strutturali rispetto al limite previsto dal patto di bilancio

(saldo strutturale: in percentuale del PIL)

- Numero di paesi dell'area dell'euro che rispettano il limite minimo del patto di bilancio
- Numero di paesi dell'area dell'euro che non rispettano il limite minimo del patto di bilancio
- Saldo strutturale di bilancio dell'area dell'euro



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2018 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

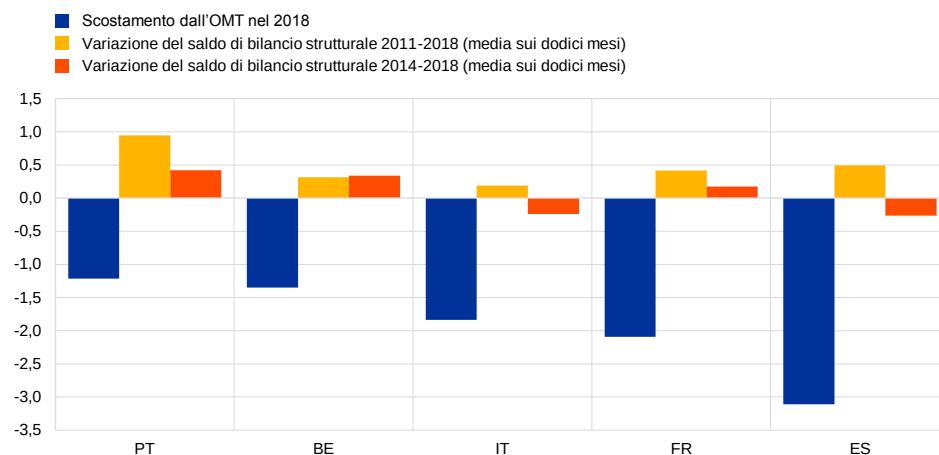
Nota: il grafico mostra il numero di paesi il cui saldo strutturale sarebbe conforme al limite minimo previsto dal patto di bilancio. Le parti in blu degli istogrammi indicano il numero di paesi con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 60 per cento e un saldo strutturale superiore al -0,5 per cento del PIL o con un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60 per cento e un saldo strutturale superiore a un limite minimo del -1 per cento. Le parti in giallo degli istogrammi indicano il numero di paesi che non soddisfano alcuna di queste condizioni. Il numero di paesi che rispettano i loro OMT specifici può tuttavia essere differente, dal momento che questi possono prevedere requisiti più severi rispetto alle disposizioni del patto di bilancio.

Come si può osservare nel grafico 4, in alcuni paesi con un elevato debito pubblico (Belgio, Francia e Italia), il disavanzo di bilancio strutturale resta ancora lontano dagli OMT in quanto, durante il periodo tra il 2011 e il 2018, esso è diminuito in media di una percentuale inferiore allo 0,5 per cento del PIL previsto dal Patto di stabilità e crescita come benchmark per l'aggiustamento. Mentre nel periodo 2011-2013 tutti i paesi indicati nel grafico 4 (a parte il Belgio) hanno conseguito un aggiustamento che è stato, in un contesto caratterizzato da pressioni sui mercati finanziari, maggiore rispetto a quanto previsto dal benchmark di riferimento, negli anni più recenti nessuno dei paesi indicati ha realizzato l'aggiustamento richiesto. Pertanto, tali paesi non hanno costituito margini di bilancio tali da consentire loro di evitare un inasprimento delle politiche di bilancio nella prossima fase di rallentamento e ciò può avere conseguenze sulla capacità di tenuta dell'intera area dell'euro.

Grafico 4

Saldi di bilancio strutturali dei paesi non in linea con i loro OMT e con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 90 per cento

(punti percentuali)



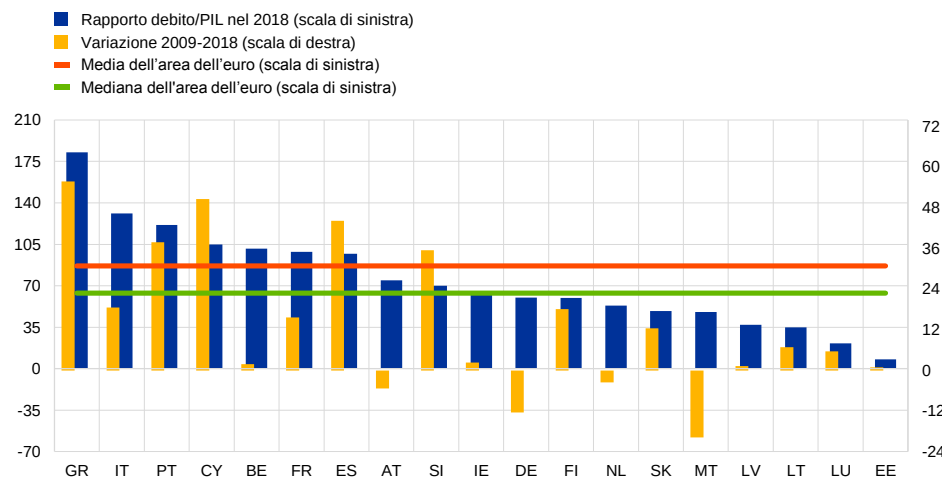
Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2018 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

L'eterogeneità delle posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro traspare anche dalla dispersione dei rapporti tra debito pubblico e PIL. Essa ha raggiunto livelli marcatamente superiori a quelli riscontrati prima della crisi (cfr. grafico 2). Di fatto, dal 2009 un numero crescente di paesi dell'area dell'euro ha registrato un rapporto tra debito pubblico e PIL superiore al valore di riferimento pari al 60 per cento previsto dal Trattato di Maastricht. Benché, nel 2018, il livello del debito in alcuni paesi sia sceso di nuovo sotto il 60 per cento del PIL, altri continuano a registrare percentuali elevate, superiori al 90 per cento del PIL (cfr. grafico 5). Garantire la convergenza verso posizioni di bilancio solide tra i vari paesi e quindi ridurre la vulnerabilità agli shock è un requisito necessario per la capacità di tenuta dell'area dell'euro e pertanto un fattore importante ai fini di una maggiore integrazione di bilancio dell'UEM.

Grafico 5

Andamento del debito pubblico

(scala di sinistra: punti percentuali del PIL; scala di destra: percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2018 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

4 Il quadro di riferimento per le politiche di bilancio nelle altre unioni monetarie

Il raffronto tra i conti pubblici e i relativi quadri di riferimento nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Svizzera evidenzia alcune analogie ma anche importanti differenze. Come nei paesi dell'area dell'euro, le norme sul pareggio di bilancio a livello sub-federale sono ben radicate sia negli stati USA sia nei cantoni svizzeri, ed esistono da molto più tempo. Tuttavia, ci sono differenze sostanziali nella dimensione e nel ruolo del bilancio centrale tra l'area dell'euro da un lato e la Svizzera e gli Stati Uniti dall'altro. Tra queste si segnala la funzione di stabilizzazione del bilancio centrale, in grado di limitare la prociclicità delle norme di bilancio al livello inferiore. Una migliore comprensione degli assetti istituzionali in queste due unioni monetarie e un raffronto tra queste ultime e la situazione nell'area dell'euro possono quindi fornire indicazioni utili, soprattutto in considerazione del dibattito attualmente in corso su come rafforzare l'integrazione fiscale dell'UEM. Questa sezione analizza pertanto in che modo sono gestiti i conti pubblici negli Stati Uniti e in Svizzera, con particolare riferimento alla definizione delle regole di bilancio a livello sub-federale, al loro rigore e ai meccanismi per renderle esecutive.

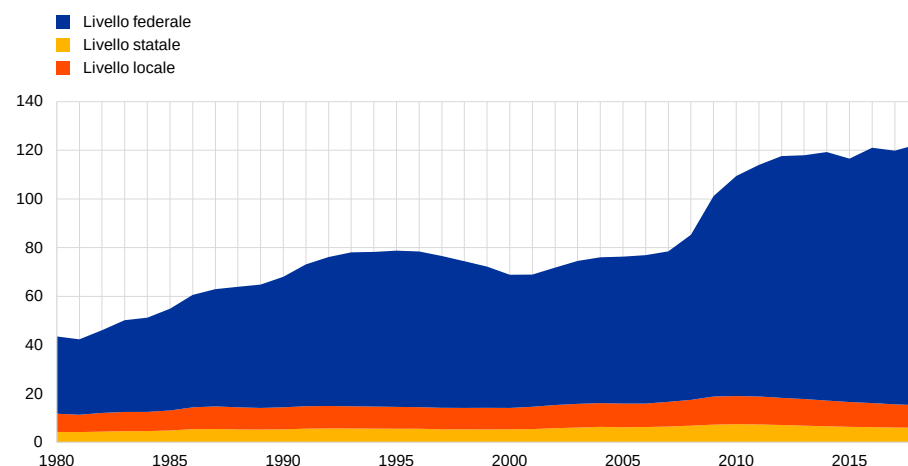
I conti pubblici negli Stati Uniti e in Svizzera differiscono da quelli nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti, la maggior parte del debito complessivo delle amministrazioni pubbliche, in crescita costante negli ultimi decenni, è stato generato a livello federale (cfr. grafico 6). In Svizzera, il livello federale ha generato la metà circa del debito pubblico totale, che ha raggiunto il suo livello massimo nel 2005 (cfr. grafico 7). Nell'area dell'euro, non esiste un equivalente a livello centrale al di là del bilancio dell'UE, caratterizzato da dimensioni molto contenute come pure da una capacità molto limitata di raccogliere fondi. Inoltre, né gli Stati Uniti né la Svizzera presentano

una eterogeneità del debito pubblico a livello sub-federale comparabile a quello esistente tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico 8 e grafico 5).

Grafico 6

Scomposizione del debito delle amministrazioni pubbliche negli Stati Uniti, 1980-2018

(in percentuale del PIL)

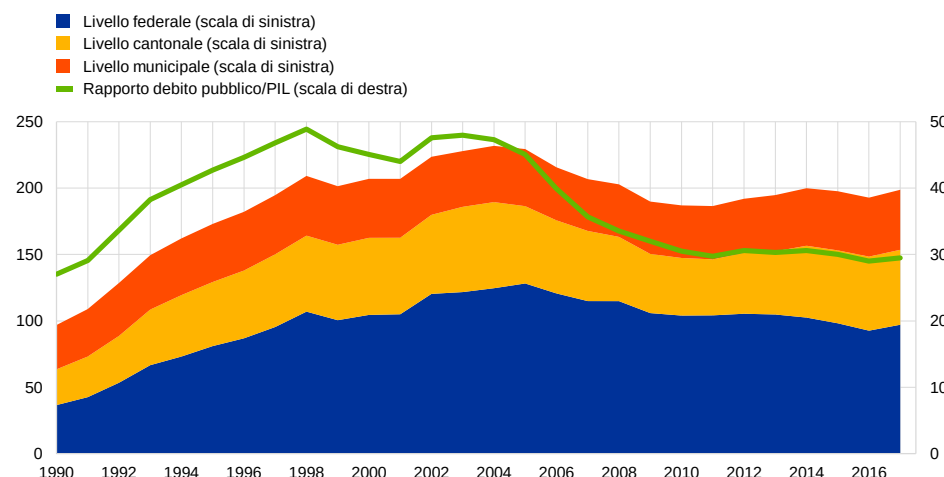


Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Grafico 7

Scomposizione del debito delle amministrazioni pubbliche in Svizzera, 1990-2017

(scala di sinistra: miliardi di franchi svizzeri; scala di destra: percentuale del PIL)



Fonti: Ufficio federale di statistica svizzero ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sul rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL includono il debito accumulato dai sistemi previdenziali.

Tre aspetti istituzionali sembrano svolgere un ruolo particolare nello spiegare le differenze esistenti tra le unioni monetarie in materia di conti pubblici. In primo luogo, le differenze riguardano il federalismo fiscale, lo scopo principale che si

prefigge e il livello di consolidamento nelle rispettive unioni monetarie⁸⁶. Negli Stati Uniti, il federalismo fiscale prende principalmente la forma di politiche di stabilizzazione anticiclica, dal livello centrale a quello statale. Nell'eventualità di shock idiosincratici, gli stati possono contare su un certo grado di condivisione dei rischi realizzata a livello pubblico sotto forma di trasferimenti temporanei dal bilancio federale, affiancati da fondi "precauzionali" istituiti a livello statale (cfr. anche il riquadro 2)⁸⁷. In Svizzera, il federalismo fiscale è ben radicato sotto forma di sistema di trasferimento permanente tra il centro e i cantoni economicamente meno forti. Nell'area dell'euro, invece, il federalismo fiscale è molto contenuto. Il bilancio dell'UE dispone di risorse molto limitate (pari circa all'1 per cento del PIL totale), utilizzate principalmente con finalità di redistribuzione sotto forma di fondi di coesione dell'UE per favorire la convergenza economica delle regioni più povere. La condivisione dei rischi realizzata a livello pubblico è tuttora limitata a situazioni molto specifiche sotto rigide condizioni, mentre a livello centrale non sono disponibili fondi finalizzati alla stabilizzazione anticiclica a favore degli Stati membri in caso di shock comuni o asimmetrici gravi. In secondo luogo, negli stati USA e nei cantoni svizzeri i conti pubblici risentono fortemente anche di un effettivo divieto di salvataggio finanziario⁸⁸. In terzo luogo, le differenze riguardano l'assetto delle regole di bilancio per i vari livelli e la sua efficacia come strumento disciplinare. Anche se questi tre aspetti sono largamente interconnessi, e quindi influiscono tutti sulla relazione tra ciclo economico e politiche di bilancio, ci concentreremo nel seguito sulle regole di bilancio.

⁸⁶ Il federalismo fiscale riguarda il modo in cui le varie funzioni pubbliche sono assegnate ai diversi livelli di governo e gli strumenti fiscali rilevanti sono distribuiti per permettere lo svolgimento di tali funzioni. A seconda di come è congegnato, il federalismo fiscale può svolgere funzioni molto diverse, come la redistribuzione, la stabilizzazione o la condivisione dei rischi tra le entità di livello sub-federale. Cfr. anche Darvas, Z., "Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US", Bruegel Policy Contribution, n. 7, 2010.

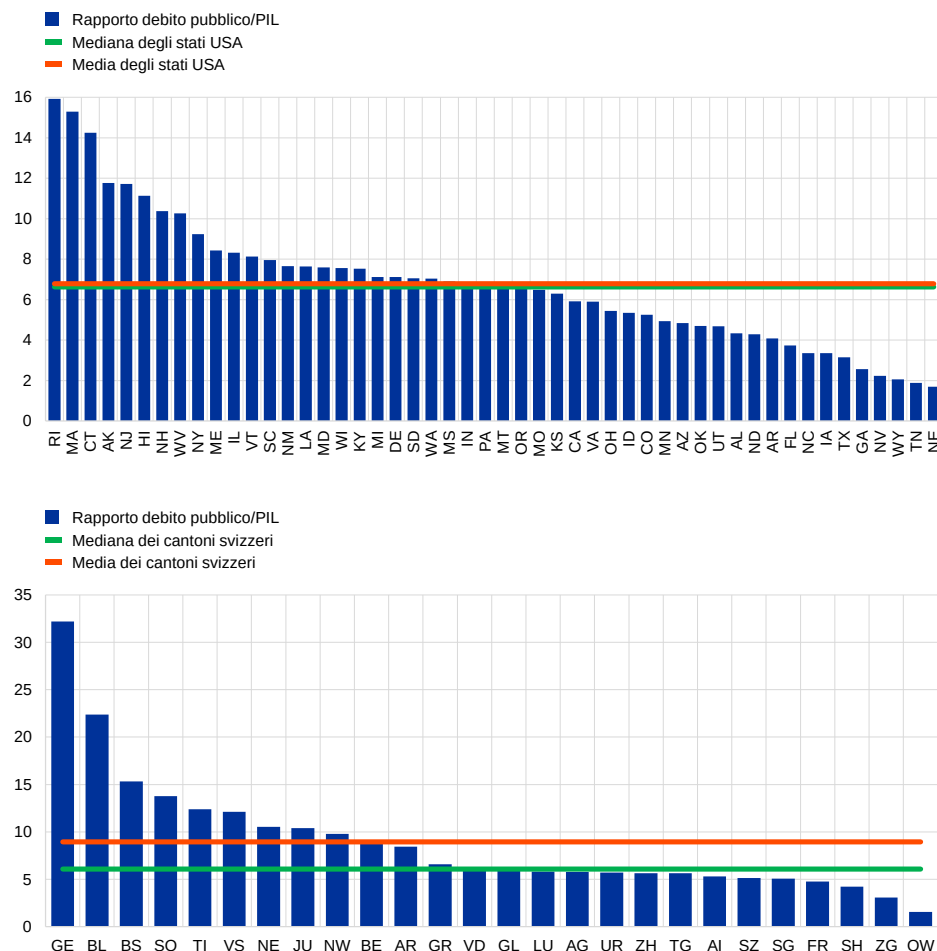
⁸⁷ Negli Stati Uniti, si prevede che gli shock al PIL specifici dei singoli stati vengano assorbiti per il 13 per cento attraverso trasferimenti fiscali e sistemi di sovvenzione federali e per il 62 per cento attraverso strumenti privati di condivisione del rischio (ovvero transazioni di mercato). Cfr. Asdrubali, P., Sorensen, B., e Yosha, O., "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, Quarterly Journal of Economics, vol. 111, n. 4, 1996.

⁸⁸ In Svizzera il divieto di salvataggio finanziario è stato applicato nel 2003, dopo che il comune di Leukerbad si è dichiarato inadempiente sul proprio debito e il cantone di Valais non è stato considerato responsabile. Negli Stati Uniti, nessuno stato si è dichiarato inadempiente dopo il fallimento dell'Arkansas nel 1933.

Grafico 8

Dispersione del debito pubblico tra gli stati USA e i cantoni svizzeri, 2016

(in percentuale del PIL)



Fonti: Haver Analytics, Ufficio federale di statistica svizzero ed elaborazioni della BCE.

Note: i grafici mostrano i valori per il 2016 del rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL per i 50 stati USA, con esclusione del debito a livello locale, e per i 26 cantoni, con esclusione del debito comunale.

Le regole di bilancio negli stati USA non sono imposte dal governo centrale e sono quindi relativamente eterogenee. Gli stati possono definire le loro regole di bilancio in modo del tutto discrezionale. Anche se presenti in quasi tutti i 50 stati, le norme sul pareggio di bilancio hanno un livello di rigore variabile. In alcuni stati le norme di questo tipo sono molto rigide e proibiscono il riporto del deficit al successivo anno di bilancio. In altri è permesso un margine di manovra più ampio nel processo di formazione dei bilanci, ad esempio grazie a clausole di salvaguardia, e le regole sono applicate in modo meno stringente. In alcuni stati è sufficiente il rispetto ex ante delle norme sul pareggio di bilancio, mentre in altri è possibile dedurre dagli obiettivi nominali le spese per investimenti, e tale pratica offre un margine di manovra contabile. Gli obiettivi di bilancio sono definiti in termini annuali o biennali. I conti pubblici dei vari stati sono disciplinati anche da un divieto di salvataggio finanziario, mentre la stabilizzazione fiscale attuata a livello centrale nei confronti degli stati e i

fondi precauzionali costituiscono strumenti di ausilio anticiclico⁸⁹. A livello federale, la capacità di indebitamento è ridotta dall'esistenza di un limite di debito nominale, che, tuttavia, può essere superato previa approvazione parlamentare.

In Svizzera, le regole di bilancio, definite autonomamente dai cantoni, sono relativamente diversificate. Nella maggior parte dei 26 cantoni sono presenti norme sul pareggio di bilancio, alcune delle quali sono stabilite a livello costituzionale. Solo alcuni cantoni fissano regole che riguardano il saldo del bilancio cantonale totale, mentre in molti altri gli investimenti pubblici sono esplicitamente esclusi⁹⁰. In alcuni cantoni gli obiettivi di bilancio vengono attuati in modo rigido. Ad esempio, se il deficit di bilancio supera una certa soglia, subentra l'obbligo di aumentare le tasse (ad es. nel San Gallo) o di specificare ex ante le riduzioni di spesa future. L'osservanza delle regole è promossa, in parte, anche attraverso strumenti democratici diretti di controllo di bilancio, quali i referendum. In altri cantoni, tuttavia, vigono regole di bilancio meno rigide, ad esempio grazie a clausole di salvaguardia definite in modo ampio. A livello federale, la disciplina di bilancio è assicurata attraverso un rigido freno al debito stabilito nel 2003 a livello costituzionale, che si applica al settore delle amministrazioni pubbliche nel suo complesso.

Le differenze nell'assetto delle regole di bilancio tra l'area dell'euro, gli Stati Uniti e la Svizzera possono essere riassunte da un indice di rigore delle norme.

Come mostrato nel grafico 9, si tratta di un indice composito semplice che si basa su indici pubblicamente disponibili per le tre unioni monetarie: l'indice sviluppato per la Svizzera da Kirchgässner e Feld, quello sviluppato per gli stati USA da Hou e Smith, poi raffinato da Mahdavi e Westerlund, e l'indice della Commissione europea per l'area dell'euro⁹¹. Poiché tali studi usano diverse categorizzazioni, è necessario tradurle in un sistema unico di punteggi. Per ragioni di semplicità e anche a causa dell'indisponibilità di informazioni pubbliche a uno stesso livello di dettaglio nelle varie regioni, l'indice composito qui mostrato è più simile a quello sviluppato da Kirchgässner e Feld e pertanto deriva da tre criteri: a) la presenza di una regola sul pareggio di bilancio, b) l'esistenza di un sistema di monitoraggio del bilancio infra-annuale e c) la disponibilità di un meccanismo di attuazione rigido e credibile. Per ciascun criterio viene attribuito un punto se la caratteristica è presente, zero punti in caso contrario. Si ottiene così un punteggio complessivo che può essere molto rigido, mediamente rigido, poco rigido o nullo. Un punteggio maggiore indica regole più rigide.

⁸⁹ Diversi studi empirici mostrano che nel 2009 lo stimolo fiscale fornito a livello federale ha sostanzialmente compensato l'irrigidimento prociclico insito nelle regole degli stati. Cfr. ad esempio: Aizenman, J. e Pasricha, G., "Net Fiscal Stimulus during the Great Recession", *Review of Development Economics*, vol. 17(3), 2013, pagg. 397-413; e Blöchliger, H. et al., "Fiscal policy across levels of government in times of crisis", *Working Paper*, n. 12, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, 2010. Per il ruolo dei fondi precauzionali, cfr. Fatas, A. e Mihov, I., "The macroeconomic effects of fiscal rules in the US states", *Journal of Public Economics*, vol. 90(1-2), 2006, pagg. 101-117.

⁹⁰ Cfr. Burret, H. e Feld, L., "Effects of Fiscal Rules – 85 Years' Experience in Switzerland", *CESifo Working Paper Series*, n. 6063, CESifo, 2016.

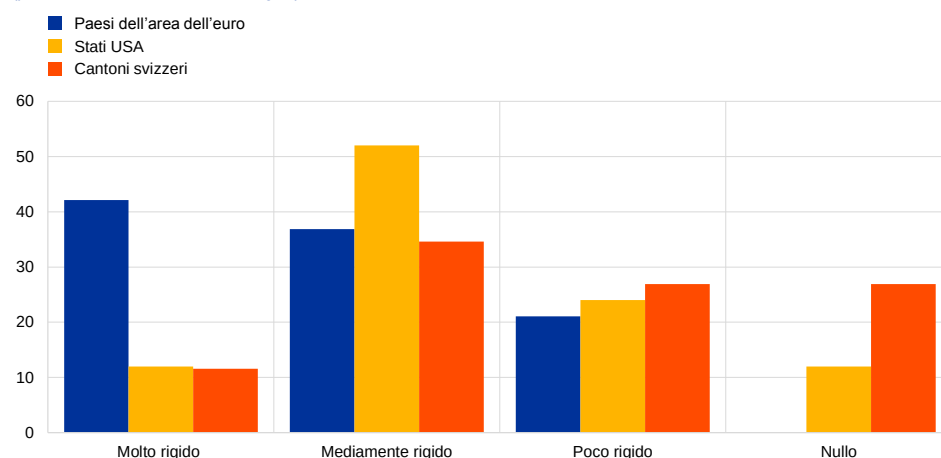
⁹¹ Cfr. Feld, L. e Kirchgässner, G., "On the Effectiveness of Debt Brakes: The Swiss Experience", in Neck, R. e J.-E. Sturm (eds.), *Sustainability of Public Debt*, MIT Press, Cambridge, 2008; Hou, Y. e Smith, D., "Do state balanced budget requirements matter? Testing two explanatory frameworks", *Public Choice*, vol. 145, 2010; Mahdavi, S. e Westerlund, J., "Fiscal stringency and fiscal sustainability: Panel evidence from the American state and local governments", *Journal of Policy Modeling*, vol. 33, 2011; e Commissione europea, "Fiscal rules database", 2017.

Complessivamente, le regole di bilancio dei paesi dell'area dell'euro sembrano più rigide di quelle che caratterizzano il livello sub-federale nelle altre due unioni monetarie. Sulla base dell'indice composito, il 40 per cento delle regole di bilancio nei paesi dell'area dell'euro sono molto rigide, un punteggio considerevolmente superiore a quello degli stati USA e dei cantoni svizzeri (grafico 9). Tra gli stati USA, più della metà delle regole esistenti ha un livello di rigore medio, mentre tra i cantoni svizzeri le regole appaiono meno vincolanti. Tuttavia, i risultati devono essere interpretati con cautela perché i vari indici, facendo uso di criteri diversi ed essendo caratterizzati da un grado considerevole di discrezionalità⁹², non sono necessariamente del tutto comparabili.

Grafico 9

Confronto dell'indice di rigore delle regole di bilancio

(percentuale del numero totale di regole)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: per l'area dell'euro l'indice si basa sulla banca dati delle norme di finanza pubblica della Commissione europea (2017), per gli Stati Uniti, sull'indice delle regole di bilancio di Hou e Smith (2010) e di Mahdavi e Westerlund (2011) e per la Svizzera sull'indice di Feld e Kirchgässner (2008). L'indice riguarda i livelli sub-federali di Stati Uniti e Svizzera e il livello nazionale per l'area dell'euro.

A prima vista, il suddetto riscontro di un maggior rigore delle regole di bilancio nell'area dell'euro rispetto alle altre unioni monetarie potrebbe sorprendere. Il debito pubblico nei paesi dell'area dell'euro è in media maggiore e più eterogeneo rispetto ai rapporti tra il debito e il PIL rilevati a livello sub-federale negli Stati Uniti e in Svizzera. Tuttavia, a differenza dei paesi dell'area dell'euro, i conti pubblici negli stati USA e nei cantoni svizzeri possono beneficiare di un bilancio centrale cospicuo e, negli Stati Uniti, di fondi precauzionali che facilitano politiche di bilancio maggiormente anticicliche. Inoltre, i risultati per l'area dell'euro possono essere visti come un primo indizio degli effetti delle considerevoli variazioni istituzionali realizzate negli anni recenti, anche se il loro impatto positivo sui conti pubblici non è ancora del tutto apprezzabile. Infine, anche il fatto che il divieto di salvataggio finanziario sia considerato effettivo ai livelli sub-federali negli Stati Uniti e in Svizzera può contribuire a spiegare come mai tali paesi possano permettersi regole meno rigide.

⁹² Di fatto, sembrano variare anche le valutazioni sulle regole all'interno di una stessa unione monetaria. Per gli Stati Uniti, ad esempio, gli studi valutano in maniera diversa il rigore delle regole degli stati. Inoltre, per l'indice sono stati impiegati studi che si riferiscono a periodi diversi: per gli Stati Uniti i dati si riferiscono al 2006, per la Svizzera al 2008 e per l'area dell'euro al 2017. Tuttavia, a differenza dell'area dell'euro, le variazioni apportate negli anni recenti all'assetto delle regole di bilancio negli Stati Uniti e in Svizzera sono state marginali.

Riquadro 2

Fondi precauzionali: riscontri dagli stati USA

a cura di Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger e Carolin Nerlich

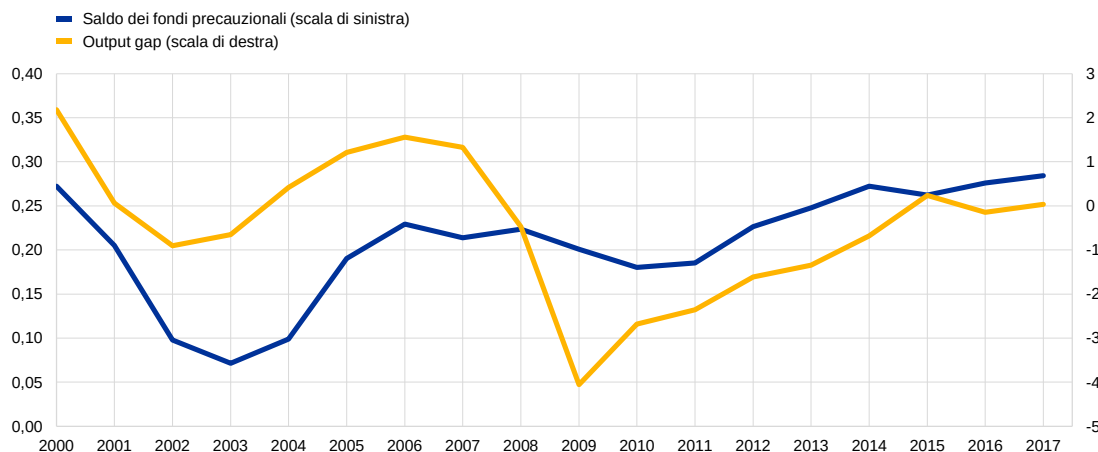
Le regole di bilancio vengono spesso criticate perché procicliche e incapaci di fornire incentivi adeguati a costituire margini di bilancio. Durante una recessione, tali regole potrebbero non fornire margini di manovra sufficienti a stabilizzare l'economia. Un modo per attenuare l'impatto del ciclo economico sulle posizioni di bilancio consiste nel creare un fondo "precauzionale". Si tratta di un fondo dedicato alla stabilizzazione del bilancio attraverso accantonamenti nei periodi di congiuntura economica favorevole e la loro fruizione in quelli di congiuntura sfavorevole. Il presente riquadro presenta l'esperienza degli Stati Uniti riguardo a tali fondi e un possibile indirizzo futuro per l'area dell'euro.

Negli Stati Uniti, quasi tutti gli stati sono dotati di un fondo precauzionale come strumento anticiclico complementare ai requisiti sul pareggio di bilancio. La disponibilità di questo tipo di fondi è considerata importante dal momento che i governi degli stati hanno una capacità di contrarre prestiti limitata e hanno quindi a disposizione poche alternative per stabilizzare l'economia a fronte di una contrazione economica e della relativa carenza dal lato delle entrate dei loro bilanci. Di fatto, aumentare le tasse o ridurre le spese in maniera prociclica rischierebbe di peggiorare una fase di rallentamento economico. I fondi precauzionali costituiscono un aspetto istituzionale all'interno delle procedure di bilancio a livello statale. La loro dimensione media è piuttosto contenuta. Nel periodo 2000-2017, le disponibilità accumulate nei fondi precauzionali erano pari in media ad appena lo 0,2 per cento del PIL degli Stati Uniti, e hanno raggiunto un livello massimo nel 2017 pari quasi allo 0,3 per cento del PIL. Il grafico A mostra l'evoluzione nel periodo 2000-2017 dei saldi aggregati dei fondi precauzionali degli stati USA rispetto agli andamenti dell'output gap, che approssima le condizioni cicliche nazionali. Di fatto, come previsto, il saldo aggregato dei fondi precauzionali segue un andamento sostanzialmente anticiclico, nel senso che tali fondi diminuiscono quando l'output gap peggiora e vice versa. È da notare che la disponibilità di fondi è stata usata quasi per intero durante la recessione del 2001 e in seguito ricostituita, mentre i fondi aggregati sono diminuiti in modo assai meno significativo durante la Grande recessione. Vista la loro dimensione relativamente contenuta, i fondi solitamente sono appena sufficienti per attenuare le normali fluttuazioni cicliche; recessioni di maggiore gravità richiedono un sostegno aggiuntivo da parte del bilancio federale. Durante la Grande recessione gli ingenti fondi dell'*American Recovery and Reinvestment Act* a livello federale sono stati usati per compensare ulteriormente le difficoltà di bilancio degli stati.

Grafico A

Saldi dei fondi precauzionali degli stati USA

(in percentuale del PIL)



Fonti: National Association of State Budget Officers, Commissione europea (banca dati Ameco) ed elaborazioni della BCE.

Anche se la struttura di governance dei fondi precauzionali nei diversi stati USA è molto varia, esistono alcuni tratti comuni. Come indicato nella tavola A, i fondi precauzionali sono tutti soggetti a condizioni specifiche riguardo agli accantonamenti e ai prelievi. In 44 stati vigono regole per collegare l'accantonamento presso i fondi precauzionali ad alcune condizioni specifiche; 20 stati basano tali depositi su misure di volatilità (ad es. la volatilità delle entrate connessa agli andamenti ciclici del petrolio o del mercato immobiliare). Il prelievo dei fondi dipende dalle condizioni economiche per 9 stati, dalla volatilità delle entrate per 6 e da entrambi i fattori per 2 stati. In 11 stati si fissa un periodo di reintegro.

Tavola A

Fondi precauzionali negli stati degli Stati Uniti: caratteristiche principali

(numero di stati USA)

Regole relative all'accantonamento nei fondi precauzionali		
Regole di accantonamento	Di cui connesse alla volatilità	Misure sul reintegro dei fondi precauzionali
44	20	11
Prelievo di risorse dai fondi precauzionali connesso a:		
volatilità delle entrate	condizioni economiche	entrambi i fattori
6	9	2

Fonte: Cfr. Bailey, S. et al. "When to Use State Rainy Day Funds", Pew Charitable Trusts, 2017.

Nell'area dell'euro, un solo paese ha finora introdotto un fondo precauzionale. Si tratta dell'Irlanda, che lo ha costituito nel 2018⁹³. L'intenzione è di accantonare nel fondo 500 milioni di euro l'anno (ovvero lo 0,2 per cento del PIL atteso per il 2019) nel periodo 2019-2021. Anche se la Germania non dispone di un fondo precauzionale, il limite al debito tedesco è concettualmente simile⁹⁴. L'FMI ha suggerito di costituire un fondo precauzionale per l'area dell'euro nel suo

⁹³ Cfr. Dipartimento delle finanze, "Rainy Day Fund – Consultation Paper", ottobre 2017; cfr. per dettagli anche Casey, E. et al. "Designing a Rainy Day Fund to Work within the EU Fiscal Rules", *Working Paper Series*, n. 6, Irish Fiscal Advisory Council, 2018.

⁹⁴ Gli scostamenti positivi e negativi rispetto alla regola costituzionale del saldo strutturale di bilancio vengono iscritti in un conto di controllo virtuale, per fornire flessibilità in presenza di oscillazioni cicliche.

complesso per contribuire ad attenuare il ciclo economico nel caso di shock che colpiscano singoli paesi o l'intera area⁹⁵.

5 Insegnamenti a beneficio della riforma delle regole di bilancio nell'area dell'euro

Con l'incremento delle regole in materia di pareggio di bilancio, il quadro normativo nell'area dell'euro è divenuto più simile a quello degli Stati Uniti e della Svizzera, ma le differenze restano importanti. Il maggior ricorso da parte dei paesi dell'area dell'euro a regole in materia di pareggio di bilancio in ultima istanza aiuterà a portare i rapporti tra debito pubblico e PIL su livelli inferiori e meno diversi. Anche se l'effetto del patto di bilancio sulle regole nazionali è ancora acerbo, esso rappresenta un risultato importante che dovrebbe in ultima analisi incrementare la capacità di tenuta dell'area dell'euro. Al tempo stesso, un insegnamento importante da trarre dagli Stati Uniti e dalla Svizzera è che rapporti tra debito e PIL in media più bassi e più omogenei a livello sub-federale non dipendono solo dal fatto che, storicamente, in questi paesi vigono da più tempo norme in materia di pareggio di bilancio, ma anche dall'esistenza a livello centrale di un certo grado di condivisione del rischio e di una funzione di stabilizzazione fiscale.

Gli insegnamenti per la UEM sono quindi duplici. In primo luogo, occorre aumentare l'efficacia del quadro di riferimento per le politiche di bilancio quale strumento per conseguire nell'area dell'euro posizioni di bilancio solide e ridurre sia gli elevati rapporti tra debito pubblico e PIL sia la loro dispersione. Come mostra la sezione 3, anche se si può ritenere che l'area dell'euro nel suo complesso abbia raggiunto una posizione di bilancio sottostante prossima al pareggio, alcuni paesi con alti debiti restano distanti da questo risultato. Tale problema va affrontato. In secondo luogo, ridurre l'eterogeneità delle posizioni di debito pubblico tra i paesi dell'area dell'euro rappresenta anche un prerequisito importante ai fini della creazione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica centrale comune in caso di crisi economica grave. Tale funzione, a sua volta, contribuirebbe a contenere la prociclicità delle norme di bilancio a livello nazionale. In questo scenario, il riesame della normativa del pacchetto "six-pack", programmato per quest'anno, fornirà l'opportunità di valutare affinamenti dell'assetto che potrebbero consentire una maggiore integrazione fiscale nell'area dell'euro.

Con riferimento al primo insegnamento, occorre porre rimedio alle carenze nell'implementazione delle regole di bilancio previste nel Patto di stabilità e crescita. Come mostra la sezione 3, alcuni paesi non stanno costituendo quei margini che permetterebbero loro di evitare un inasprimento fiscale durante una fase di rallentamento economico. Questo può avere un impatto sulla capacità di tenuta

⁹⁵ Cfr. Arnold, N.G., Barkbu, B.B., Elif Ture, H., Wang, H. e Yao, J., "A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area", *Staff Discussion Notes*, n. 18/03, Fondo monetario internazionale, 2018.

dell'area dell'euro nel suo insieme, in particolare alla luce dell'assenza di una capacità di bilancio centralizzata⁹⁶.

In primo luogo, nell'ambito del meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita, le posizioni di bilancio sottostanti devono migliorare più velocemente di quanto non avvenga al momento. La normativa del pacchetto "six-pack" ha introdotto obiettivi annui nominali di disavanzo complessivo nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Se un paese supera la crescita economica prevista dalle raccomandazioni relative alla procedura per disavanzi eccessivi, questo è in grado di rispettare l'obiettivo nominale di disavanzo complessivo con uno sforzo strutturale più contenuto o addirittura nullo. Tali "strategie nominali" aiutano a spiegare, ad esempio, come mai Spagna e Francia hanno profuso uno sforzo strutturale inferiore al requisito di riferimento dello 0,5 per cento del PIL nel periodo successivo alla recessione del 2012-2013 (cfr. grafico 4). Questi sviluppi implicano il rischio che i paesi lascino la procedura per disavanzi eccessivi con un elevato deficit strutturale e rapporti tra debito e PIL che riducono la loro capacità di sostenere l'economia durante la prossima fase di rallentamento economico. Da ciò sembra emergere la necessità di ridurre l'enfasi sugli obiettivi nominali di disavanzo complessivo nell'ambito del meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita.

In secondo luogo, la regola relativa al debito del Patto di stabilità e crescita dovrebbe essere rivista in modo tale da assicurare la riduzione di un elevato debito pubblico. Tale regola tiene debitamente conto di elementi rilevanti come la scarsa crescita nominale e l'inflazione, poiché essi rendono prociclici gli effetti dell'applicazione della regola durante una fase di rallentamento economico. Tuttavia l'attuale implementazione della regola deve essere rivista nella misura in cui considera la conformità dei paesi al braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita come principale fattore attenuante. In particolare, i paesi che non realizzano e/o non dovrebbero realizzare sforzi strutturali per conseguire gli OMT attualmente vengono considerati sostanzialmente conformi al braccio preventivo e quindi adempienti la regola del debito. Tale adempienza sostanziale ma non piena del Patto di stabilità e crescita ritarda i progressi necessari verso gli OMT⁹⁷.

In terzo luogo, nell'ambito della parte preventiva del Patto di stabilità e crescita, deve essere rivista l'applicazione dei margini di flessibilità per evitare un rallentamento eccessivo dei progressi verso gli OMT⁹⁸. Sulla base della posizione comune in tema di flessibilità, approvata dal Consiglio ECOFIN all'inizio del 2016, i requisiti di aggiustamento dei conti pubblici possono essere ridotti a fronte, fra l'altro, di ulteriori riforme strutturali e investimenti pubblici. Tuttavia, occorrere assicurare che il margine di manovra aggiuntivo concesso venga ridotto in caso di inversione di tendenza nelle riforme strutturali o di investimenti più contenuti rispetto a quanto inizialmente prospettato.

⁹⁶ Il 22 gennaio 2019 il consiglio ECOFIN ha approvato le raccomandazioni per la conduzione delle politiche di bilancio nell'anno in corso, evidenziando la necessità di "ricostituire i margini di bilancio, soprattutto nei paesi dell'area dell'euro con livelli elevati di debito pubblico".

⁹⁷ L'applicazione complessiva dei "fattori rilevanti" deve essere rivista. Cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

⁹⁸ Pareri analoghi sono espressi nel "Annual Report 2018", Comitato europeo per le finanze pubbliche, e in "È raggiunto il principale obiettivo del braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita?", *Relazione speciale*, Corte dei conti europea, n. 18, 2018.

Per quanto concerne il secondo insegnamento, l'esperienza degli Stati Uniti e della Svizzera suggerisce che le regole a livello dei singoli paesi dell'area dell'euro dovrebbero essere sostenute da un certo grado di stabilizzazione centrale. Negli ultimi 15 anni l'assetto delle regole di bilancio vigente nell'area dell'euro è stato riformato con uno spostamento, nel complesso, da obiettivi nominali verso un maggiore riconoscimento dell'impatto del ciclo economico sui risultati di bilancio⁹⁹. Se i periodi economicamente positivi verranno effettivamente usati per costituire margini, ciò contribuirà alla stabilizzazione nei momenti di rallentamento economico. A tal proposito, i paesi potrebbero beneficiare dell'ampliamento dei loro strumenti istituzionali, ad esempio creando fondi precauzionali in grado di mitigare le politiche di bilancio procicliche. In un orizzonte più ampio, tuttavia, la creazione di una funzione di stabilizzazione centrale ben congegnata promuoverebbe il rispetto del quadro di riferimento rafforzato per le politiche di bilancio dell'area dell'euro nei momenti di rallentamento economico. A tale riguardo, la riduzione dei livelli elevati e dell'eterogeneità delle posizioni di debito pubblico dei paesi dell'area dell'euro rappresenta un prerequisito importante, come mostrano i rapporti tra debito pubblico e PIL contenuti e sostanzialmente uniformi a livello di stato/cantone negli Stati Uniti e in Svizzera.

In generale, come hanno mostrato le esperienze degli Stati Uniti e della Svizzera, una volta che i rapporti tra debito pubblico e PIL sono relativamente contenuti e meno diversi, i paesi possono definire le loro regole di bilancio in modo più autonomo. L'esperienza delle altre unioni monetarie indica che la disciplina di mercato può rafforzare l'appropriazione di regole sui conti pubblici sub-federali. Inoltre, regole di bilancio efficaci e credibili sono nell'interesse di lungo periodo delle entità sub-federali, perché politiche di bilancio poco solide, che danno luogo a livelli del debito eccessivamente elevati, gravano sulle generazioni future aumentando il costo del finanziamento per l'economia e minando la crescita e l'occupazione. Ciò ha fatto sì che anche le entità sub-federali assumessero la piena responsabilità delle (auto-imposte) regole di bilancio.

Nel complesso, le esperienze relative agli assetti delle regole di bilancio in altre unioni monetarie maggiormente integrate offrono alcune indicazioni per le riforme da realizzare nell'UEM, ma talune differenze sono destinate, a ragione, a permanere. Ciò che conta nel complesso è che le regole di bilancio assicurino la solidità dei conti pubblici di tutti i livelli che costituiscono un'unione monetaria, come mostra anche il livello elevato e crescente del rapporto tra debito pubblico e PIL degli Stati Uniti a livello federale.

6 Conclusioni

I principali risultati dell'analisi condotta nel presente articolo possono essere riassunti come segue. Una comparazione tra l'assetto delle regole di bilancio applicabile ai paesi dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti e della Svizzera, maggiormente integrati dal punto di vista fiscale, può fornire alcune indicazioni utili al

⁹⁹ Cfr. Kamps, C. e Leiner-Killinger, N., "Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione, 2019.

completamento dell'UEM. Sia gli Stati Uniti sia la Svizzera hanno una lunga esperienza nell'applicazione di norme sul pareggio di bilancio che contribuiscono a stabilizzare il debito pubblico negli stati e nei cantoni su livelli contenuti e non eccessivamente divergenti. La crescente enfasi nell'area dell'euro sulle regole relative al pareggio di bilancio rappresenta un risultato importante. Anche il fatto che la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro stia attualmente registrando posizioni di bilancio sottostanti coerenti con il pareggio di bilancio nel medio periodo è un primo indice della maggiore efficienza delle relative regole.

Tuttavia, per un certo numero di paesi, soprattutto quelli con un debito pubblico elevato, sono necessari ulteriori interventi per il conseguimento dei rispettivi OMT. L'assetto delle regole di bilancio potrebbe essere reso più efficace in tal senso. In generale, se i paesi dell'area dell'euro costituissero margini di bilancio per evitare un inasprimento delle politiche di bilancio nei momenti di rallentamento economico, i bilanci nazionali potrebbero svolgere la loro funzione di strumenti di stabilizzazione. La riduzione dell'eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro nelle posizioni di debito rappresenterebbe anche un prerequisito importante per creare una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune per le crisi più profonde, simile a quella presente nelle altre unioni monetarie, anche a sostegno della politica monetaria unica.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	Totale	al netto di beni alimentari ed energetici	9	10	11	12	13
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	2,2	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	3,0	1,4	0,8	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 1° trim.	0,9	0,5	0,1	-0,1	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
2° trim.	0,9	1,0	0,4	0,5	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
3° trim.	0,8	0,8	0,7	-0,6	1,6	0,1	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
4° trim.	0,8	0,5	0,2	0,5	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 ott.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
dic.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 gen.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
feb.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	1,5	1,9	0,2	1,5	1,5
mar. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,4

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle informazioni più aggiornate sui prezzi dei prodotti energetici.

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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,7	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	3,0	4,8
2018 2° trim.	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	-0,1	-0,8	0,4
3° trim.	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
4° trim.	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,5	-3,6
2019 1° trim.	52,8	.	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	.	.	.
2018 ott.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,4	50,0	1,6	1,5	1,7
nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,1	1,3	-0,6
dic.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,5	-3,6
2019 gen.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	52,9	49,6	-2,8	1,0	-5,1
feb.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	50,8	53,5	49,5	.	.	.
mar.	53,1	.	50,0	50,4	52,9	51,6	51,1	53,8	49,7	.	.	.

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 sono variazioni sui tre mesi precedenti.

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 set.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
ott.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
nov.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
dic.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
2018 gen.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 set.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
ott.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
dic.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 gen.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2018 set.	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3
ott.	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8
nov.	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9
dic.	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4
2019 gen.	340,5	3.088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2.607,4	20.460,5
feb.	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6
mar.	365,7	3.332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2.804,0	21.414,9

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni						
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento			
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno			oltre 1 e 5 anni	5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2018	mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	mag.	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
	giu.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
	lug.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
	ago.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
	set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
	ott.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	nov.	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	dic.	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	gen.	0,03	0,42	0,33	0,75	5,92	16,63	5,32	5,83	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
	feb. ^(p)	0,03	0,42	0,32	0,71	5,97	16,64	5,28	5,71	6,26	2,40	1,59	1,84	1,87	1,84	2,08	1,80

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento	
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione				
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	apr.	0,04	0,06	0,32	2,33	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
	mag.	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62
	giu.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68
	lug.	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64
	ago.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
	set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,22	2,34	2,32	1,65	1,54	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
	ott.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
	nov.	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
	dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019	gen.	0,03	0,07	0,55	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,31	1,61	1,63
	feb. ^(p)	0,03	0,06	0,52	2,20	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,65

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018	1.202	505	155	.	72	424	47	386	171	63	.	40	76	35
2018 ago.	1.313	527	178	.	95	447	65	409	203	60	.	31	82	33
set.	1.296	534	178	.	89	444	52	392	164	86	.	42	72	28
ott.	1.282	529	168	.	92	439	54	422	185	76	.	46	77	38
nov.	1.271	523	163	.	89	445	52	358	155	62	.	36	74	31
dic.	1.202	505	155	.	72	424	47	273	107	61	.	36	44	26
2019 gen.	1.279	541	157	.	87	435	58	470	223	63	.	48	98	38
A lungo termine														
2016	15.380	3.695	3.233	.	1.126	6.684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15.362	3.560	3.109	.	1.186	6.865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018	15.754	3.688	3.208	.	1.211	7.020	626	229	64	69	.	15	75	6
2018 ago.	15.560	3.570	3.168	.	1.190	7.010	622	129	50	35	.	2	38	3
set.	15.683	3.608	3.187	.	1.209	7.055	623	264	79	70	.	29	82	4
ott.	15.722	3.665	3.195	.	1.209	7.026	628	222	60	70	.	14	69	10
nov.	15.803	3.689	3.223	.	1.207	7.054	629	228	66	76	.	8	72	7
dic.	15.754	3.688	3.208	.	1.211	7.020	626	188	60	91	.	14	20	3
2019 gen.	15.820	3.711	3.207	.	1.209	7.068	625	280	104	43	.	16	109	9

Fonte: BCE.

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

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche					
											SVF
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2016	16.621,2	4.213,3	3.369,1	.	1.185,2	7.149,9	703,7	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6
2017	16.602,8	4.079,7	3.264,2	.	1.255,4	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,4	6.092,8
2018	16.956,0	4.192,7	3.362,7	.	1.283,2	7.444,6	672,7	7.027,0	465,1	1.099,2	5.462,8
2018 ago.	16.872,7	4.097,0	3.345,6	.	1.284,9	7.457,7	687,5	8.019,9	521,1	1.282,5	6.216,3
set.	16.979,1	4.142,1	3.364,3	.	1.298,6	7.499,3	674,8	7.955,7	543,5	1.293,9	6.118,4
ott.	17.004,0	4.194,1	3.362,8	.	1.300,2	7.464,9	682,0	7.546,6	515,4	1.201,8	5.829,4
nov.	17.074,2	4.211,8	3.386,4	.	1.296,0	7.499,0	681,0	7.475,0	512,1	1.179,2	5.783,6
dic.	16.956,0	4.192,7	3.362,7	.	1.283,2	7.444,6	672,7	7.027,0	465,1	1.099,2	5.462,8
2019 gen.	17.098,7	4.252,6	3.364,0	.	1.295,2	7.503,8	683,0	7.483,6	487,4	1.185,0	5.811,2
Tasso di crescita											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2018 ago.	1,5	-0,2	1,7	.	4,1	2,2	-2,6	1,1	0,5	4,7	0,5
set.	1,9	0,9	2,1	.	5,0	2,4	-3,7	1,0	0,5	3,9	0,5
ott.	2,1	0,9	3,0	.	4,8	2,4	-3,1	0,9	0,5	3,1	0,5
nov.	2,1	1,3	3,4	.	3,6	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
dic.	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2019 gen.	2,1	2,2	2,1	.	3,4	2,3	-2,7	0,7	-0,1	2,7	0,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,1	89,3	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,5	89,8	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	87,6	79,6	91,0	117,9	93,7
2018 2° trim.	98,4	92,9	93,2	87,2	79,1	90,5	117,0	93,2
3° trim.	99,2	93,5	93,5	87,8	79,6	91,3	119,2	94,6
4° trim.	98,5	92,9	93,0	87,2	79,2	90,6	118,4	93,6
2019 1° trim.	97,4	91,6	92,3	-	-	-	116,7	92,0
2018 ott.	98,9	93,2	93,2	-	-	-	119,0	94,2
nov.	98,3	92,8	92,8	-	-	-	117,9	93,4
dic.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 gen.	97,8	92,0	92,8	-	-	-	117,3	92,6
feb.	97,4	91,6	92,4	-	-	-	116,6	91,9
mar.	96,9	91,1	91,8	-	-	-	116,2	91,5
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2019 mar.	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,3	-0,4
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2019 mar.	-2,9	-3,1	-2,8	-	-	-	-1,3	-2,4

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 2° trim.	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
3° trim.	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
4° trim.	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 1° trim.	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2018 ott.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
dic.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 gen.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
feb.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
mar.	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2019 mar.	-0,8	0,1	-0,2	0,0	-0,6	0,3	-0,5	-1,7	0,1	0,0	-0,5	-0,4
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2019 mar.	-2,7	-0,2	1,0	0,2	1,2	-4,0	2,1	-2,8	2,0	3,3	-3,2	-8,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2018 1° trim.	25.012,2	25.790,4	-778,2	10.751,0	8.857,7	8.530,2	10.921,1	-75,7	5.133,5	6.011,6	673,2	14.172,3
2° trim.	25.656,6	26.284,2	-627,5	10.965,4	9.014,8	8.742,7	10.986,3	-83,3	5.341,8	6.283,1	690,0	14.410,2
3° trim.	25.805,4	26.314,1	-508,7	10.913,3	8.916,3	8.886,5	11.069,5	-64,4	5.396,1	6.328,3	673,9	14.463,0
4° trim.	25.023,4	25.460,8	-437,4	10.562,7	8.777,2	8.467,0	10.424,1	-79,1	5.353,8	6.259,5	719,1	14.185,2
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2018 4° trim.	216,3	220,1	-3,8	91,3	75,9	73,2	90,1	-0,7	46,3	54,1	6,2	122,6
Transazioni												
2018 1° trim.	438,0	336,0	102,0	65,0	-57,2	195,3	183,2	-4,5	170,9	210,0	11,3	-
2° trim.	197,6	154,6	43,0	39,2	21,2	0,5	-51,2	38,4	112,9	184,7	6,6	-
3° trim.	27,1	-60,0	87,1	-116,2	-102,3	43,9	-0,5	35,4	62,8	42,7	1,2	-
4° trim.	-338,0	-423,6	85,5	-208,3	-134,6	-55,6	-161,5	29,5	-109,5	-127,5	5,8	-
2018 ago.	-11,7	-59,6	47,9	-47,8	-41,4	28,3	-48,5	15,8	-11,1	30,3	3,2	-
set.	-115,8	-159,5	43,7	-114,3	-110,7	-3,2	31,9	6,5	-7,0	-80,6	2,3	-
ott.	62,4	89,9	-27,5	33,6	14,6	-30,2	-14,9	7,0	52,8	90,2	-0,7	-
nov.	-45,0	-97,0	51,9	-106,1	-70,5	1,9	-12,3	16,0	39,8	-14,2	3,5	-
dic.	-355,4	-416,5	61,1	-135,7	-78,8	-27,2	-134,3	6,6	-202,1	-203,4	3,1	-
2019 gen.	221,8	213,4	8,5	0,0	12,2	38,1	39,3	5,7	180,7	161,8	-2,7	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2019 gen.	241,9	-80,1	322,0	-219,5	-221,9	121,2	-78,7	106,9	213,3	220,5	20,1	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2019 gen.	2,1	-0,7	2,8	-1,9	-1,9	1,0	-0,7	0,9	1,8	1,9	0,2	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna							Saldo con l'estero ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	10.827,7	10.350,0	5.877,5	2.223,2	2.210,8	1.053,2	679,3	472,3	38,4	477,7	4.942,6	4.464,8
2017	11.205,2	10.683,9	6.058,5	2.279,9	2.302,7	1.121,3	716,3	459,3	42,9	521,3	5.295,9	4.774,6
2018	11.569,8	11.061,6	6.229,8	2.343,5	2.421,1	1.192,3	753,2	469,8	67,3	508,3	5.533,9	5.025,6
2018 1° trim.	2.865,1	2.726,2	1.543,8	578,5	591,2	290,7	183,9	115,2	12,7	138,9	1.358,5	1.219,6
2° trim.	2.887,8	2.756,0	1.553,0	584,7	603,4	297,3	188,4	116,3	14,9	131,8	1.379,8	1.248,0
3° trim.	2.902,6	2.787,2	1.562,2	586,6	613,0	301,1	191,7	118,7	25,5	115,4	1.393,5	1.278,1
4° trim.	2.920,3	2.797,0	1.572,4	593,5	619,0	305,7	192,0	119,8	12,1	123,3	1.408,4	1.285,2
in percentuale del PIL												
2018	100,0	95,6	53,8	20,3	20,9	10,3	6,5	4,1	0,6	4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,4	-0,8	0,2	-	-	-0,7	-0,5
2° trim.	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,4	2,3	0,8	-	-	1,1	1,3
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,1	0,6	0,2	0,9	1,3	-	-	0,2	1,1
4° trim.	0,2	0,0	0,2	0,7	0,6	0,8	0,0	1,0	-	-	0,9	0,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,1	2,6	3,9	5,0	-3,5	-	-	5,2	3,9
2018	1,8	1,7	1,3	1,0	3,0	3,0	4,4	0,9	-	-	3,0	2,9
2018 1° trim.	2,4	1,9	1,7	1,1	3,3	3,2	5,2	0,7	-	-	3,9	2,8
2° trim.	2,1	1,5	1,4	1,1	2,8	3,8	5,9	-4,1	-	-	4,0	2,7
3° trim.	1,6	1,9	1,0	0,7	3,5	2,1	5,3	4,3	-	-	2,9	3,7
4° trim.	1,1	1,5	1,0	1,2	2,8	2,8	2,4	3,3	-	-	1,5	2,4
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2018 1° trim.	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,2	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018	1,8	1,6	0,7	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	-	-
2018 1° trim.	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
2° trim.	2,1	1,4	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
3° trim.	1,6	1,8	0,5	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,4	-0,2	-	-
4° trim.	1,1	1,4	0,5	0,2	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) 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 al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	9.716,0	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,2	1.850,1	337,3	1.111,7
2017	10.048,5	171,4	2.032,5	512,7	1.917,3	469,4	455,5	1.129,7	1.118,6	1.897,5	343,8	1.156,8
2018	10.370,1	172,0	2.079,0	550,2	1.979,4	491,5	458,3	1.161,2	1.171,5	1.955,6	351,3	1.199,7
2018 1° trim.	2.568,8	42,8	518,9	133,7	489,8	121,2	114,2	287,4	289,5	483,7	87,5	296,3
2° trim.	2.588,3	42,6	521,1	136,5	494,6	122,9	113,8	289,3	292,4	487,5	87,6	299,5
3° trim.	2.601,8	43,0	521,0	138,9	496,4	124,1	114,8	291,2	294,0	490,2	88,0	300,8
4° trim.	2.617,3	43,4	520,0	142,0	499,4	124,9	115,3	293,3	296,3	494,5	88,1	303,0
in percentuale del valore aggiunto												
2018	100,0	1,7	20,0	5,3	19,1	4,7	4,4	11,2	11,3	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2018 1° trim.	0,4	0,3	-0,7	0,6	0,7	1,7	-0,6	0,5	1,2	0,3	0,3	0,3
2° trim.	0,4	-0,2	0,3	1,1	0,6	1,4	0,3	0,0	0,6	0,1	-0,1	0,6
3° trim.	0,2	-1,1	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,5	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,0
4° trim.	0,2	0,9	-0,5	1,1	0,2	0,6	0,1	0,3	0,5	0,3	0,0	0,2
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2016	1,9	-1,4	3,5	1,5	1,7	3,9	0,7	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,9	3,1	3,1	3,2	4,4	-0,7	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2018	1,9	0,8	1,4	3,5	2,3	4,5	0,3	1,3	2,9	1,1	0,9	1,5
2018 1° trim.	2,5	1,6	3,2	3,5	2,8	5,1	-0,1	1,5	3,5	1,4	1,4	1,6
2° trim.	2,2	1,4	2,4	3,4	2,7	5,4	0,0	1,2	3,3	1,1	0,8	1,8
3° trim.	1,6	0,0	0,9	3,4	2,1	4,4	0,8	1,2	2,5	1,0	0,8	1,5
4° trim.	1,1	-0,1	-1,0	3,4	1,6	4,6	0,3	1,3	2,3	1,1	0,6	1,2
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2018 1° trim.	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2° trim.	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,8	24,1	6,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,3
2018	1,5	1,8	-0,4	-0,3	1,4	2,5	1,4	3,1	-1,0	2,1	2,7	1,2	0,6
2018 1° trim.	1,6	2,0	-0,7	-0,7	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	2,5	3,2	1,3	1,0
2° trim.	1,6	1,9	-0,4	-0,4	1,7	2,4	1,3	2,7	-0,9	2,4	3,2	1,3	1,3
3° trim.	1,4	1,7	-0,3	0,2	1,3	2,5	1,4	3,5	-1,2	1,9	2,5	1,2	0,2
4° trim.	1,3	1,6	-0,3	-0,4	1,2	3,0	1,4	3,5	-0,9	1,6	2,0	1,1	-0,3
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
2018	100,0	81,4	18,6	4,2	15,3	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,6	2,1	3,0	1,1	0,7
2018	1,6	2,1	-0,4	0,3	1,5	3,1	1,3	3,2	-0,7	2,3	3,1	1,4	0,7
2018 1° trim.	1,5	2,1	-0,9	-0,6	1,5	2,2	1,2	2,3	-0,9	3,7	3,2	1,3	0,5
2° trim.	1,8	2,3	-0,5	0,7	1,7	2,8	1,1	3,1	-0,4	2,2	3,7	1,6	1,8
3° trim.	1,7	2,1	-0,1	0,8	1,3	3,5	1,4	3,7	-0,9	2,2	3,2	1,3	0,8
4° trim.	1,5	1,9	-0,1	-0,1	1,1	3,5	1,3	3,7	-0,4	1,1	2,4	1,4	0,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,7
2018	0,1	0,3	0,0	0,6	0,1	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2
2018 1° trim.	-0,1	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,1	1,1	0,0	0,0	-0,6
2° trim.	0,2	0,4	-0,1	1,1	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,5	-0,2	0,5	0,3	0,5
3° trim.	0,3	0,4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,1	0,6
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,4	-0,2	0,2	0,5	-0,5	0,4	0,2	1,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccu- pazione 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				
						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	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,257	10,0	5,0	13,293	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,773	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,638	8,7	7,125	9,5	1,9
2018	.	.	13,392	8,2	.	10,962	7,4	2,430	17,0	6,899	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 1° trim.	162,591	4,0	13,916	8,5	4,2	11,412	7,7	2,504	17,6	7,189	8,2	6,727	8,9	2,1
2° trim.	163,180	3,9	13,503	8,3	3,9	11,069	7,4	2,434	17,0	6,957	7,9	6,546	8,7	2,1
3° trim.	163,709	3,6	13,160	8,1	3,6	10,759	7,2	2,401	16,8	6,797	7,7	6,362	8,4	2,1
4° trim.	.	.	12,990	7,9	.	10,610	7,1	2,380	16,5	6,653	7,6	6,337	8,4	2,3
2018 set.	-	-	13,119	8,0	-	10,714	7,2	2,405	16,8	6,775	7,7	6,344	8,4	-
ott.	-	-	13,126	8,0	-	10,710	7,2	2,416	16,8	6,740	7,7	6,387	8,4	-
nov.	-	-	12,984	7,9	-	10,617	7,1	2,367	16,4	6,658	7,6	6,326	8,3	-
dic.	-	-	12,860	7,9	-	10,503	7,0	2,356	16,3	6,562	7,5	6,298	8,3	-
2019 gen.	-	-	12,807	7,8	-	10,456	7,0	2,351	16,2	6,535	7,4	6,272	8,3	-
feb.	-	-	12,730	7,8	-	10,393	7,0	2,337	16,1	6,494	7,4	6,236	8,2	-

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	
			Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,7	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	2,9	7,9	2,5	1,6	3,4	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,0	1,2	-1,6	2,2	2,6	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 1° trim.	3,1	3,5	3,1	4,4	2,5	0,5	2,6	6,6	1,7	1,6	1,9	0,1	5,3
2° trim.	2,3	2,8	1,7	4,3	2,0	-2,1	2,5	3,8	1,8	1,2	2,5	0,7	3,2
3° trim.	0,6	0,8	-0,3	1,7	0,9	-1,2	2,2	1,4	1,2	1,0	1,5	-0,1	3,4
4° trim.	-1,9	-1,7	-2,0	-1,9	-0,5	-3,6	1,7	-1,0	1,6	1,4	1,9	1,5	-9,4
2018 set.	0,7	0,9	-0,3	2,2	0,8	-1,5	3,7	0,2	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
ott.	1,2	1,6	0,1	3,3	1,0	-2,7	0,8	-0,2	2,7	2,5	3,2	1,3	-11,8
nov.	-2,9	-2,8	-2,8	-4,3	0,3	-3,7	1,1	1,6	1,9	0,8	2,6	1,9	-8,9
dic.	-4,2	-4,0	-3,5	-4,9	-3,0	-4,3	2,1	-4,4	0,5	0,8	0,2	1,4	-7,5
2019 gen.	-1,1	-1,9	-1,8	-3,0	0,5	4,0	-0,7	-3,1	2,2	1,7	2,2	4,0	-2,5
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,8	0,6	4,4	1,6	-2,3
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2018 set.	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	2,0	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,7	-37,1
ott.	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,2	-1,1	-1,5	0,2	0,7	0,7	0,6	0,7	9,1
nov.	-1,5	-1,6	-1,1	-2,6	-0,5	0,7	0,3	3,5	0,9	-0,4	1,5	0,4	6,7
dic.	-0,9	-0,8	0,3	-1,1	-1,9	-0,6	1,1	-4,1	-1,4	0,1	-2,3	-0,3	2,5
2019 gen.	1,4	1,1	0,2	0,9	2,4	2,4	-1,4	-0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	4,8
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,1	0,9	-0,7	-0,1

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-12,3	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 2° trim.	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
3° trim.	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
4° trim.	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 1° trim.	106,0	-0,5	-	-7,5	7,5	-1,0	11,5	-	49,1	49,0	52,4	51,5
2018 ott.	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
nov.	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
dic.	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 gen.	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
feb.	106,2	-0,4	-	-7,4	6,6	-1,3	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9
mar.	105,5	-1,7	-	-7,2	7,5	0,2	11,3	-	47,5	47,2	53,3	51,6

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
2015	12,2	94,1	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	5,9	138,5	5,0	7,9	2,9
2016	12,1	94,3	1,8	2,0	5,7	3,3	2,7	35,4	7,6	138,8	4,9	6,3	2,9
2017	11,8	94,0	1,4	2,0	6,9	4,1	4,2	34,8	6,9	137,9	3,8	5,0	2,3
2018 1° trim.	11,8	93,7	1,8	1,9	4,9	3,8	4,7	34,9	7,0	137,6	3,1	-0,3	1,8
2° trim.	11,9	93,7	2,1	1,9	8,0	3,9	4,8	35,0	6,9	138,3	3,2	1,6	1,8
3° trim.	12,0	93,5	1,4	1,9	7,9	3,8	5,0	34,7	6,9	138,0	2,9	8,7	1,7
4° trim.	12,1	93,3	1,6	1,9	8,3	2,7	4,9	34,6	6,6	137,0	2,2	12,4	1,4

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 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11	Crediti 12	Debiti 13
2018	1° trim.	1.001,5	902,9	98,6	572,2	494,0	220,8	192,3	179,8	157,2	28,7	59,5	12,6	6,4
	2° trim.	1.022,0	934,1	87,9	575,5	507,4	222,5	193,8	196,1	169,0	27,9	63,9	8,3	8,8
	3° trim.	1.035,5	966,8	68,7	586,2	525,5	229,4	203,9	191,5	168,8	28,4	68,7	8,7	5,8
	4° trim.	1.045,4	965,5	79,9	598,6	528,7	231,1	206,2	186,2	155,9	29,6	74,7	21,9	33,6
2018	ago.	350,3	319,3	31,1	197,5	174,6	77,2	67,8	65,7	54,6	9,9	22,2	3,2	1,7
	set.	345,4	326,9	18,4	195,6	177,3	76,8	68,3	63,7	58,3	9,4	23,1	2,5	2,2
	ott.	352,7	322,5	30,2	203,0	180,6	75,0	67,0	65,2	51,2	9,5	23,8	3,3	9,6
	nov.	350,9	325,1	25,8	198,4	175,1	79,1	69,7	62,9	54,9	10,5	25,4	4,1	10,6
	dic.	341,8	317,9	23,9	197,2	173,0	77,0	69,6	58,0	49,8	9,6	25,6	14,5	13,4
2019	gen.	357,4	320,6	36,8	201,1	176,3	77,4	69,1	68,7	54,1	10,2	21,1	3,8	2,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2019	gen.	4.124,5	3.785,9	338,6	2.339,3	2.064,3	907,0	801,9	762,9	651,1	115,3	268,5	49,1	54,6
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL														
2019	gen.	35,6	32,7	2,9	20,2	17,8	7,8	6,9	6,6	5,6	1,0	2,3	0,4	0,5

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 1° trim.	2,1	2,3	561,2	270,5	113,9	167,8	470,4	503,9	291,9	81,2	123,6	357,3	65,2
2° trim.	4,3	6,1	565,9	271,2	117,8	166,7	474,0	515,2	300,8	79,9	126,9	364,1	65,7
3° trim.	4,7	10,4	572,7	277,6	117,4	166,9	478,1	531,2	309,6	86,2	126,9	373,6	68,6
4° trim.	3,9	7,8	580,1	278,0	122,8	168,3	484,9	535,7	309,5	87,5	130,4	379,5	66,4
2018 ago.	5,5	9,0	192,7	93,5	38,9	56,5	161,2	176,4	102,7	28,3	42,2	123,8	23,0
set.	-0,5	7,9	190,7	92,4	39,4	55,4	160,1	177,7	103,4	29,3	42,3	125,0	22,7
ott.	11,1	14,9	194,1	93,6	40,4	56,2	161,1	180,9	105,9	29,2	44,1	126,8	24,2
nov.	2,3	5,5	192,7	92,7	40,3	55,9	162,1	177,6	102,1	28,7	43,6	126,5	21,2
dic.	-1,9	2,7	193,3	91,6	42,1	56,2	161,6	177,3	101,4	29,7	42,8	126,2	21,0
2019 gen.	2,4	3,4	194,8	.	.	.	163,3	177,8	.	.	.	125,5	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 1° trim.	2,3	2,6	125,8	125,6	123,3	131,5	126,3	114,4	115,1	113,6	115,1	117,6	110,4
2° trim.	3,0	2,8	125,6	124,3	126,7	129,5	126,3	115,3	115,5	112,2	118,4	119,4	101,8
3° trim.	1,0	2,0	125,3	125,3	124,8	127,7	125,9	115,4	114,8	118,0	115,4	120,1	99,6
4° trim.	0,1	1,7	126,0	124,7	129,2	127,7	126,4	115,9	115,0	117,2	117,7	120,4	100,7
2018 lug.	6,3	7,0	124,7	124,5	125,5	126,7	124,3	116,1	115,6	119,1	116,4	121,1	100,6
ago.	1,7	0,4	126,6	126,8	124,3	129,8	127,5	115,4	114,9	117,0	115,0	119,6	102,5
set.	-4,7	-1,3	124,5	124,8	124,7	126,5	126,0	114,6	113,8	117,9	114,8	119,5	95,5
ott.	6,9	5,3	126,9	126,2	128,7	128,5	127,0	116,5	115,9	118,9	119,6	121,7	98,2
nov.	-1,6	-0,7	125,4	124,6	127,3	127,0	126,8	114,7	113,3	114,3	117,5	119,8	95,0
dic.	-5,1	0,3	125,7	123,4	131,7	127,7	125,5	116,5	115,8	118,3	115,9	119,7	109,0

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⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
			Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 2° trim	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	1,0	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
3° trim.	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
4° trim.	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 1° trim	103,5	1,4	1,0	.	1,4	0,0	0,6	0,1	0,1	-2,4	0,3	.	.
2018 ott.	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,4	0,0	1,8	0,1	2,2	2,8
nov.	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,8	2,8
dic.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,3	0,1	1,3	2,7
2019 gen.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,0	0,1	-0,9	0,1	1,2	2,4
feb.	103,3	1,5	1,0	1,6	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,6	0,0	1,3	2,3
mar. ³⁾	104,4	1,4	0,8	.	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,2	0,8	0,2	.	.

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle informazioni più aggiornate sui prezzi dei prodotti energetici.

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾									Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾	
	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					
in perc. del totale nel 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	2,4	.	.
2018 1° trim.	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,1	4,3	4,6
2° trim.	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,2	4,2	3,4
3° trim.	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,9	4,3	.
4° trim.	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	.	.
2018 set.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-
ott.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-
nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-
dic.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,8	-	-	-
2019 gen.	105,4	2,9	1,0	1,2	1,7	1,4	0,4	0,0	1,0	7,4	-	-	-
feb.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,5	0,6	0,0	1,1	8,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	3,0	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,5	1,4	1,8	1,5	1,7	2,1	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 2° trim.	109,3	1,3	1,8	1,5	1,8	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
	109,7	1,4	2,1	1,8	1,9	2,4	2,3	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
	4° trim.	110,1	1,5	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 1° trim	.	.	.	.	.	.	.	.	55,6	3,3	3,9	2,8	4,0	5,3	2,7
2018 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,7	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,2	3,9	-1,1	1,5	3,8	-0,7
	feb.	-	-	-	-	-	-	-	56,5	4,2	5,1	3,5	4,5	5,7	3,3
	mar.	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,4	2,6	6,0	6,0	6,4	5,5

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,2	-	-	-3,6	31,7	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 2° trim.	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
3° trim.	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
4° trim.	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 1° trim.	8,9	8,3	10,3	11,4	20,0	53,9	57,7	53,0	53,1
2018 ott.	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
nov.	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
dic.	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 gen.	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
feb.	9,0	8,1	9,2	12,4	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7
mar.	7,0	7,9	10,2	9,0	21,2	52,3	56,8	52,3	53,3

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	
2016	105,5	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	109,8	2,2	2,1	2,8	2,4	1,9	2,0
2018 1° trim.	102,6	2,0	1,8	2,7	2,3	1,5	1,7
2° trim.	113,7	2,2	1,9	2,9	2,6	1,5	2,1
3° trim.	106,4	2,5	2,4	3,0	2,6	2,2	2,1
4° trim.	116,6	2,3	2,4	2,4	2,2	2,5	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,3	3,7	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,6	-0,3	4,4	2,4	1,7	1,8
2018	108,1	1,9	0,8	1,9	0,8	1,3	1,1	0,9	3,8	2,7	2,2	2,1
2018 1° trim.	107,0	1,1	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,9	3,9	2,3	1,9	1,4
2° trim.	107,6	1,6	0,3	1,4	0,5	1,0	0,2	1,0	3,5	2,7	2,2	2,3
3° trim.	108,5	2,3	2,1	2,7	1,4	1,8	1,6	0,5	4,2	3,2	2,5	2,5
4° trim.	109,0	2,4	0,9	3,8	1,2	1,9	0,9	1,2	3,5	2,7	2,5	2,1
Redditi per occupato												
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,3	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,4	1,2	1,6	1,8	0,2	4,1	3,2	1,4	1,3
2018	113,5	2,2	1,9	1,9	1,7	2,3	2,5	2,2	3,0	2,9	2,1	2,4
2018 1° trim.	112,6	1,9	2,3	1,6	1,1	2,0	2,8	1,8	2,8	2,6	2,0	1,8
2° trim.	113,3	2,2	2,1	2,1	1,4	2,3	2,9	2,0	2,3	2,8	2,0	1,8
3° trim.	114,1	2,5	2,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,6	3,5	3,2	2,3	3,2
4° trim.	114,6	2,2	1,2	1,6	1,7	2,1	1,9	2,4	3,2	2,9	2,4	2,9
Produttività del lavoro per occupato												
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,8	-1,5	-0,2	-0,1	0,2
2017	104,7	0,8	1,5	1,9	1,3	1,5	1,2	0,5	-0,3	0,8	-0,3	-0,4
2018	105,0	0,3	1,1	0,0	0,9	0,9	1,4	1,3	-0,8	0,2	-0,1	0,3
2018 1° trim.	105,2	0,8	2,3	1,6	1,4	1,3	2,5	0,9	-1,0	0,3	0,1	0,4
2° trim.	105,2	0,5	1,7	0,8	1,0	1,3	2,6	1,0	-1,2	0,1	-0,1	-0,5
3° trim.	105,1	0,2	-0,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	2,1	-0,7	0,0	-0,2	0,6
4° trim.	105,1	-0,2	0,3	-2,1	0,4	0,2	1,1	1,2	-0,3	0,2	-0,1	0,9
Redditi per ora lavorata												
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,7	1,7	1,4	1,4	1,0	1,9	1,7	0,5	3,3	3,0	1,6	1,9
2018	114,8	1,9	1,4	1,8	0,9	2,1	2,1	1,8	2,3	2,4	2,0	1,8
2018 1° trim.	113,8	1,8	2,2	1,5	0,6	2,1	2,8	1,8	1,6	2,3	1,9	1,9
2° trim.	114,2	1,8	0,6	2,0	0,7	2,1	2,2	1,5	1,8	2,2	1,7	0,7
3° trim.	114,9	2,1	1,9	2,1	1,4	2,3	2,1	2,4	2,6	2,5	2,1	1,9
4° trim.	115,4	1,9	0,8	1,6	0,9	2,2	1,5	2,0	3,1	2,5	2,1	1,7
Produttività per ora lavorata												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,1	0,4	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,9	1,9	1,2	1,8	1,3	0,9	-0,9	1,0	0,0	0,2
2018	107,0	0,2	0,5	-0,1	0,4	1,0	1,2	1,0	-1,0	-0,2	-0,2	0,2
2018 1° trim.	107,1	0,9	2,3	1,7	1,2	1,6	2,7	0,8	-2,1	0,3	0,1	0,9
2° trim.	106,9	0,3	0,7	0,7	0,6	1,5	2,3	0,5	-1,0	-0,4	-0,4	-1,0
3° trim.	106,6	-0,1	-0,8	-0,5	-0,1	0,7	0,6	1,8	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
4° trim.	106,7	-0,4	0,0	-2,0	0,0	0,4	0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,3	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1		M2-M1										
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9	
2017	1.111,6	6.637,8	7.749,4	1.197,0	2.261,2	3.458,2	11.207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11.866,0	
2018	1.162,6	7.118,8	8.281,5	1.128,2	2.294,2	3.422,5	11.703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,4	
2018	1° trim.	1.116,9	6.743,6	7.860,5	1.170,4	2.260,2	3.430,6	11.291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11.935,4
	2° trim.	1.133,6	6.892,3	8.025,8	1.178,1	2.270,8	3.448,9	11.474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,8
	3° trim.	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
	4° trim.	1.162,6	7.118,8	8.281,5	1.128,2	2.294,2	3.422,5	11.703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,4
2018	set.	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
	ott.	1.154,4	7.044,8	8.199,3	1.137,8	2.290,3	3.428,1	11.627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12.266,0
	nov.	1.158,2	7.091,6	8.249,7	1.125,8	2.295,1	3.420,9	11.670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12.306,1
	dic.	1.162,6	7.118,8	8.281,5	1.128,2	2.294,2	3.422,5	11.703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,4
2019	gen.	1.167,7	7.125,7	8.293,4	1.123,7	2.298,7	3.422,4	11.715,8	74,9	516,6	62,8	654,3	12.370,1
	feb. ^(p)	1.172,8	7.194,6	8.367,4	1.124,8	2.304,6	3.429,4	11.796,7	70,7	514,9	56,4	642,0	12.438,7
Transazioni													
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0	
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2	
2018	50,0	461,6	511,6	-71,5	45,0	-26,6	485,0	-3,5	11,3	-1,7	6,1	491,1	
2018	1° trim.	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
	2° trim.	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
	3° trim.	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
	4° trim.	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,8	40,4	171,5
2018	set.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
	ott.	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,3	10,3	-0,9	9,7	59,6
	nov.	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
	dic.	4,5	26,2	30,7	2,9	3,1	6,0	36,7	0,9	19,6	13,5	33,9	70,6
2019	gen.	5,0	10,2	15,3	-4,8	5,0	0,3	15,5	0,4	-7,6	-8,5	-15,7	-0,2
	feb. ^(p)	5,1	67,2	72,3	0,5	5,9	6,4	78,7	-4,3	-1,8	-5,4	-11,6	67,1
Variazioni percentuali													
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0	
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7	
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2018	1° trim.	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
	2° trim.	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
	3° trim.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
	4° trim.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018	set.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
	ott.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,7	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
	nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,2	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
	dic.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019	gen.	4,7	6,4	6,2	-6,3	2,0	-0,8	4,0	-4,0	-0,1	5,9	-0,1	3,8
	feb. ^(p)	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,0	1,0	-3,6	-0,4	4,3

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													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,6	3.698,9	561,9	2.044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2.336,0	1.901,6	280,7	145,9	7,8	6.645,7	4.039,3	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 1° trim.	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,3	3.787,0	543,5	2.044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
2° trim.	2.296,8	1.855,2	277,9	156,7	7,0	6.462,2	3.870,0	535,2	2.055,9	1,1	1.010,3	220,0	425,6
3° trim.	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
4° trim.	2.336,0	1.901,6	280,7	145,9	7,8	6.645,7	4.039,3	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 set.	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
ott.	2.316,3	1.892,2	271,1	147,1	5,9	6.587,5	3.984,3	520,9	2.081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
nov.	2.322,4	1.892,2	275,6	146,5	8,1	6.610,7	4.005,1	517,9	2.086,6	1,2	1.001,0	208,3	443,8
dic.	2.336,0	1.901,6	280,7	145,9	7,8	6.645,7	4.039,3	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2019 gen.	2.324,7	1.899,8	271,4	145,7	7,8	6.680,7	4.068,6	517,3	2.093,0	1,7	975,7	203,9	438,0
feb. (p)	2.347,5	1.918,3	275,5	147,0	6,7	6.722,4	4.106,2	516,9	2.097,8	1,5	964,7	206,4	453,7
Transazioni													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,4	-7,1	-2,8	-1,4	330,2	327,6	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 1° trim.	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
2° trim.	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
3° trim.	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
4° trim.	25,7	12,8	12,7	-0,7	0,9	97,2	89,1	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 set.	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
ott.	2,9	1,6	2,2	0,0	-1,0	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
nov.	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
dic.	15,6	10,9	5,6	-0,6	-0,3	35,5	30,7	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 gen.	-6,7	1,9	-9,0	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-27,4	3,2	6,8
feb. (p)	22,0	19,2	4,0	-0,2	-1,1	43,5	37,8	-0,6	6,4	-0,1	-13,9	2,5	15,2
Variazioni percentuali													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 1° trim.	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
2° trim.	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
3° trim.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
4° trim.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 set.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
ott.	4,2	6,0	-4,7	-1,0	3,9	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
nov.	3,8	5,4	-3,4	-1,2	-1,2	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
dic.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 gen.	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-23,0	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,7	-1,4	5,3
feb. (p)	4,3	5,9	-3,0	-0,3	-25,6	5,6	8,9	-6,0	2,5	-13,3	-3,6	-1,1	8,9

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	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
											Prestiti corretti ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.171,2	4.326,5	5.598,8	839,2	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 1° trim.	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.195,9	10.941,2	11.233,7	4.343,8	5.633,0	851,7	112,8	1.467,4	787,4
2° trim.	4.602,9	1.017,7	3.571,0	13.276,2	10.990,8	11.328,3	4.358,1	5.659,7	853,2	119,8	1.496,6	788,7
3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
4° trim.	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 set.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
ott.	4.612,0	1.000,6	3.597,4	13.393,8	11.089,9	11.423,2	4.404,2	5.716,2	848,9	120,8	1.524,7	779,1
nov.	4.612,6	1.003,4	3.594,3	13.411,9	11.112,4	11.446,1	4.421,2	5.731,8	838,7	120,7	1.516,8	782,8
dic.	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2019 gen.	4.685,1	1.006,7	3.666,9	13.452,4	11.156,7	11.498,8	4.409,5	5.758,5	861,0	127,7	1.523,0	772,7
feb. ^(p)	4.685,4	1.001,0	3.672,5	13.500,7	11.177,9	11.524,4	4.425,2	5.769,6	856,7	126,3	1.533,1	789,7
Transazioni												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,4	-28,2	120,7	372,8	304,6	373,5	122,9	167,3	-3,8	18,1	89,5	-21,2
2018 1° trim.	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
2° trim.	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
3° trim.	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
4° trim.	40,7	4,0	36,7	66,3	60,1	88,3	15,9	42,6	-1,8	3,4	13,7	-7,5
2018 set.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
ott.	-9,3	-3,0	-6,3	32,7	21,5	20,1	6,1	15,5	3,6	-3,7	12,6	-1,3
nov.	-7,9	2,8	-11,7	27,0	30,3	32,5	22,6	18,4	-10,6	0,0	-6,4	3,2
dic.	57,9	4,2	54,7	6,5	8,3	35,8	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 gen.	-11,7	-0,8	-10,9	33,1	33,4	19,6	2,9	18,2	12,5	-0,2	0,0	-0,3
feb. ^(p)	12,0	-4,8	16,4	44,6	23,1	30,4	17,2	12,2	-4,9	-1,4	7,1	14,4
Variazioni percentuali												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
2° trim.	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
3° trim.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
4° trim.	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 set.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
ott.	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,2	2,9	3,2	-0,7	7,4	7,2	-1,5
nov.	2,1	-3,8	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,9	5,2	6,6	-1,8
dic.	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 gen.	2,4	-2,7	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,8	13,0	5,3	-2,5
feb. ^(p)	2,5	-2,5	4,0	2,8	2,7	3,2	2,6	3,2	-1,5	10,6	5,3	-0,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
	Prestiti corretti ⁴⁾					Prestiti corretti ⁴⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze											
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3	
2017	4.326,5	4.364,8	987,7	820,4	2.518,4	5.598,8	5.865,5	654,0	4.217,0	727,9	
2018	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9	
2018	1° trim.	4.343,8	4.381,2	997,8	820,8	2.525,2	5.633,0	5.904,5	663,3	4.243,8	725,9
	2° trim.	4.358,1	4.425,0	986,0	828,3	2.543,8	5.659,7	5.940,5	669,8	4.273,2	716,6
	3° trim.	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
	4° trim.	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018	set.	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
	ott.	4.404,2	4.469,7	985,0	844,1	2.575,0	5.716,2	5.996,5	681,7	4.324,0	710,4
	nov.	4.421,2	4.486,5	989,2	850,9	2.581,0	5.731,8	6.010,7	685,6	4.336,4	709,8
	dic.	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2019	gen.	4.409,5	4.489,3	980,0	846,7	2.582,8	5.758,5	6.037,1	687,5	4.367,2	703,8
	feb. ^(p)	4.425,2	4.505,0	980,1	850,8	2.594,4	5.769,6	6.050,9	690,9	4.375,0	703,8
Transazioni											
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4	
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8	
2018	122,9	171,1	19,2	33,4	70,4	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2	
2018	1° trim.	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
	2° trim.	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
	3° trim.	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
	4° trim.	15,9	36,2	-2,7	7,4	11,2	42,6	51,3	8,1	39,3	-4,8
2018	set.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
	ott.	6,1	3,8	-16,8	8,2	14,6	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
	nov.	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
	dic.	-12,7	9,8	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019	gen.	2,9	-1,0	-13,8	2,3	14,4	18,2	15,2	4,1	13,8	0,3
	feb. ^(p)	17,2	17,1	0,2	4,7	12,3	12,2	16,8	3,5	8,4	0,2
Variazioni percentuali											
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1	
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8	
2018	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3	
2018	1° trim.	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
	2° trim.	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
	3° trim.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	4° trim.	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018	set.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	ott.	2,9	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
	nov.	3,0	4,0	1,3	5,3	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
	dic.	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	gen.	2,2	3,4	-0,4	3,6	2,8	3,2	3,2	6,2	3,5	-1,2
	feb. ^(p)	2,6	3,7	0,0	4,4	3,0	3,2	3,3	6,1	3,5	-1,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6.814,4	1.941,3	56,0	2.096,0	2.721,2	1.025,0	436,0	187,0	194,9
2018 1° trim.	340,8	6.744,7	1.952,7	59,4	2.014,7	2.717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
2° trim.	330,4	6.708,6	1.950,7	58,4	2.025,6	2.673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
3° trim.	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
4° trim.	378,7	6.814,4	1.941,3	56,0	2.096,0	2.721,2	1.025,0	436,0	187,0	194,9
2018 set.	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
ott.	398,1	6.795,5	1.936,3	56,6	2.104,4	2.698,2	993,7	460,0	167,1	174,3
nov.	390,3	6.784,9	1.929,9	55,8	2.098,7	2.700,5	1.038,3	418,4	196,1	204,4
dic.	378,7	6.814,4	1.941,3	56,0	2.096,0	2.721,2	1.025,0	436,0	187,0	194,9
2019 gen.	377,2	6.861,7	1.939,7	55,6	2.116,6	2.749,8	1.069,9	401,5	199,0	208,4
feb. ^(p)	409,0	6.878,7	1.936,7	55,6	2.146,0	2.740,4	1.116,3	424,0	198,1	210,5
Transazioni										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,4	-38,0	-4,9	16,9	73,4	65,0	47,4	21,8	24,2
2018 1° trim.	-2,7	8,8	-16,3	-1,4	9,3	17,2	53,2	-54,2	-7,6	-6,3
2° trim.	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
3° trim.	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
4° trim.	-24,1	18,8	-0,6	-0,9	3,4	16,8	35,0	24,1	9,7	11,9
2018 set.	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
ott.	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	14,8	30,1	-10,3	-8,7
nov.	-7,9	-4,6	-6,1	-0,9	-2,3	4,7	46,8	-37,0	29,0	30,0
dic.	-10,8	9,1	5,5	0,2	1,3	2,1	-26,6	31,0	-9,1	-9,5
2019 gen.	-1,5	20,2	-5,8	-0,4	20,6	5,8	28,4	-31,4	12,0	13,6
feb. ^(p)	31,6	19,1	-3,4	0,0	25,6	-3,0	43,8	17,4	-0,9	2,1
Variazioni percentuali										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 1° trim.	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
3° trim.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
4° trim.	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 set.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
ott.	18,1	0,6	-1,7	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
nov.	24,7	0,6	-2,1	-9,1	0,8	2,6	-	-	-0,1	-24,6
dic.	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 gen.	18,9	0,8	-1,9	-7,7	1,0	2,9	-	-	28,0	22,7
feb. ^(p)	19,7	1,4	-1,9	-7,1	2,9	2,7	-	-	35,9	28,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 4° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 1° trim.	-0,8	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,4
3° trim.	-0,4	.	.	.	.	1,5

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
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 4° trim.	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 1° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7
2° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7
3° trim.	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6

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
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 4° trim.	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017 4° trim.	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9
2018 1° trim.	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8
2° trim.	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,3	0,5
3° trim.	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0

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	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
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2017 4° trim.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 1° trim.	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2° trim.	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
3° trim.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
2018 set.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
ott.	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0
nov.	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0
dic.	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 gen.	13,2	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
feb.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2017 4° trim.	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2018 1° trim.	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,4
2° trim.	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0
3° trim.	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-3,9
Debito pubblico									
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2017 4° trim.	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,3	95,8
2018 1° trim.	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,9	92,9
2° trim.	105,9	61,5	8,3	69,2	177,5	98,1	99,1	133,3	103,0
3° trim.	105,4	61,0	8,0	68,7	182,3	98,3	99,5	133,3	110,2

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 4° trim.	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 1° trim.	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
2° trim.	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
3° trim.	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 4° trim.	40,0	39,4	23,0	50,1	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 1° trim.	35,5	36,0	22,2	49,7	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
2° trim.	36,9	35,0	22,0	48,8	54,0	76,5	124,8	72,6	51,9	59,5
3° trim.	37,0	34,9	21,7	45,7	52,9	75,5	124,7	71,0	51,5	58,8

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2019**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 9 aprile 2019.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-19-003-IT-N (online)