



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 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 I fattori alla base del disallineamento fra attività economica e commercio internazionale	24
2 Liberalizzazione degli scambi di servizi e squilibri mondiali: un'analisi critica delle evidenze empiriche	30
3 Gli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro dal 2018: il ruolo delle società-veicolo finanziarie	37
4 Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning	45
5 Le determinanti della variazione del divario fra inflazione nel settore dei servizi e inflazione nel settore dei beni	51
6 Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019	57
7 Priorità per le politiche di bilancio formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019	61
Articoli	66
1 La partecipazione alle catene globali del valore e la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione	66
2 La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto	84
3 Il fenomeno delle crypto-attività, rischi connessi e problematiche di misurazione	112
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo degli inizi di giugno indicano che, se da un lato gli ulteriori incrementi dell'occupazione e le retribuzioni in aumento continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia, dall'altro l'attenuazione della dinamica della crescita mondiale e la debolezza del commercio internazionale continuano a gravare sulle prospettive per l'area dell'euro. Inoltre, il perdurare di incertezze connesse a fattori geopolitici, alla crescente minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti sta indebolendo il clima di fiducia, in particolare nel settore manifatturiero. In tale contesto, le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute e gli indicatori delle aspettative di inflazione hanno evidenziato un calo. Permane quindi la necessità di un grado significativo di stimolo monetario per assicurare il persistere di condizioni finanziarie molto favorevoli a sostegno dell'espansione dell'area dell'euro, dell'accumulo di pressioni interne sui prezzi e, di conseguenza, della dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha pertanto adeguato le sue indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento, sottolineando la propria determinazione a intervenire se le prospettive di inflazione a medio termine continueranno a essere inferiori all'obiettivo prefissato.

Gli indicatori congiunturali segnalano una prosecuzione dell'indebolimento dell'attività economica a livello internazionale nel secondo trimestre del 2019 e il calo registrato a giugno nell'indice mondiale dei responsabili degli acquisti riferito ai servizi aumenta il rischio di un deterioramento più generalizzato delle prospettive di crescita su scala mondiale. La crescita delle importazioni mondiali è tornata in territorio positivo in aprile dopo quattro mesi di protratta flessione, ma permangono intense tensioni commerciali. A maggio l'inflazione a livello mondiale è diminuita, principalmente per effetto di un indebolimento dei prezzi dei beni energetici.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno 2019, i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno subito un calo coerente con le aspettative di mercato sul protrarsi di una politica monetaria accomodante. I differenziali di rendimento dei titoli sovrani sono rimasti sostanzialmente stabili, seppur con un ampio calo dei differenziali dei titoli italiani. I corsi azionari sono aumentati, sostenuti dai bassi tassi di interesse privi di rischio, e i differenziali delle obbligazioni societarie sono diminuiti. Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato moderatamente su base ponderata per l'interscambio.

Nel primo trimestre del 2019, dopo un incremento dello 0,2% nel quarto trimestre del 2018, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato sul periodo precedente dello 0,4 per cento. I nuovi dati sull'andamento economico e le informazioni ricavate dalle indagini continuano a segnalare tassi di crescita leggermente inferiori nel

secondo e nel terzo trimestre. Ciò riflette soprattutto la protratta debolezza del commercio internazionale in un contesto influenzato dal prolungarsi delle incertezze su scala mondiale, che gravano in particolare sul settore manifatturiero dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, l'attività nel settore dei servizi e in quello delle costruzioni evidenziano una buona capacità di tenuta e il mercato del lavoro continua a migliorare. In prospettiva, 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 dall'orientamento moderatamente espansivo delle politiche di bilancio nell'area e dal perdurare della crescita dell'attività mondiale, seppure a un ritmo lievemente inferiore.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata all'1,3 per cento lo scorso giugno, dall'1,2 di maggio, poiché l'incremento dell'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici ha più che compensato la minore inflazione sui beni energetici. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, l'inflazione complessiva dovrebbe scendere nei prossimi mesi, per poi tornare a salire verso la fine dell'anno. Al di là della recente volatilità, dovuta a fattori temporanei, le misure dell'inflazione di fondo restano in generale contenute. Gli indicatori delle aspettative di inflazione hanno mostrato un calo. Se da un lato le pressioni sul costo del lavoro sono diventate più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro, dall'altro lato la trasmissione delle pressioni di costo sull'inflazione impiega più tempo del previsto. Nel medio periodo ci si attende un aumento dell'inflazione di fondo, sostenuta dalle misure di politica monetaria, dal protrarsi dell'espansione economica e dalla più vigorosa dinamica salariale.

La dinamica monetaria ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta nonostante sia venuto meno il contributo positivo apportato dagli acquisti netti mensili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e nonostante l'indebolimento della crescita economica nell'area dell'euro. Il credito al settore privato è rimasto la principale fonte di creazione di moneta e anche l'apporto delle attività nette sull'estero è rimasto consistente. Il tasso di incremento dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è rimasto relativamente vigoroso, grazie ai tassi sui prestiti bancari, che hanno raggiunto nuovi minimi storici, e alle condizioni favorevoli del credito bancario, nonostante un certo inasprimento dei criteri di concessione del credito alle SNF nel secondo trimestre dell'anno. A maggio 2019, dopo quattro mesi consecutivi di attività di emissione sostenuta, l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro si è ridotta. I costi di finanziamento per le SNF mediante emissione di debito sul mercato continuano a essere molto favorevoli.

In tale contesto generale, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che si mantengano sui livelli correnti o su livelli inferiori almeno fino alla prima metà del 2020, e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere sul livello previsto 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 PAA per un prolungato periodo di tempo successivo alla data in cui i tassi di interesse di

riferimento della BCE verranno innalzati, e in ogni caso finché necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio direttivo ha altresì posto in risalto la necessità di un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, poiché i tassi di inflazione, sia nella realtà sia nelle proiezioni, si sono collocati costantemente al di sotto di livelli in linea con il valore previsto. Di conseguenza, se le prospettive di inflazione a medio termine continueranno a essere inferiori al valore previsto, il Consiglio direttivo è determinato a intervenire, in linea con l'impegno ad adottare un approccio simmetrico nel perseguimento dell'obiettivo di inflazione. Il Consiglio direttivo è quindi pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, nella maniera che riterrà opportuna, per assicurare che l'inflazione si diriga stabilmente verso il livello previsto.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha incaricato i comitati competenti dell'Eurosistema di valutare alcune possibilità, fra cui modalità di rafforzamento delle indicazioni prospettiche in merito ai tassi di interesse di riferimento, misure di attenuazione, quali l'elaborazione di un sistema a più livelli per la remunerazione delle riserve, e alcune possibili opzioni riguardanti la dimensione e la composizione di eventuali nuovi acquisti netti di attività.

Gli indicatori congiunturali segnalano che l'indebolimento dell'attività economica a livello internazionale è proseguito anche nel secondo trimestre del 2019.

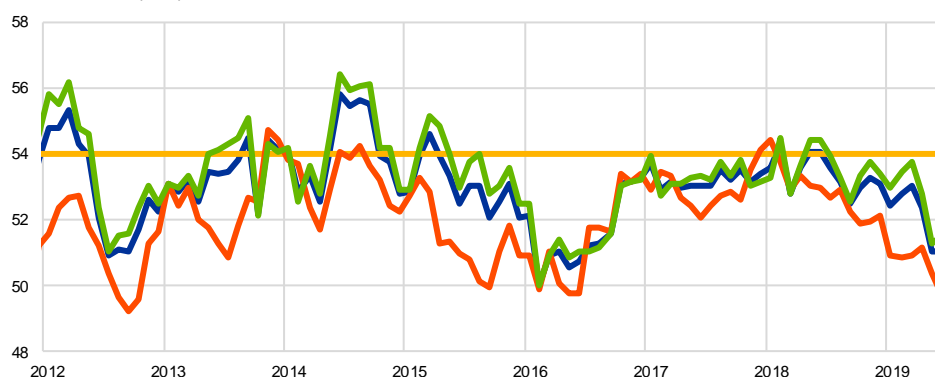
A giugno l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), esclusa l'area dell'euro, si è mantenuto stabile (cfr. grafico 1) per effetto di un incremento marginale del prodotto nel settore dei servizi compensato da un calo nel settore manifatturiero. Su base trimestrale, tuttavia, il PMI si è ridotto, collocandosi a 51,5 nel secondo trimestre da 52,8 nel trimestre precedente sulla scorta di un calo, iniziato a marzo, degli indici relativi sia al settore manifatturiero che al settore dei servizi, in linea con l'indebolimento dell'attività economica a livello mondiale. Il PMI del settore manifatturiero ha subito un calo costante nel corso dell'ultimo anno e nel mese di giugno è sceso al di sotto del valore soglia di 50, segnalando una contrazione dell'attività. Dopo un periodo di relativa stabilità, anche l'indice relativo ai servizi è sceso nel corso del secondo trimestre, pur continuando a segnalare un'espansione dell'attività. Nel secondo trimestre si sono registrati andamenti eterogenei fra i vari paesi. Fra le economie avanzate, il PMI composito relativo al prodotto è diminuito negli Stati Uniti e nel Regno Unito (in quest'ultimo caso portandosi nel mese di giugno al di sotto del valore soglia di espansione), mentre è lievemente aumentato in Giappone. Per quanto riguarda le economie emergenti, il PMI composito è rimasto sostanzialmente invariato in Cina, mentre è diminuito in India e in Russia; in Brasile l'indice è sceso al di sotto del valore soglia di espansione nonostante la moderata ripresa registrata a giugno.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indici di diffusione)

- Mondiale composito relativo al prodotto esclusa l'area dell'euro
- Mondiale composito relativo al prodotto esclusa l'area dell'euro – media di lungo termine
- Mondiale per il prodotto manifatturiero esclusa l'area dell'euro
- Mondiale per il prodotto nel settore dei servizi esclusa l'area dell'euro



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le rilevazioni più recenti si riferiscono a giugno 2019. L'indicazione "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e giugno 2019.

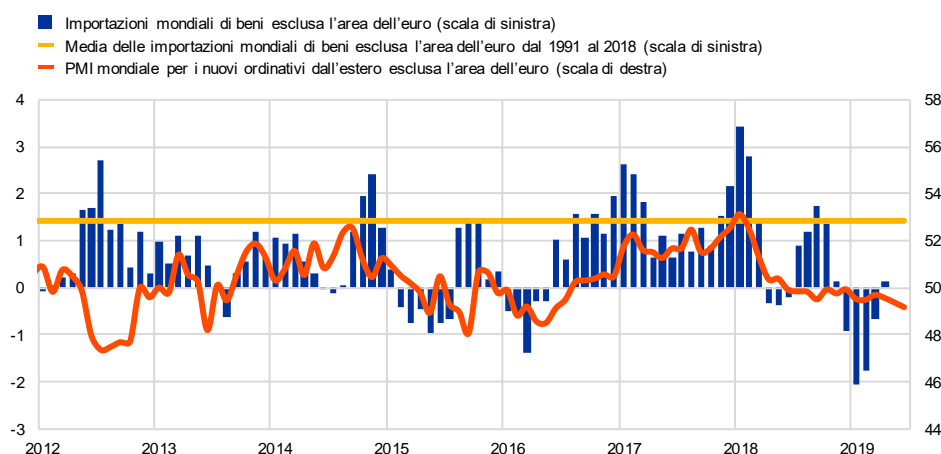
Il calo a livello globale del PMI relativo al prodotto per il settore dei servizi osservato nel secondo trimestre accresce il rischio di un deterioramento generalizzato delle prospettive di crescita su scala internazionale. La crescita

degli investimenti mondiali ha subito un calo negli ultimi trimestri, principalmente in ragione dell'intensificarsi del clima di incertezza e dell'irrigidimento delle condizioni di finanziamento (cfr. riquadro 1). La crescita dei consumi privati a livello aggregato ha finora mostrato una maggiore tenuta, sospinta dall'andamento positivo dei mercati del lavoro. Tuttavia, il calo osservato nel secondo trimestre del PMI per il settore dei servizi, che è strettamente connesso con i consumi, comporta rischi al ribasso per le prospettive economiche di breve periodo. La crescita economica mondiale dovrebbe beneficiare del miglioramento delle condizioni finanziarie a livello internazionale, per effetto delle aspettative di mercato che prefigurano un allentamento della politica monetaria nelle principali economie. Ciononostante, i rischi per le prospettive di crescita a livello internazionale rimangono orientati al ribasso a causa del persistere di un clima di incertezza, con riferimento in particolare alle tensioni commerciali.

Dopo quattro mesi di protratta flessione, nel mese di aprile la crescita delle importazioni a livello mondiale è tornata in territorio positivo. Secondo i dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis, le importazioni mondiali di beni esclusa l'area dell'euro sono aumentate in misura marginale ad aprile, dopo quattro mesi di continua flessione (cfr. grafico 2). Nelle economie emergenti le importazioni hanno fatto registrare una crescita per la prima volta in sei mesi (pari allo 0,9 per cento a fronte di un calo dell'1,0 per cento a marzo), mentre nelle economie avanzate sono diminuite dello 0,5 per cento. Diversi altri indicatori a elevata frequenza relativi al commercio (che coprono anche il mese di maggio) segnalano una ripresa, per quanto ancora debole, dell'interscambio nel breve periodo. Ciononostante, a giugno il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero si è mantenuto al di sotto del valore soglia di espansione (cfr. grafico 2).

Grafico 2 Commercio internazionale e ordinativi dall'estero

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



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

Nota: le rilevazioni più recenti si riferiscono ad aprile 2019 per le importazioni mondiali di beni e a giugno 2019 per il PMI.

Proseguono le tensioni commerciali. Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono intensificate nel mese di maggio, quando gli Stati Uniti hanno annunciato un aumento dei dazi sulle importazioni cinesi e la Cina ha risposto incrementando i dazi sulle importazioni statunitensi. Tuttavia, al vertice del G20 di Osaka tenutosi alla fine

di giugno i due paesi hanno raggiunto un accordo per la ripresa dei negoziati commerciali. Inoltre, il presidente Trump ha annunciato un allentamento delle restrizioni, notificate a metà maggio dal Department of Commerce statunitense, rivolte alle imprese statunitensi fornitrici di Huawei Technologies. Altre questioni legate al commercio internazionale rimangono tuttavia irrisolte. L'amministrazione statunitense ha posticipato a metà novembre di quest'anno la decisione in merito ai possibili aumenti dei dazi sulle autovetture, mentre sono in corso negoziati con l'UE su un nuovo accordo commerciale di cui è stato dato annuncio nello scorso mese di luglio.

Nel mese di maggio si è registrato un calo dell'inflazione a livello mondiale. A maggio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è diminuita portandosi al 2,3 per cento dal 2,5 per cento registrato ad aprile, principalmente per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni energetici. Sempre a maggio, l'inflazione al consumo al netto dei prodotti alimentari ed energetici ha subito un lieve calo, attestandosi al 2,1 per cento. Le condizioni tese nei mercati del lavoro delle principali economie avanzate, in particolare gli Stati Uniti, si sono finora tradotte in incrementi salariali contenuti, indicando che le pressioni inflazionistiche si mantengono deboli.

A partire dall'inizio di giugno i corsi petroliferi sono aumentati in misura marginale. Le tensioni in Medio Oriente riconducibili all'impasse fra Stati Uniti e Iran e la decisione da parte dei principali produttori di petrolio di prolungare di nove mesi le limitazioni all'offerta mondiale hanno fornito sostegno al prezzo del petrolio. Ciononostante, le revisioni al ribasso delle aspettative sulla domanda di petrolio hanno ridotto il grado di tensione sul mercato, incidendo sui prezzi. Nell'ambito delle materie prime non petrolifere, i prezzi dei metalli sono aumentati, in un contesto caratterizzato da limitazioni dal lato dell'offerta nel mercato dei minerali ferrosi, mentre i prezzi dei prodotti alimentari sono rimasti sostanzialmente invariati.

L'espansione economica negli Stati Uniti è rimasta robusta ma il ritmo della crescita potrebbe subire un rallentamento. Nel primo trimestre del 2019 il PIL in termini reali degli Stati Uniti è cresciuto a un tasso annualizzato pari al 3,1 per cento, in aumento dal 2,2 per cento del trimestre precedente. L'accelerazione nel primo trimestre ha riflesso un aumento della spesa pubblica, delle scorte del settore privato e delle esportazioni nette, in parte compensato da una dinamica più debole dei consumi privati. Sebbene la crescita complessiva del PIL rimanga sospinta da fondamentali economici robusti, in particolare da un solido mercato del lavoro, nel secondo trimestre di quest'anno l'attività economica dovrebbe aver subito un rallentamento, a seguito dell'esaurirsi degli effetti dovuti allo stimolo fiscale del 2018 e in ragione del ciclo delle scorte il cui contributo è divenuto negativo. Le pressioni inflazionistiche rimangono contenute. A giugno l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita lievemente, portandosi all'1,6 per cento dall'1,8 per cento di maggio, principalmente per effetto del brusco calo dei prezzi energetici. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è lievemente aumentata, salendo al 2,1 per cento.

In Giappone nel primo trimestre del 2019 l'attività economica si è rafforzata, nonostante il peggioramento del clima di fiducia. Nel primo trimestre del 2019 il

PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,5 per cento del trimestre precedente. La crescita è stata sorretta principalmente dalle esportazioni nette, a fronte di un marcato calo delle importazioni, mentre la domanda interna si è mantenuta su livelli modesti. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano un rafforzamento dell'attività interna nel secondo trimestre. La crescita dei consumi privati ha accelerato ad aprile e maggio; tale andamento riflette in parte il prolungamento eccezionale della festività della "Golden Week" a inizio maggio, mentre l'incremento negli acquisti di beni durevoli potrebbe essere dovuto a un effetto di anticipazione in vista dell'aumento dell'IVA previsto per ottobre. A loro volta, i maggiori consumi hanno fornito sostegno alle importazioni, che hanno segnato una ripresa nel secondo trimestre rispetto ai livelli eccezionalmente bassi registrati nel trimestre precedente. L'inflazione al consumo è scesa lievemente nel mese di maggio, portandosi allo 0,7 per cento dallo 0,9 per cento di aprile, principalmente per effetto del calo previsto nei prezzi dei servizi alberghieri, riconducibile alla netta riduzione della domanda a seguito del prolungamento della festività della "Golden Week" avvenuto quest'anno. Anche l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica ha subito un leggero calo sul periodo corrispondente, attestandosi sullo 0,3 per cento dallo 0,5 per cento di aprile.

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali ha registrato un aumento nel primo trimestre del 2019, passando dallo 0,2 per cento alla fine dello scorso anno allo 0,5 per cento, principalmente in ragione dell'accumulo di scorte dovuto alla Brexit. Un contributo positivo è provenuto dalla domanda

interna, mentre l'interscambio netto ha rallentato la crescita del PIL, per effetto di un aumento delle importazioni. Dopo un calo durato quattro trimestri, gli investimenti delle imprese hanno registrato un aumento. Il contributo positivo alla crescita su base trimestrale fornito dalle scorte e il forte incremento delle importazioni riflettono un aumento degli acquisti per motivi precauzionali, dovuto ai crescenti timori circa un'uscita dalla Unione europea senza accordo. Nel complesso l'attività dovrebbe mantenersi moderata nei trimestri a venire, in ragione della profonda incertezza legata alla Brexit e dei forti timori connessi con gli andamenti economici a livello internazionale. A giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata del 2,0 per cento, invariata rispetto al mese di maggio.

La crescita economica in Cina ha subito un rallentamento nel secondo trimestre. L'espansione annua del PIL in termini reali è scesa al 6,2 per cento sui

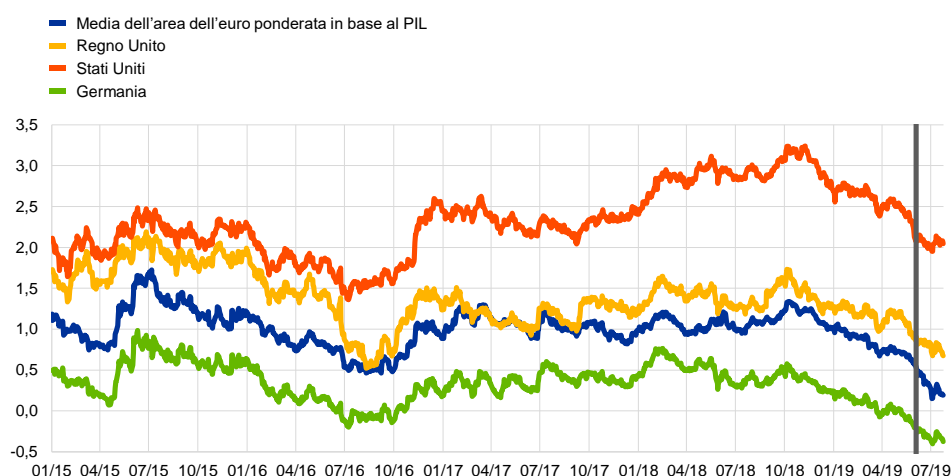
dodici mesi, dal 6,4 per cento del primo trimestre. Il contributo principale alla crescita anche se in calo, è stato fornito dai consumi finali; tale calo è stato compensato dal maggiore contributo fornito dagli investimenti fissi, mentre si è ridotto l'apporto riconducibile alle esportazioni nette. I dati di giugno sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sugli investimenti fissi segnalano una ripresa della crescita dopo i risultati meno positivi dei due mesi precedenti. Le autorità hanno espresso la loro intenzione di continuare a fornire sostegno alla crescita tramite le politiche monetarie e di bilancio, in linea con l'obiettivo ufficiale per il 2019, che è del 6,0-6,5 per cento. A giugno l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC si è mantenuta stabile al 2,7 per cento, mentre l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta all'1,6 per cento.

I rendimenti sovrani a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti, proseguendo la tendenza al ribasso iniziata alla fine del 2018. Nel periodo in esame (dal 6 giugno al 24 luglio 2019) il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un calo di 29 punti base, collocandosi allo 0,19 per cento, a fronte di aspettative di mercato legate al protrarsi di una politica monetaria accomodante (cfr. grafico 3). Nel periodo in esame anche i rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono diminuiti, attestandosi intorno al 2,05 per cento e allo 0,68 per cento, rispettivamente.

Grafico 3

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2019). L'ultima rilevazione è del 24 luglio 2019.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio sono rimasti sostanzialmente stabili, nonostante si sia verificato un forte calo di quelli italiani. Il differenziale sui titoli di Stato tedeschi è salito di 8 punti base, a -0,27 per cento, mentre i differenziali sulle obbligazioni francesi sono rimasti invariati allo 0,00 per cento. In Spagna e in Portogallo, invece, i differenziali sono scesi lievemente, di circa 3 punti base, a 0,47 per cento e 0,54 per cento, rispettivamente. A seguito della decisione della Commissione europea di non avviare una procedura di infrazione per disavanzo eccessivo nei confronti dell'Italia, i differenziali sui titoli di Stato italiani sono diminuiti di 77 punti base, fino all'1,60 per cento.

Gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro sono aumentati a fronte di tassi privi di rischio più bassi. Nel periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate, rispettivamente, del 3,3 e del 6,2 per cento. Le quotazioni azionarie sono state principalmente sostenute dal calo dei tassi privi di rischio, determinato dalle

attese di una politica monetaria più accomodante, e dagli andamenti positivi delle aspettative riguardo gli utili per le società non finanziarie.

Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ridotti. In linea con gli aumenti dei corsi azionari, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è sceso di circa 20 punti base, dall'inizio del periodo in esame, per attestarsi a 60 punti base. Anche i differenziali del debito del settore finanziario sono scesi di circa 20 punti base, a 77 punti base. Nel complesso, sebbene siano al momento più elevati rispetto ai livelli minimi toccati all'inizio del 2018, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie rimangono circa 50 punti base al di sotto dei valori osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo avvio del programma di acquisto delle attività del settore societario.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è attestato, in media, intorno a -36 punti base. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 199 miliardi di euro, a circa 1.705 miliardi. Il calo della liquidità in eccesso riflette principalmente un aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e, in misura minore, i rimborsi volontari di prestiti concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II).

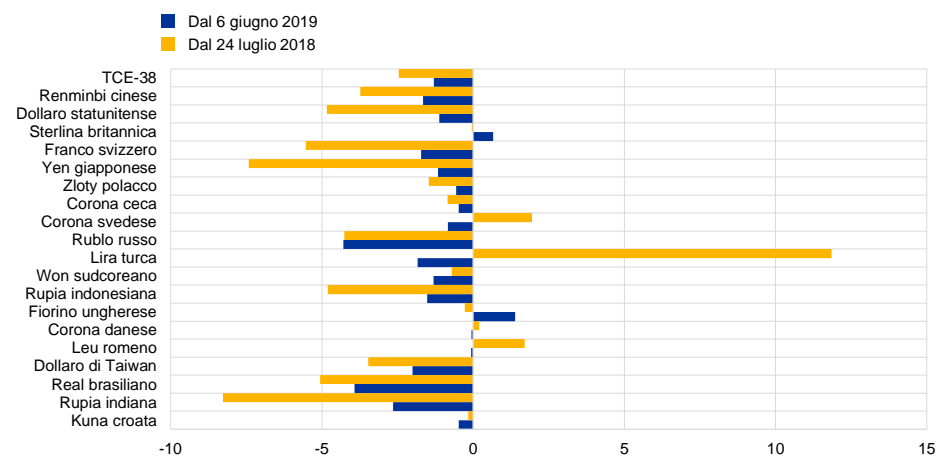
Nello stesso periodo, la curva a termine dell'EONIA si è ulteriormente spostata verso il basso. La curva ha raggiunto un punto minimo di circa -0,6 per cento per orizzonti poco più lunghi di un anno. Nel complesso, la curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2025, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, nel periodo in esame l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dell'1,3 per cento. Ciò riflette un indebolimento dell'euro rispetto al dollaro statunitense (dell'1,1 per cento), al renminbi cinese (dell'1,7 per cento), allo yen giapponese (dell'1,2 per cento) e al franco svizzero (dell'1,7 per cento). Il valore dell'euro è inoltre diminuito nei confronti della maggior parte delle valute delle economie emergenti. Al tempo stesso, l'euro si è apprezzato nei confronti della sterlina britannica (dello 0,7 per cento), vista l'incertezza legata alla procedura della Brexit.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

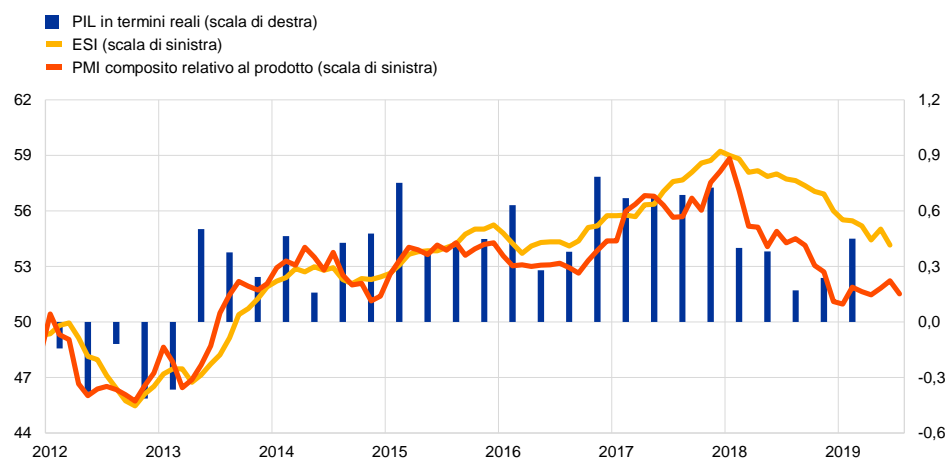
Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate tenendo conto dei tassi di cambio vigenti il 24 luglio 2019.

Benché la crescita del PIL nel primo trimestre del 2019 sia stata in una certa misura migliore rispetto alle attese, i dati più recenti e le informazioni ricavate dalle indagini indicano una crescita più debole nei prossimi trimestri. Nel primo trimestre del 2019 il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,2 per cento nell'ultimo trimestre del 2018 (cfr. grafico 5). La domanda interna e l'interscambio netto con l'estero hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL nel primo trimestre, mentre il contributo della variazione delle scorte è stato nullo. Gli indicatori economici segnalano che la crescita continuerebbe a un ritmo lievemente inferiore nel secondo e terzo trimestre del 2019.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre 2019 per il PIL reale, a giugno 2019 per l'ESI e a luglio 2019 per il PMI.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno mantenuto la loro solidità.

L'occupazione ha beneficiato della robusta crescita del prodotto ed è aumentata dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2019, in rialzo dallo 0,3 per cento del quarto trimestre del 2018. La crescita dell'occupazione è stata generalizzata nei diversi paesi e settori e in linea con quella del PIL. L'occupazione è cresciuta per 23 trimestri consecutivi dalla metà del 2013 e il numero di occupati è aumentato di quasi 11 milioni. Nel primo trimestre del 2019 la produttività per occupato ha mostrato un rialzo dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo riduzioni contenute nel secondo semestre del 2018.

In prospettiva, i dati recenti e gli indicatori basati sulle indagini continuano a mostrare una crescita positiva dell'occupazione.

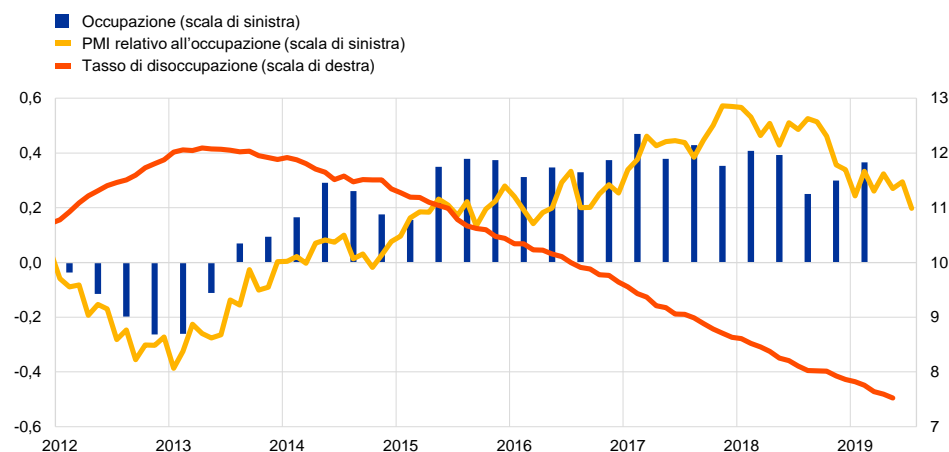
Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,5 per cento a maggio, in ribasso dal 7,6 per cento di aprile, e sta progressivamente raggiungendo i livelli precedenti la crisi. Gli indicatori a breve termine basati sulle indagini, malgrado il calo rispetto agli

elevati livelli registrati nel 2018, continuano a mostrare una crescita dell'occupazione nel prossimo futuro.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre del 2019 per l'occupazione, a luglio 2019 per il PMI e a maggio 2019 per il tasso di disoccupazione.

Il miglioramento dell'occupazione continua a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.

Nel primo trimestre del 2019 i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento in termini congiunturali, dopo aver segnato un incremento lievemente più debole nel periodo precedente. Il recente rallentamento della crescita non ha avuto ripercussioni sul reddito disponibile reale delle famiglie. Nel primo trimestre del 2019 la crescita su base annua del reddito disponibile reale lordo è salita al 2,7 per cento, dall'1,5 del quarto trimestre del 2018.

Complessivamente l'aumento dell'occupazione ha mostrato una buona capacità di tenuta durante il recente rallentamento della crescita, sostenendo il reddito da lavoro. Inoltre, la riduzione dell'imposizione diretta e dei contributi previdenziali ha influito positivamente sul potere di acquisto delle famiglie, per effetto delle politiche fiscali adottate in diversi paesi dell'area dell'euro (in particolare Francia e Italia).

Il tasso di risparmio è aumentato ulteriormente nel primo trimestre del 2019, riflettendo una crescita del reddito superiore a quella dei consumi.

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

I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano una crescita della spesa per consumi nel secondo trimestre di quest'anno. Il quadro di una stabile dinamica dei consumi è confermato anche da altri indicatori. La fiducia dei consumatori, sostanzialmente in calo dalla fine del 2017, si è stabilizzata nel primo e nel secondo trimestre del 2019. A luglio è cresciuta lievemente, mantenendosi su un livello superiore alla media di lungo periodo. Anche i risultati delle indagini più recenti mostrano ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro, che dovrebbero continuare a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.

La crescita degli investimenti dovrebbe rimanere modesta nel breve termine.

Nel primo trimestre del 2019 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni hanno subito una contrazione pari all'1,1 per cento rispetto al periodo precedente, dopo una robusta crescita dell'1,8 per cento nel quarto trimestre del 2018. Per contro, gli investimenti in costruzioni hanno accelerato all'1,4 per cento nel primo trimestre del 2019, sostenuti dall'aumento marcato di quelli in edilizia residenziale, pari allo 0,9 per cento. Complessivamente, gli investimenti fissi lordi hanno registrato un leggero incremento pari allo 0,1 per cento sul periodo precedente. I recenti risultati delle indagini segnalano il perdurare di una crescita moderata degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni. In giugno la fiducia nel settore dei beni di investimento è diminuita, riflettendo il peggioramento del clima di fiducia, in media, nel secondo trimestre del 2019. Inoltre, in aprile e maggio l'indice della produzione industriale mensile dei beni di investimento si è attestato mediamente a un livello inferiore alla media registrata nel primo trimestre del 2019. Anche altri indicatori come i nuovi ordinativi, inclusi quelli dall'estero, sono coerenti con la crescita contenuta degli investimenti nel breve termine, in un contesto caratterizzato da incertezza su scala mondiale e da una maggiore debolezza della domanda estera. In particolare, un ulteriore aumento dell'incertezza legata alle prospettive per il commercio mondiale potrebbe costituire un rischio al ribasso per la crescita degli investimenti, riducendo gli ordinativi e le aspettative legate alla produzione, con un conseguente rinvio delle decisioni di investimento. L'indice di produzione nelle costruzioni ha registrato una contrazione in aprile e maggio, mentre fino a giugno sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), sia l'indicatore del clima di fiducia relativo al settore delle costruzioni elaborato dalla Commissione europea, continuavano a segnalare un proseguimento della crescita, per quanto in moderazione, degli investimenti in costruzioni nel secondo trimestre del 2019.

Dopo un inatteso incremento nel primo trimestre del 2019, il commercio dell'area dell'euro non sembra acquisire slancio.

Nel primo trimestre del 2019 il contributo netto positivo del commercio alla crescita del PIL dell'area dell'euro, pari allo 0,2 per cento, è stato principalmente dovuto alla dinamica straordinariamente vigorosa delle esportazioni verso il Regno Unito, molto probabilmente associate a un incremento eccezionale delle scorte da parte delle aziende di tale paese nel periodo preparatorio alla data inizialmente prevista per la Brexit. I dati nominali sul commercio dell'area dell'euro disponibili fino a maggio sono relativamente volatili e indicano un peggioramento delle importazioni e delle esportazioni nel secondo trimestre del 2019, rispettivamente pari al -0,5 per cento e al -0,4 per cento sul periodo precedente. Tale riduzione è stata principalmente determinata dall'andamento dell'interscambio con l'esterno dell'area. In particolare, le esportazioni dell'area dell'euro verso il Regno Unito hanno mostrato una forte correzione ad aprile, mentre quelle verso gli Stati Uniti, la Cina e la Turchia sono rimaste contenute. In prospettiva, gli indicatori anticipatori per le esportazioni dell'area dell'euro non mostrano alcun segnale chiaro di ripresa. La stima rapida del PMI per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è scesa a 44,3 a luglio e si è mantenuta al di sotto della soglia di espansione. I giudizi sugli ordinativi nelle indagini svolte dalla Commissione europea sono diminuiti a -14,1 in giugno, il livello più basso dal novembre 2013. Gli indicatori basati sul trasporto di merci su navi invece forniscono un quadro più ottimistico per i prossimi mesi.

I dati più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali indicano una crescita in certa misura più debole nel secondo e nel terzo trimestre del 2019.

Tale moderazione della crescita può essere principalmente attribuita alla debolezza del commercio internazionale e al perdurare delle incertezze. Ad esempio, benché a maggio la produzione industriale sia cresciuta dello 0,9 per cento sul mese precedente, in media ad aprile e maggio si è mantenuta su livelli lievemente inferiori alla media del primo trimestre del 2019. Quanto ai dati delle indagini più recenti, nel secondo trimestre del 2019 l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) si è attestato mediamente al di sotto del livello medio del primo trimestre, mentre il PMI composito relativo al prodotto è cresciuto leggermente tra il primo e il secondo trimestre, prima di segnare un calo a luglio.

In prospettiva, l'espansione dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli.

Inoltre, la crescita dovrebbe essere sostenuta anche da ulteriori incrementi dell'occupazione, da un aumento delle retribuzioni, da una riduzione dei prezzi dell'energia e dall'espansione in corso, per quanto a un ritmo più ridotto, dell'attività globale. I risultati dell'ultima [ECB Survey of Professional Forecasters](#) condotta agli inizi di luglio, mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato per il 2019, il 2020 e il 2021 sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto all'edizione precedente, svolta all'inizio di aprile.

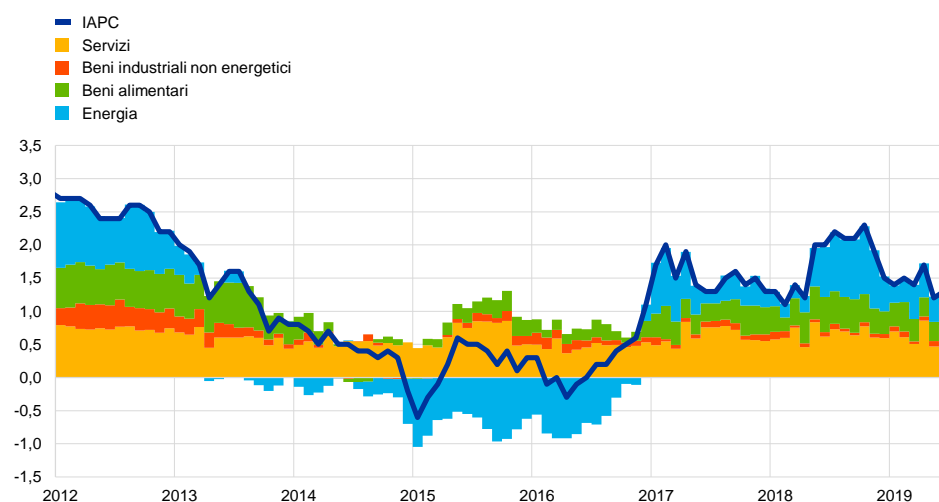
I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso, per effetto delle prolungate incertezze connesse a fattori geopolitici, alla crescente minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

Tra maggio e giugno 2019 l'inflazione armonizzata è aumentata dall'1,2 all'1,3 per cento. Tale aumento è principalmente imputabile a una più elevata inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, che ha più che compensato la minore inflazione dei prezzi dei beni energetici.

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

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute e hanno continuato a registrare movimenti laterali. L'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari è aumentata, toccando l'1,1 per cento a giugno, dopo lo 0,8 per cento di maggio. Tuttavia ciò è imputabile principalmente a effetti di calendario, particolarmente evidenti nei forti aumenti dei prezzi dei pacchetti vacanze, che dovrebbero diminuire a luglio. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è soggetta a volatilità a breve termine dovuta ai prezzi di componenti legate ai viaggi e all'abbigliamento, il che rende meno chiari i segnali trasmessi da questo indice circa i movimenti dell'inflazione di fondo. Le misure che contribuiscono a eliminare tale volatilità sono rimaste sostanzialmente invariate. Ad esempio, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle componenti legate ai viaggi e all'abbigliamento si è attestata all'1,1 per cento a giugno, così come nel mese precedente. Anche i segnali provenienti da altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e

l'indicatore Supercore¹, hanno indicato una prosecuzione dei movimenti laterali generalizzati già osservati da diversi trimestri.

Le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva per i beni industriali non energetici dello IAPC sono diminuite, pur rimanendo ben al di sopra della loro media storica negli ultimi stadi della filiera. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per le vendite di beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è sceso a 0,8 per cento a maggio dallo 0,9 per cento di aprile, ma è ancora al di sopra della sua media storica di 0,55 per cento. Dopo essere aumentato costantemente dal minimo pari a 0,3 per cento a dicembre 2018 fino all'1,7 per cento di aprile 2019, il corrispondente tasso di variazione medio annuo dei prezzi all'importazione è sceso all'1,1 per cento a maggio. Le pressioni sui prezzi sono diminuite anche nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non petrolifere hanno registrato un calo sui dodici mesi.

La crescita dei salari è rimasta sostenuta. La crescita tendenziale del reddito per occupato si è attestata al 2,2 per cento nel quarto trimestre del 2018 e al 2,3 per cento nel primo trimestre 2019. I valori per il primo trimestre 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali². Prescindendo da tali fattori temporanei, la crescita tendenziale del reddito per occupato si è stabilizzata, a partire dalla metà del 2018, su un livello lievemente al di sopra della sua media storica del 2,1 per cento³.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre quelle basate sulle indagini campionarie sono lievemente diminuite. Il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,29 per cento, sostanzialmente in linea con il livello osservato all'inizio di giugno, ma dopo un periodo di notevole volatilità (cfr. grafico 8). Nonostante la tendenza crescente evidenziata nel periodo in esame, la probabilità di deflazione derivata dai mercati rimane molto modesta. Al tempo stesso, il profilo futuro 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 sul medio periodo. I risultati della [Survey of Professional Forecasters \(SPF\) della BCE per il terzo trimestre del 2019](#) presentano previsioni puntuali per il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC che si attestano su una media dell'1,3 per cento, 1,4 per cento e 1,5 per cento per il 2019, 2020 e 2021, rispettivamente. Tali previsioni corrispondono a una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali per ciascun anno rispetto alla rilevazione precedente. La media delle aspettative di inflazione a più lungo termine è scesa dall'1,8 per cento all'1,7 per cento.

¹ Per ulteriori informazioni su tali misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#), nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

² Ciò si associa al credito d'imposta per l'impiego e la competitività (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) in Francia, sostituito da una riduzione permanente degli oneri previdenziali a carico dei datori di lavoro nel primo trimestre del 2019.

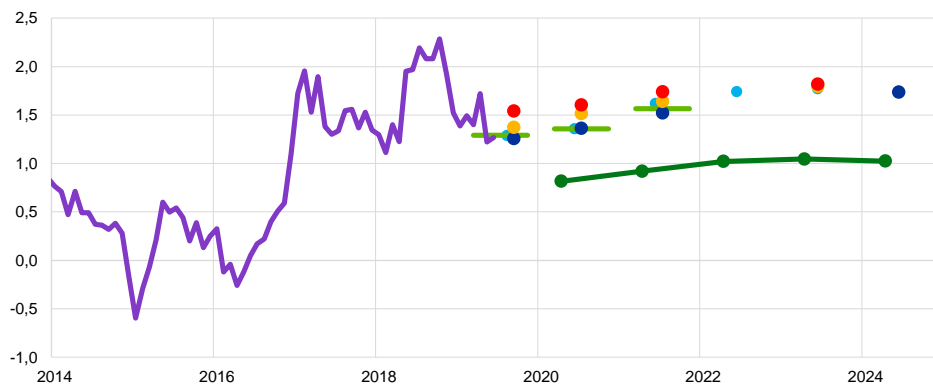
³ La media storica si basa su dati che vanno dal primo trimestre del 1999 al primo trimestre del 2019.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- SPF 3° trim. 2019
- SPF 2° trim. 2019
- SPF 1° trim. 2019
- Previsioni di Consensus Economics (11 luglio 2019)
- Misure delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato (luglio 2019)
- Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro (giugno 2019)
- IAPC



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

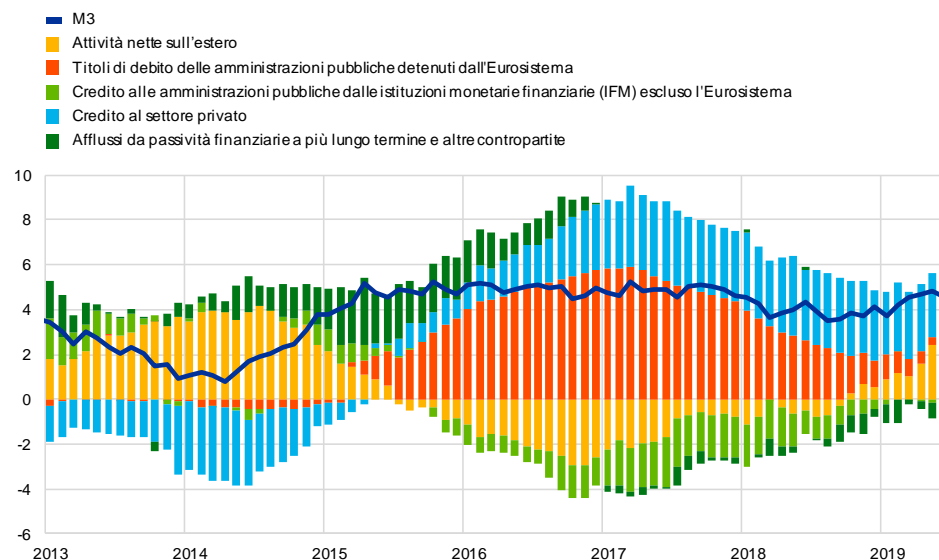
Note: l'indagine SPF relativa al terzo trimestre del 2019 è stata condotta dal 1° al 5 luglio 2019. La curva delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per l'inflazione ricavata dai tassi di mercato le ultime rilevazioni si riferiscono al 24 luglio 2019.

La dinamica della moneta è rimasta solida nonostante sia venuto meno l'impatto positivo degli acquisti netti mensili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e la crescita economica nell'area dell'euro si sia indebolita. A giugno 2019 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 4,5 per cento, dal 4,8 per cento di maggio, a seguito di un effetto base negativo, riportandosi sui livelli osservati a marzo 2019 (cfr. grafico 9). L'espansione di M3 ha continuato a essere sostenuta dal minore costo-opportunità di detenere tali strumenti. Il contributo positivo fornito dagli acquisti netti nell'ambito del PAA alla crescita di M3 sui dodici mesi ha continuato ad attenuarsi progressivamente, ed è ora trascurabile. Anche l'aggregato monetario ristretto M1 ha proseguito la sua espansione a un ritmo sostenuto, con un tasso di crescita sui dodici mesi del 7,2 per cento (invariato rispetto a maggio), superiore di un punto percentuale al picco negativo isolato registrato a gennaio 2019. Tra le componenti di M1, l'espansione sui dodici mesi del circolante si è confermata solida, sebbene non abbia toccato livelli eccezionalmente elevati in termini storici, segnalando una sostituzione in contanti poco diffusa. In prospettiva, l'attuale livello di crescita di M1 in termini reali continua a indicare la scarsa probabilità di un'imminente recessione nell'area dell'euro.

Grafico 9

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

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

Sebbene il credito al settore privato sia rimasto la principale fonte di creazione di moneta, anche i flussi monetari esterni hanno marcatamente contribuito alla crescita dell'aggregato monetario. Il contributo del credito al settore privato all'espansione dell'aggregato monetario ampio è risalito a giugno 2019, dopo la stabilizzazione degli ultimi mesi (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9), in un contesto

caratterizzato da un'attività economica complessivamente più debole a partire dalla metà del 2018. Un importante fattore che ha compensato la progressiva diminuzione, nei mesi appena trascorsi, del contributo meccanico offerto dal PAA (cfr. gli istogrammi rossi nel grafico 9) è stato l'aumento delle attività nette sull'estero (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 9), che ha costituito un apporto positivo alla crescita di M3 a partire da ottobre 2018. Tuttavia il forte aumento del contributo fornito alla crescita di M3 sui dodici mesi dai flussi monetari esterni, che ha coinciso con un maggiore interesse da parte degli investitori esteri nei confronti dell'area dell'euro, tende a essere volatile e, pertanto, potrebbe non durare a lungo. Il contributo alla crescita di M3 derivante dal credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro escluso l'Eurosistema (cfr. gli istogrammi verde chiaro nel grafico 9) si è mantenuto lievemente negativo, dopo il significativo apporto negativo durante il periodo degli acquisti netti nell'ambito del PAA, quando le banche tendevano a ridurre le proprie consistenze di titoli di Stato. Analogamente, il freno esercitato dalle passività finanziarie a più lungo termine sull'espansione dell'aggregato monetario ampio sui dodici mesi è rimasto contenuto (cfr. gli istogrammi verde scuro nel grafico 9).

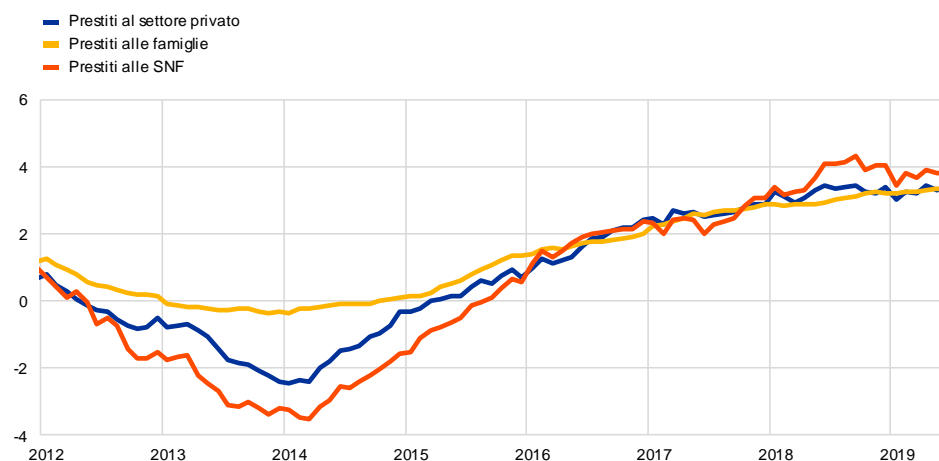
La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) nell'area dell'euro si è mantenuta relativamente solida, grazie al nuovo minimo storico toccato dai tassi sui prestiti bancari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è salito al 3,5 per cento a giugno 2019, dal 3,3 per cento di maggio (cfr. grafico 10). Dopo l'attenuazione osservata fino a gennaio 2019 (3,4 per cento), a giugno la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è rimasta invariata al 3,8 per cento. Questo andamento è in linea con il profilo ciclico ritardato dei prestiti alle SNF rispetto all'attività economica reale e con il rallentamento della domanda aggregata registrato nel corso del 2018. L'espansione dei prestiti alle SNF, tuttavia, si è mantenuta su valori non distanti dal picco del 4,3 per cento di settembre 2018. A giugno 2019, i prestiti alle famiglie sono cresciuti a un tasso del 3,3 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a maggio. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare dei tassi sui prestiti bancari eccezionalmente bassi e del clima generalmente favorevole dell'offerta di credito. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi nel risanamento dei propri bilanci, sebbene il volume dei crediti deteriorati (non-performing loans, NPL) rimanga rilevante in alcuni paesi e possa aver condotto, in alcuni casi, a criteri di concessione del credito più restrittivi, come indicato anche dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2019 (cfr. di seguito)⁴.

⁴ Cfr. anche il capitolo 3 della *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2019.

Grafico 10

Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri per la concessione del credito alle imprese sono divenuti più restrittivi, in un contesto caratterizzato da preoccupazioni in merito alle prospettive economiche.

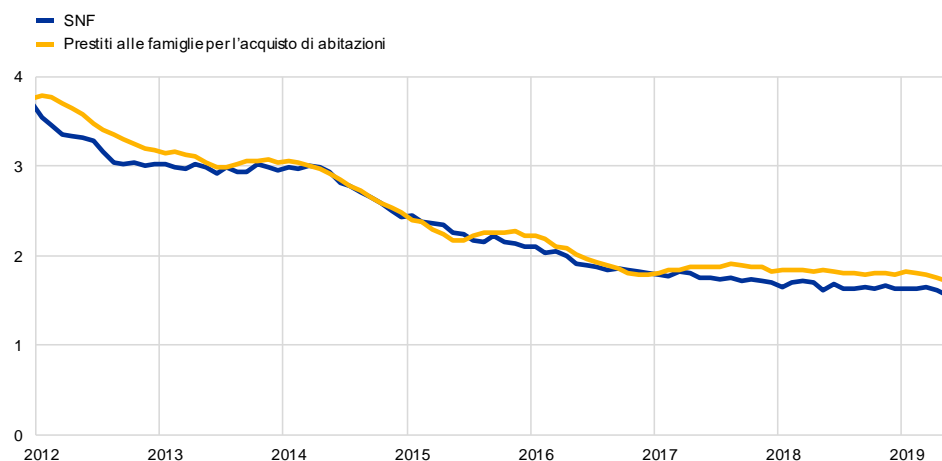
Nonostante le attese di un lieve allentamento netto rilevate nella precedente edizione dell'indagine, nel secondo trimestre del 2019 i criteri per la concessione del credito (le linee guida interne o i criteri di approvazione dei prestiti delle banche) alle imprese sono divenuti più restrittivi, a segnare la fine di un periodo di allentamento iniziato nel 2014. L'irrigidimento netto dei criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche è riconducibile principalmente a una maggiore percezione dei rischi correlati al deterioramento della situazione economica complessiva e delle condizioni specifiche delle imprese, mentre la concorrenza ha esercitato pressioni in direzione opposta. Al contempo, i criteri per la concessione del credito alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati. Come evidenzia l'indagine, nel secondo trimestre del 2019 la domanda di credito è aumentata in tutte le categorie di prestiti. Sebbene il fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi e il basso livello dei tassi di interesse abbiano sostenuto la domanda di prestiti alle SNF nel secondo trimestre del 2019, le esigenze per scorte e capitale circolante hanno contribuito negativamente, riflettendo la sensibilità di tale fattore al ciclo economico. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a crescere nel secondo trimestre del 2019, supportata dal basso livello dei tassi di interesse e dalle prospettive del mercato degli immobili residenziali, che hanno continuato a migliorare. Le banche dell'area dell'euro hanno inoltre segnalato un migliore accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso nel secondo trimestre del 2019, in particolare per i titoli di debito. Gli intermediari hanno dichiarato che l'impatto delle azioni di regolamentazione o vigilanza e i crediti deteriorati sono stati ulteriori cause dell'irrigidimento dei criteri di concessione del credito. L'effetto restrittivo sull'offerta imputabile ai crediti deteriorati è stato meno pronunciato rispetto al semestre precedente, anche se le banche si attendono un'inversione di tendenza nel corso dei prossimi sei mesi.

I tassi sui prestiti bancari molto favorevoli hanno continuato a sostenere la crescita economica nell'area dell'euro. A maggio 2019 i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e sui prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno toccato nuovi minimi storici, rispettivamente dell'1,57 e dell'1,73 per cento (cfr. grafico 11). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014, tali tassi sono scesi in misura significativa e maggiore rispetto a quelli di riferimento del mercato. Essi sono inoltre diminuiti di oltre 40 punti base da febbraio 2016, appena prima dell'ultima riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale (pari a 10 punti base, al -0,4 per cento). 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. Complessivamente, ciò indica una trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari più uniforme tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 11

Tassi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime rilevazioni si riferiscono a maggio 2019.

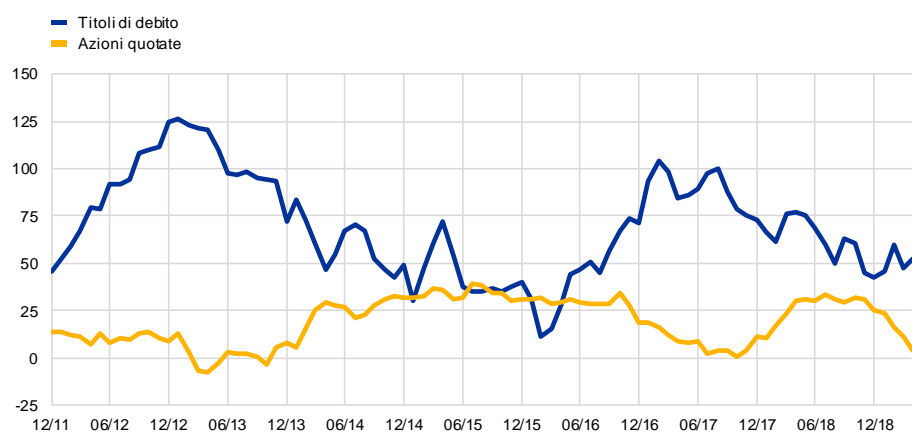
A maggio 2019, dopo quattro mesi consecutivi di attività di emissione sostenuta, l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro si è ridotta. Gli ultimi dati della BCE indicano che, su base netta, il flusso complessivo dei titoli di debito emessi dalle SNF a maggio 2019 si è attenuato, pur rimanendo positivo come nei precedenti mesi dell'anno. L'aumento del flusso netto cumulato di emissione nei primi cinque mesi del 2019 è stato in linea con l'andamento stagionale osservato nel corso degli ultimi anni. Per di più, l'aumento cumulato in questi cinque mesi del 2019 è stato il più significativo dal 2012. Da una prospettiva di medio termine (cfr. grafico 12), prosegue il basso livello dei flussi annuali di titoli di debito dovuto alla modesta attività di emissione nel 2018. A maggio 2019 l'emissione annuale netta di titoli di debito è stata lievemente inferiore ai 50 miliardi di euro e si è collocata su un livello prossimo a quello sul quale sembrano essersi stabilizzati i flussi annuali di titoli di debito a partire da novembre 2018. I dati

di mercato disponibili indicano che i flussi netti di titoli di debito emessi si sono mantenuti relativamente elevati a giugno 2019 ma sono rimasti praticamente invariati il mese successivo. A maggio 2019 l'emissione netta complessiva di azioni quotate da parte delle SNF è divenuta lievemente negativa, proseguendo l'andamento al ribasso avviatosi alla fine del 2018 e interrotto solo temporaneamente ad aprile 2019. In conseguenza di tale debolezza persistente, a maggio 2019 i flussi annuali di emissioni nette di azioni quotate hanno registrato il livello più basso da ottobre 2017.

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. Le ultime rilevazioni si riferiscono a maggio 2019.

I costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro sono cresciuti marginalmente a maggio 2019, dopo il costante calo osservato a partire dalla fine del 2018. Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF,

comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è collocato al 4,5 per cento a maggio 2019 e, secondo le proiezioni, dovrebbe essersi mantenuto stabile su tale livello anche a giugno e a luglio. A luglio 2019 il costo del finanziamento dovrebbe collocarsi solo circa 9 punti base al di sopra del minimo storico registrato ad aprile 2019 e ben al di sotto dei livelli osservati nell'estate del 2014. L'aumento stimato del costo del finanziamento a partire da aprile 2019 è interamente giustificato dall'aumento del costo del capitale di rischio, che è stato solo parzialmente bilanciato da ulteriori diminuzioni del costo del debito sul mercato (attestatosi, secondo le stime, sul suo minimo storico a luglio 2019). Da aprile, l'aumento del costo del capitale di rischio è collegato ai più elevati premi per il rischio che riflettono, tra l'altro, le ricorrenti tensioni commerciali a livello mondiale e i timori correlati alla Brexit. Più di recente, il costo del capitale di rischio è sceso lievemente, in parte a seguito delle conseguenti aspettative di un'ulteriore distensione monetaria.

Riquadri

1 I fattori alla base del disallineamento fra attività economica e commercio internazionale

a cura di Alina Bobasu, Simona Manu e Lucia Quaglietti

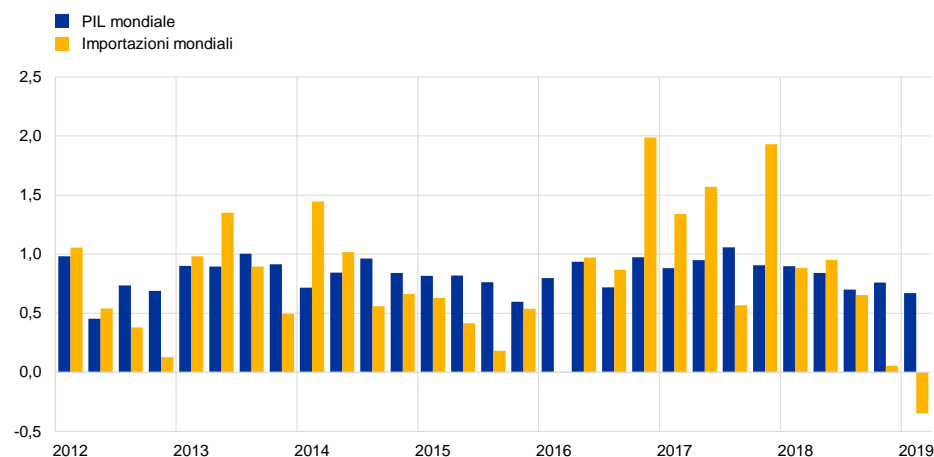
Il presente riquadro esamina la debolezza osservata nel commercio mondiale a partire dalla seconda metà del 2018, approfondendo in particolare le cause del suo disallineamento rispetto all'attività economica. Al volgere dell'anno il commercio mondiale, che aveva già fatto registrare un rallentamento nel terzo trimestre del 2018, ha subito un calo che ha interessato tutte le aree geografiche (cfr. grafico A). Il peggioramento dell'interscambio è stato particolarmente marcato in Cina e nei paesi emergenti dell'Asia, dove nel 2017 si erano registrati forti incrementi, ma nel primo trimestre del 2019 l'indebolimento ha interessato anche l'America latina, il Giappone e gli Stati Uniti (cfr. grafico B). Per contro, l'espansione delle importazioni ha subito un'accelerazione nel Regno Unito, verosimilmente in relazione all'accumulo di scorte da parte delle imprese locali per via dell'incertezza legata alla Brexit. Anche la crescita del PIL mondiale ha subito un rallentamento, seppure meno marcato rispetto al commercio. A causa di movimenti consistenti nelle categorie di spesa a più elevata intensità di importazioni, come gli investimenti e le scorte, nel corso del ciclo economico il commercio può essere soggetto a oscillazioni più ampie rispetto all'attività economica (cfr. grafico A). Ad esempio, il commercio mondiale è rimasto su livelli contenuti nel periodo fra il secondo trimestre del 2014 e il terzo trimestre del 2015, mentre nel 2017 ha superato ampiamente la crescita dell'attività su scala mondiale. Il rallentamento dell'interscambio osservato negli ultimi trimestri può essere ricondotto a vari fattori, fra cui fattori di composizione e legati al ciclo economico, ma anche effetti derivanti dalle crescenti tensioni fra Stati Uniti e Cina⁵. Il presente riquadro si propone di illustrare le ragioni alla base del recente indebolimento del commercio mondiale e del suo disallineamento rispetto all'attività economica.

⁵ Per una trattazione dettagliata delle implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo, cfr. l'articolo [Le implicazioni economiche del crescente protezionismo da una prospettiva mondiale e specifica dell'area dell'euro](#) nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

Grafico A

Importazioni e PIL a livello mondiale

(variazioni percentuali trimestrali)

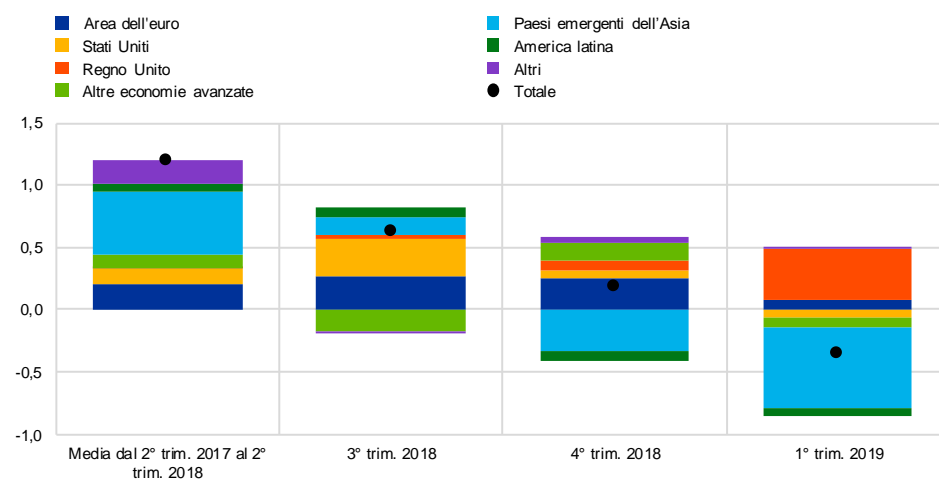


Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Importazioni mondiali

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Il disallineamento tra commercio e attività economica a livello mondiale

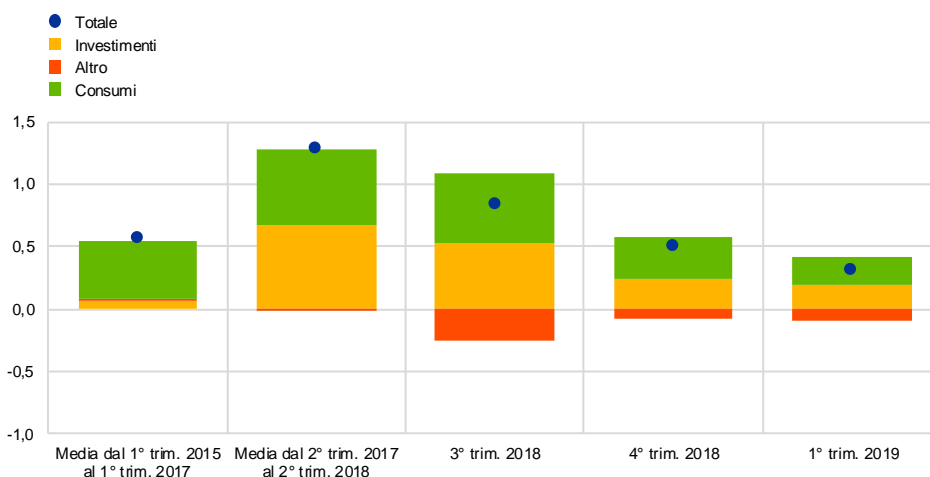
evidenziatosi a partire dalla seconda metà del 2018 rispecchia ampiamente l'indebolimento degli investimenti su scala internazionale, sebbene un'attenuazione al volgere dell'anno si sia registrata anche nei consumi. Stime ricavate da modelli standard sulla domanda di importazioni indicano che sia la crescita del commercio mondiale registrata nel 2017, sia il rallentamento verificatosi più di recente, a partire dalla metà del 2018, possono essere ricondotti alle ampie oscillazioni che hanno interessato gli investimenti su scala mondiale (cfr. grafico C).

Il calo osservato di recente si è verificato anche sulla scorta di una contrazione dei consumi in alcune economie emergenti.

Grafico C

Importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro)

(variazioni percentuali medie su base trimestrale)



Fonti: World Input-Output Database (WIOD), Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: aggregato di 17 paesi che rappresentano approssimativamente il 65 per cento della domanda estera dell'area dell'euro. La Cina non è inclusa nel campione. A causa della composizione ridotta del campione, l'aggregato per il commercio mondiale è diverso da quello rappresentato nei grafici A e B. I contributi provengono da modelli di correzione dell'errore (error-correction models) specifici per singolo paese. I modelli mettono in relazione i volumi delle importazioni e le componenti della domanda interna, i prezzi delle materie prime e i prezzi relativi delle importazioni. Seguendo l'approccio di Bussière et al., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5(3), 2013, le misure della domanda di importazioni corretta per l'intensità (intensity-adjusted demand, IAD) sono calcolate ponderando le componenti della domanda interna sulla base del loro contenuto di beni importati, così come ricavato dalle tavole di input-output mondiali. Al fine di cogliere i fattori di lungo termine, come ad esempio le variazioni nella competitività non di prezzo o i cambiamenti nel grado di apertura commerciale, nelle relazioni di lungo periodo sono inclusi anche trend deterministici non lineari. Il coefficiente di lungo termine dell'elasticità delle importazioni rispetto alla domanda interna è posto pari a uno. "Altro" include i contributi forniti dai prezzi relativi, dal trend e dai fattori non spiegati.

Il rallentamento degli investimenti è stato verosimilmente accentuato da una serie di circostanze sfavorevoli che hanno gravato sull'economia internazionale.

Al fine di comprendere meglio i motivi del recente rallentamento degli investimenti a livello mondiale sono stati stimati due modelli panel vettoriali autoregressivi bayesiani, uno per le economie avanzate e uno per le economie emergenti. La metodologia tiene conto dell'eterogeneità fra paesi⁶ e il metodo di identificazione, basato su restrizioni di segno, consente di individuare quattro principali determinanti degli investimenti nel tempo: incertezza, condizioni di finanziamento, shock dal lato della domanda e shock dal lato dell'offerta. I risultati desunti dai modelli indicano che il calo degli investimenti osservato nella seconda parte del 2018, tanto nelle economie avanzate che in quelle emergenti, è in larga parte riconducibile all'accresciuta incertezza e alle condizioni di finanziamento più tese (cfr. grafico D). Le più deboli prospettive della domanda nelle economie emergenti hanno amplificato tale rallentamento.

Dal punto di vista del prodotto, la decelerazione degli investimenti a livello mondiale si è riflessa in un netto calo della produzione manifatturiera.

Gran parte della debolezza dell'economia internazionale degli ultimi trimestri si è concentrata nel settore industriale e, in questo ambito, all'interno della produzione manifatturiera. Di contro, la crescita nel settore dei servizi ha dimostrato nel complesso una maggiore tenuta, nonostante gli indicatori misurati presso i

⁶ Per un'illustrazione dettagliata della metodologia e dei dati di riferimento, cfr. il riquadro *Dinamiche di investimento nelle economie avanzate dopo la crisi finanziaria* nel numero 6/2017 di questo Bollettino.

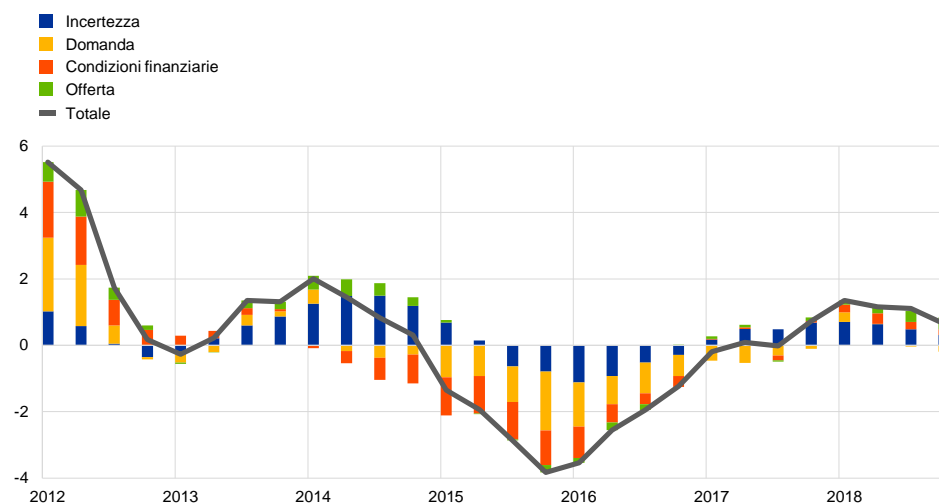
responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) si siano attenuati nel secondo trimestre di quest'anno. Nella seconda metà del 2018 la produzione industriale ha subito una contrazione in Giappone, nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'America latina. Più di recente, la produzione industriale ha mostrato un rallentamento anche negli Stati Uniti e in Cina. Nel complesso, i paesi con un ampio settore industriale, una maggiore esposizione alle materie prime industriali e/o una forte dipendenza dalle esportazioni nel proprio PIL hanno fatto registrare rallentamenti ancor più marcati nella crescita. Il ciclo manifatturiero e quello degli investimenti tendono a essere strettamente interconnessi. La produzione nel settore manifatturiero è a elevata intensità di capitale, con i beni di investimento che costituiscono un'ampia quota della produzione manifatturiera. Pertanto, non risulta sorprendente che il rallentamento degli investimenti si sia riflesso in un netto calo della produzione manifatturiera mondiale.

Il rallentamento manifatturiero a livello mondiale è stato particolarmente pronunciato nei settori elettronico e automobilistico ed è stato inoltre associato a un forte calo dei flussi commerciali in entrambi i settori. Per quanto riguarda il settore automobilistico, la debolezza a livello mondiale ha in parte riflesso dei fattori temporanei, quali strozzature nella produzione di automobili a seguito dell'introduzione della nuova procedura di controllo armonizzata a livello mondiale per i veicoli leggeri (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP). Tuttavia possono aver avuto un ruolo anche le tendenze strutturali di medio periodo, quali l'aumento dei timori legati all'ambiente e le relative politiche. Inoltre, in Cina nel 2018 sono terminati gli sgravi fiscali sugli acquisti delle automobili, che avevano aiutato a stimolarne la vendita tra il 2015 e il 2017. La debolezza del ciclo del settore elettronico potrebbe essere connessa con un rallentamento del ciclo tecnologico in Asia, successivo a un periodo di espansione, nel 2017, legato a considerevoli investimenti nella capacità dei centri dati a livello mondiale.

Grafico D

Scomposizione delle variazioni degli investimenti – determinanti principali

(variazioni percentuali annuali, contributi in punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

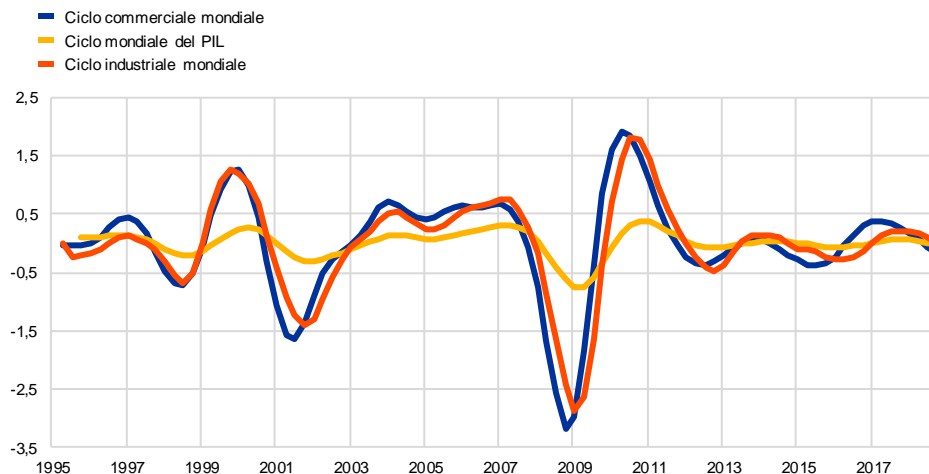
Note: il grafico si basa su due modelli panel vettoriali autoregressivi bayesiani, uno per le economie avanzate e uno per quelle emergenti. Questo quadro di riferimento tiene conto dell'eterogeneità fra paesi. I paesi compresi nelle stime sono: Canada, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti, Cina, Turchia, Messico e Brasile. Le variabili includono l'incertezza, misurata dalla dispersione delle aspettative di crescita tra previsori professionali; gli indici delle condizioni finanziarie; la crescita attesa; gli investimenti delle imprese e gli andamenti dei prezzi. L'identificazione degli shock strutturali è ottenuta imponendo restrizioni di segno e *zero restrictions*. Gli investimenti a livello mondiale sono rappresentati come deviazione rispetto a tendenza/stato stazionario e sono basati su un'aggregazione di risultati specifici per paese ottenuta tramite ponderazione per il PIL.

Il ciclo del settore manifatturiero e quello del commercio tendono a essere fortemente correlati. Ciò implica che le oscillazioni nella produzione manifatturiera possono avere un impatto significativamente maggiore sul commercio mondiale che sull'attività. Il settore manifatturiero mantiene un'alta intensità di scambi, dato che le importazioni dei beni manifatturieri costituiscono più del 50 per cento del totale delle importazioni lorde mondiali, ma rappresentano soltanto il 20 per cento del totale del valore aggiunto mondiale. Pertanto, un brusco rallentamento della produzione manifatturiera conduce a una riduzione più pronunciata del commercio mondiale piuttosto che del PIL mondiale. L'analisi degli esperti della BCE indica che il ciclo commerciale e quello industriale tendono a essere fortemente correlati e che il prodotto industriale mondiale in genere mostra una maggiore elasticità commerciale rispetto al PIL mondiale (cfr. grafico E).

Grafico E

Cicli commerciali e industriali a livello mondiale

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE basate su Borin et al., "La ciclicità dell'elasticità del commercio rispetto al PIL", *Temì di discussione (Working Papers)*, n. 1126, Banca d'Italia, luglio 2017.

Note: i cicli sono ottenuti attraverso un semplice filtro di Hodrick-Prescott (HP) applicato ai logaritmi di PIL, commercio e produzione industriale. L'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Nonostante alcuni segnali di ripresa, nei prossimi trimestri il commercio mondiale rimarrà probabilmente più modesto dell'attività.

Gli indicatori ad alta frequenza del commercio mondiale danno segnali di ripresa nel breve periodo. Tuttavia, questa dovrebbe essere lieve e la ripresa degli scambi dovrebbe realizzarsi solo gradualmente, per via delle prospettive modeste per gli investimenti in molte economie. Inoltre, i rischi al ribasso sulle prospettive del commercio si sono in parte materializzati negli ultimi mesi a causa dell'applicazione di dazi più elevati e del persistere della minaccia di ulteriori inasprimenti delle tensioni commerciali.

2 Liberalizzazione degli scambi di servizi e squilibri mondiali: un'analisi critica delle evidenze empiriche

a cura di Georgios Georgiadis e Andrej Mijakovic

È generalmente riconosciuto che nel lungo termine la liberalizzazione degli scambi commerciali incrementa il benessere a livello aggregato⁷.

La liberalizzazione degli scambi conseguita nell'ambito della cooperazione internazionale è stata un fattore determinante per la ricchezza economica a livello mondiale. Nella seconda metà del ventesimo secolo l'integrazione commerciale ha contribuito a trainare la crescita economica nelle economie avanzate e in quelle in via di sviluppo, aiutando così centinaia di milioni di persone a uscire da condizioni di povertà.

Tuttavia, la liberalizzazione del commercio si è sviluppata in modo asimmetrico, in quanto si è concentrata più sui beni che sui servizi. Con queste premesse è legittimo presumere che la liberalizzazione degli scambi di servizi porti a un incremento del benessere sul lungo periodo. Oltre agli effetti in termini di benessere, in alcuni consessi internazionali come il G20 si è recentemente argomentato che la liberalizzazione dei servizi potrebbe anche ridurre gli squilibri a livello mondiale, ovvero la dispersione di avanzi e disavanzi di conto corrente fra le diverse economie. Il presente riquadro esamina in ottica critica la motivazione teorica e l'evidenza empirica alla base di questa affermazione.

Negli ultimi anni gli squilibri a livello mondiale si sono mantenuti stabili, sebbene vi siano state lievi variazioni in termini di composizione (cfr. grafico A). Dopo un periodo di squilibri crescenti nei primi anni duemila, la crisi finanziaria internazionale ha generato prima una compressione e poi una rotazione degli squilibri mondiali, dalle economie emergenti verso le economie avanzate. Da quel momento in poi l'entità degli squilibri mondiali è rimasta sostanzialmente stabile. Nella sua ultima edizione, il World Economic Outlook dell'FMI presenta delle proiezioni che per i tempi a venire prevedono un graduale calo degli squilibri mondiali, sospinto in primo luogo dalla riduzione degli avanzi degli esportatori di petrolio, dell'area dell'euro e del Giappone⁸.

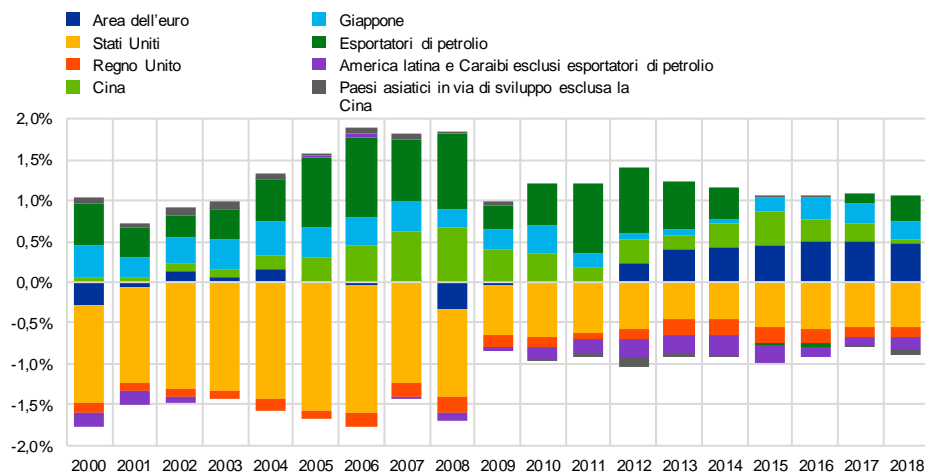
⁷ Cfr. ad esempio *Making trade an engine of growth for all*, Fondo monetario internazionale, Banca mondiale e Organizzazione mondiale del commercio, 2017.

⁸ Cfr. *World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious Recovery*, Fondo monetario internazionale, 2019.

Grafico A

Evoluzione degli avanzi e dei disavanzi di conto corrente fra i vari paesi

(in percentuale del PIL mondiale)



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

Note: gli esportatori di petrolio includono Algeria, Angola, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Norvegia, Qatar, Russia e Venezuela.

Molte crisi finanziarie che si sono propagate ad altre economie sono state precedute da disavanzi di conto corrente ampi e duraturi; per questo motivo è necessario che gli squilibri mondiali vengano monitorati. Disavanzi di conto

corrente ampi e duraturi possono acuire la dipendenza delle economie dai mercati finanziari mondiali, nonché la loro vulnerabilità alle oscillazioni nel grado di fiducia degli investitori. Storicamente, infatti, le crisi finanziarie sono state spesso precedute da disavanzi di questo tipo. Molte di queste crisi, inoltre, si sono propagate ad altre economie debitorici, fino a ripercuotersi anche sulle economie creditrici. La riduzione degli squilibri mondiali viene quindi vista come un importante strumento a sostegno della stabilità economica e finanziaria su scala internazionale.

Si è recentemente discusso del fatto che la liberalizzazione asimmetrica del commercio realizzatasi a partire dagli anni '90, che ha comportato la riduzione dei dazi per i beni ma non per i servizi, abbia contribuito agli squilibri mondiali.

Nello specifico, questa ipotesi si basa su due argomenti. Il primo è che dopo l'istituzione dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) nel 1995 il costo dello scambio di beni è diminuito considerevolmente in ragione dei sostanziosi tagli alle aliquote tariffarie. Per contro, nello stesso periodo il costo dello scambio di servizi è rimasto sostanzialmente invariato. Il secondo è che a causa della liberalizzazione asimmetrica del commercio, le economie che beneficiano di un vantaggio competitivo nel campo della produzione di beni (servizi) evidenziano un aumento (calo) nei loro saldi di conto corrente (cfr. grafico B).

Secondo la teoria economica, la politica commerciale non incide sui saldi di conto corrente nel lungo periodo. Il saldo di conto corrente rispecchia la posizione creditoria netta sull'estero di un paese, ovvero il risparmio interno meno gli investimenti nazionali. Perché una politica si rifletta sul conto corrente essa deve incidere sia sul risparmio intertemporale, sia sulle decisioni di spesa. Un cambiamento nella politica commerciale che innalzi il reddito permanente di un

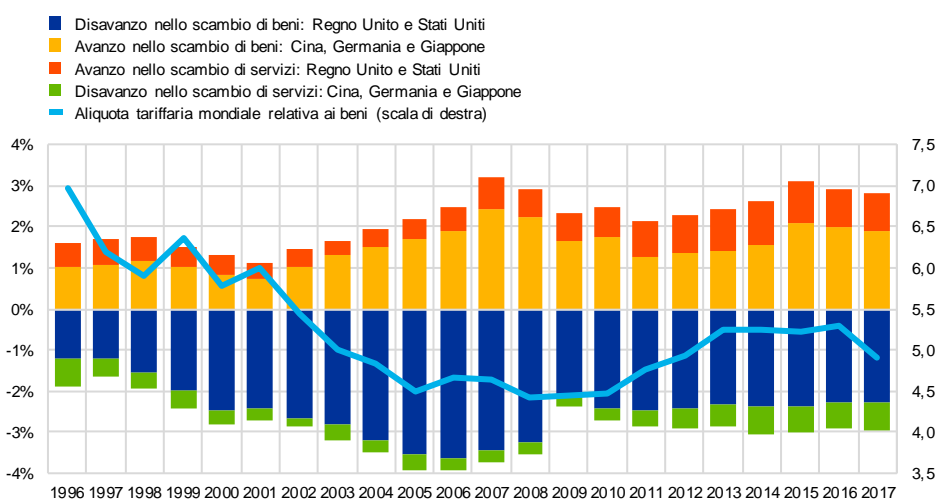
paese darà luogo a un aumento proporzionale della spesa in ogni periodo e non avrà perciò ripercussioni sul risparmio netto nel periodo stesso. Per quanto riguarda il saldo commerciale, lo shock positivo alla domanda di beni nazionali rispetto a quelli esteri produrrebbe una variazione del prezzo relativo, lasciando invariate le esportazioni nette in termini relativi.

Tuttavia, specifiche caratteristiche del contesto economico, come le abitudini di consumo o i costi di aggiustamento degli investimenti, possono ritardare il ritorno all'equilibrio di lungo periodo. È pertanto possibile, in linea di principio, che la liberalizzazione degli scambi di servizi possa incidere sugli squilibri mondiali in via temporanea, innalzando i saldi di conto corrente di quelle economie che hanno un vantaggio competitivo nel settore dei servizi piuttosto che in quello della produzione di beni, e riducendo i saldi di quelle economie che, di converso, tale vantaggio lo detengono nel settore manifatturiero.

Grafico B

Liberalizzazione degli scambi e squilibri di conto corrente in alcuni paesi

(in percentuale del PIL del campione)



Fonti: statistiche di bilancia dei pagamenti dell’FMI e World Development Indicators.

Note: il PIL del campione corrisponde al PIL cumulato di Cina, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. L'aliquota tariffaria mondiale è costruita come media ponderata per il PIL delle aliquote tariffarie dei singoli paesi. Le tariffe si riferiscono alle tariffe applicate a tutti i beni commerciali.

Per sottoporre a verifica l'ipotesi secondo cui la liberalizzazione degli scambi commerciali ridurrebbe gli squilibri a livello mondiale è necessario utilizzare un modello empirico che determini il saldo di conto corrente tenendo conto delle variabili economiche fondamentali e delle politiche adottate. Posto che in tale modello la variabile da spiegare sarebbe il saldo di conto corrente in rapporto al PIL, l'analisi integrerebbe implicitamente anche gli effetti della politica commerciale sul prodotto.

Il modello di regressione External Balance Assessment (EBA) dell’FMI è uno schema metodologico ampiamente consolidato per la valutazione dell’effetto sul conto corrente delle variabili fondamentali e delle politiche adottate⁹.

⁹ Per una discussione approfondita, cfr.: “External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background”, *Working Paper dell’FMI*, n. 13/272, FMI, 2013.

Il modello EBA dell’FMI si basa su una regressione panel che analizza la relazione fra il saldo di conto corrente di un paese in rapporto al PIL da un lato e le variabili economiche fondamentali e le politiche adottate dall’altro. Questo modello viene utilizzato, fra le altre cose, per la valutazione delle posizioni sull’estero dei vari paesi nei rapporti ex articolo IV e negli External Sector Report dell’FMI. Va specificato che, poiché il modello EBA dell’FMI usa una specificazione in forma ridotta, non è possibile identificare i singoli canali di trasmissione che danno luogo all’equilibrio generale. Nel contempo, grazie alla sua forma ridotta, il modello EBA può essere utilizzato per analizzare gli effetti di un’ampia gamma di variabili fondamentali e di politiche economiche che incidono sul conto corrente.

I risultati ottenuti utilizzando questo modello suggeriscono che la liberalizzazione dello scambio di servizi ridurrebbe i disavanzi di conto corrente in alcune economie debitorie.

Come in Joy et al. (2018)¹⁰ il modello di regressione EBA dell’FMI è aumentato con un indice, costruito dall’OCSE, sul grado di restrizione allo scambio di servizi¹¹. Successivamente viene utilizzata un’analisi controfattuale della riduzione delle barriere allo scambio di servizi, nella quale si ipotizza che tutti i paesi riducano le proprie restrizioni portandole al livello del paese con le restrizioni minori¹². Modificare i valori delle variabili riportate sul lato destro nel modello di regressione EBA stimato implica quindi variazioni analoghe nel saldo di conto corrente atteso in rapporto al PIL. Poiché il modello EBA tiene conto anche del ciclo economico, l’interpretazione ottimale dei risultati controfattuali sarà in termini di effetti di medio periodo. I risultati – ampiamente in linea con quelli documentati in Joy et al. (2018) – indicano che i disavanzi di conto corrente delle economie debitorie quali il Regno Unito e gli Stati Uniti si ridurrebbero rispettivamente di 1,2 e 0,8 punti percentuali in rapporto al PIL (cfr. grafico C). Inoltre, l’avanzo di conto corrente della Cina si trasformerebbe in un esiguo disavanzo, avvicinandosi al pareggio in termini assoluti.

¹⁰ Cfr. Joy, M., Lisack, N., Lloyd, S., Reinhardt, D., Sajedi, R. e Whitaker, S., “Mind the (current account) gap”, *Bank of England Financial Stability Paper*, n. 43, 2018.

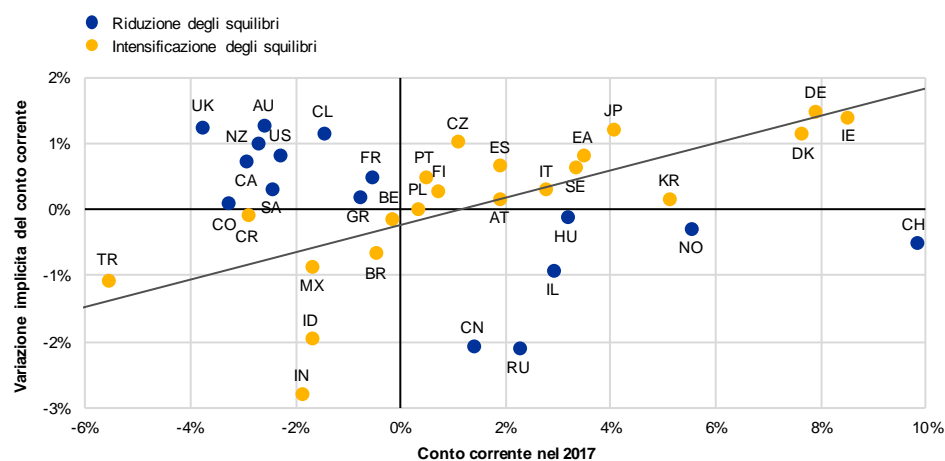
¹¹ L’indice sul grado di restrizione allo scambio di servizi dell’OCSE fornisce un’istantanea delle barriere allo scambio di servizi in 22 settori di 44 paesi.

¹² A causa della limitata disponibilità di dati, l’esercizio controfattuale è basato sui valori degli indicatori sulle restrizioni allo scambio di servizi relativi al 2017.

Grafico C

Effetti in termini di conto corrente della liberalizzazione degli scambi di servizi a livello di singolo paese

(in percentuale del PIL)



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

Note: la variazione implicita del conto corrente (asse delle ordinate) si riferisce alla variazione dei conti correnti che fa seguito a una liberalizzazione degli scambi di servizi in tutti i paesi, la quale avviene adottando i livelli del paese avente restrizioni minori. Il conto corrente nel 2017 (asse delle ascisse) si riferisce al conto corrente effettivo del 2017. La linea grigia indica la retta di regressione.

Tuttavia, l'analisi controfattuale indica altresì che in un ampio novero di paesi una riduzione delle restrizioni allo scambio di servizi non ridimensionerebbe gli squilibri di conto corrente, ma al contrario li farebbe aumentare

(cfr. grafico C)¹³. In particolare, in questo esercizio controfattuale la liberalizzazione degli scambi di servizi aumenterebbe il saldo di conto corrente di alcuni paesi che già mostrano degli avanzi, come ad esempio la Germania e il Giappone, e accentuerebbe i disavanzi già esistenti in molte economie emergenti. Ciò si deve al fatto che in generale le economie avanzate hanno già provveduto a liberalizzare ampiamente lo scambio di servizi, mentre le economie emergenti tendono ad applicare più restrizioni. Pertanto, rispetto alle economie emergenti, le economie avanzate otterrebbero l'accesso a un numero relativamente maggiore di mercati delle esportazioni, migliorando così i propri saldi relativi allo scambio di servizi e, nel contempo, peggiorando quelli delle economie emergenti.

In generale, l'analisi controfattuale suggerisce che se da un lato la concentrazione degli squilibri di conto corrente nei vari paesi subirebbe una riduzione, dall'altro, su scala mondiale, l'entità degli squilibri rimarrebbe in ampia misura invariata (cfr. grafico D). L'indice di Hirschman-Herfindahl che rileva la concentrazione degli squilibri di conto corrente – in particolare i disavanzi – dei vari paesi misurati in rapporto al PIL mondiale si riduce del 25 per cento, mentre l'entità degli avanzi e dei disavanzi cumulati rimane sostanzialmente invariata¹⁴.

¹³ Questi riscontri sono coerenti con evidenze empiriche recenti che mettono in luce il fragile collegamento fra le barriere al commercio e i conti correnti, cfr. ad esempio: *Effective Trade Costs and the Current Account: An Empirical Analysis*, FMI, 2019, oppure *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, FMI, 2018.

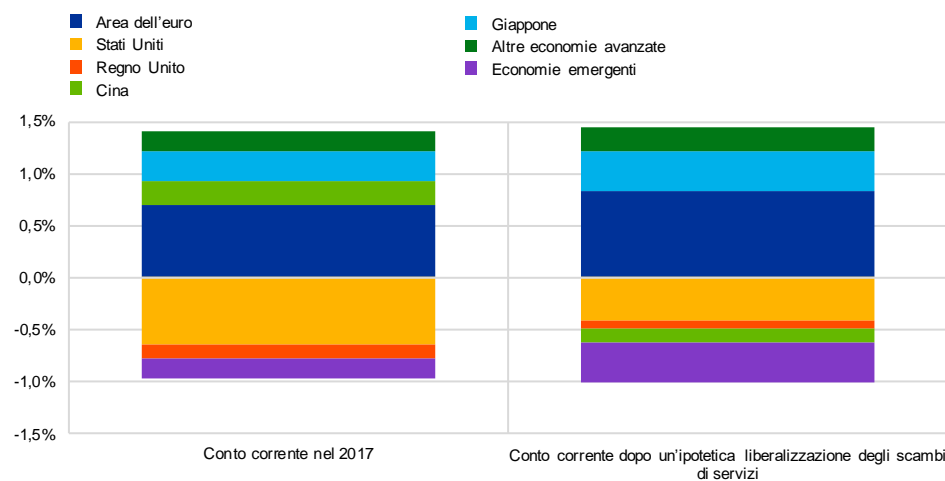
¹⁴ L'indice Hirschman-Herfindahl è definito come la somma del quadrato delle quote. Nel contesto appena descritto tale indice è definito come la somma del quadrato degli squilibri di conto corrente in rapporto al PIL mondiale. Se un numero limitato di soggetti copre la maggior parte del totale l'indice mostrerà un valore elevato, a segnalare una maggiore concentrazione.

Ad esempio, come indicato in precedenza, il disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti, che rappresenta un'ampia quota del disavanzo di conto corrente cumulato a livello mondiale, risulterebbe ridotto e, poiché l'entità complessiva dei disavanzi di conto corrente appare invariata nell'analisi controfattuale, distribuito su un numero più elevato di paesi.

Grafico D

Saldi di conto corrente a livello mondiale prima e dopo la liberalizzazione dello scambio di servizi

(in percentuale del PIL mondiale)



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

Note: la variazione implicita del conto corrente si riferisce a uno scenario in cui lo scambio di servizi è liberalizzato adottando i livelli del paese con le restrizioni minori fra quelli inclusi nel campione. Il PIL mondiale si riferisce al PIL aggregato dei 37 paesi inclusi nel campione.

L'analisi degli squilibri di parte corrente illustrata nel presente riquadro fornisce una prospettiva sulla discussione riguardante gli squilibri mondiali. Una disamina esaustiva degli effetti della liberalizzazione degli scambi di servizi, d'altro canto, dovrebbe necessariamente includere anche un'analisi degli squilibri di stock. Ad esempio, il passaggio del conto corrente di un'economia da una situazione di equilibrio a un avanzo dovuto a una liberalizzazione dello scambio di servizi potrebbe equivalere a una stabilizzazione, anche se in un'economia che presenti ampi stock iniziali di debito estero si verificherà un aumento dello squilibrio di conto corrente. Questo elemento potrebbe essere importante per valutare gli effetti della liberalizzazione dello scambio di servizi poiché, nonostante la compressione degli squilibri di parte corrente, dalla crisi finanziaria mondiale in poi gli squilibri di stock hanno continuato ad ampliarsi. Un ulteriore motivo di cautela è dato dal fatto che con la maggiore diffusione delle multinazionali è diventato sempre più difficile misurare e interpretare gli squilibri di conto corrente¹⁵.

Nel complesso, le evidenze al momento disponibili indicano che se da un lato la liberalizzazione dello scambio dei servizi potrebbe ulteriormente accrescere la ricchezza economica mondiale e attenuare gli squilibri in alcune economie di rilievo, non ci si può attendere che essa si traduca in una riduzione

¹⁵ Cfr. ad esempio *External Sector Report*, Fondo monetario internazionale, 2019.

significativa degli squilibri di parte corrente su scala mondiale, neanche in via temporanea. La liberalizzazione dello scambio di servizi potrebbe, in alcuni paesi, ridurre temporaneamente gli squilibri di conto corrente. Le evidenze disponibili, tuttavia, indicano altresì che su scala mondiale gli squilibri non mostrerebbero alcuna apprezzabile riduzione.

3 Gli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro dal 2018: il ruolo delle società-veicolo finanziarie

a cura di Virginia di Nino

Nel 2018, i flussi lordi degli investimenti diretti esteri (IDE) hanno registrato un'inversione di tendenza per la prima volta dall'introduzione dell'euro¹⁶. I flussi di IDE sono in diminuzione sia dal lato delle passività sia da quello delle attività dall'inizio del 2016, periodo in cui i flussi lordi rappresentavano il 9 per cento circa del PIL dell'area dell'euro (cfr. grafico A)¹⁷. Nel 2018 i flussi delle passività IDE sono divenuti positivi, il che indica disinvestimenti da parte delle case madri estere al di fuori dell'area dell'euro e delle società controllate residenti all'interno dell'area; i flussi delle attività IDE sono quindi divenuti negativi a seguito dei disinvestimenti da parte delle case madri residenti nell'area dell'euro o delle controllate estere situate al di fuori dell'area. È importante tenere traccia della dinamica dei flussi lordi poiché segnalano cambiamenti nelle condizioni dei mercati internazionali¹⁸. Come avviene per altre economie mature e sviluppate, l'area dell'euro tende a svolgere un ruolo di prestatore netto in valuta estera e, nonostante l'inversione di tendenza dei flussi lordi, nel 2018 ha fatto registrare deflussi netti di IDE (flussi di attività lordi meno flussi di passività lordi) che rientrano nell'intervallo di valori storico. All'inizio del 2019 i flussi di IDE lordi cumulati hanno continuato la tendenza del 2018, ma potrebbero aver intrapreso un percorso di normalizzazione. Di recente, i flussi lordi di passività hanno evidenziato una ripresa che ha generato afflussi netti di capitali nell'area dell'euro, sebbene si tratti, probabilmente, di un effetto di carattere temporaneo.

¹⁶ Il presente riquadro esamina le evidenze ottenute dalla somma di quattro trimestri di flussi di investimenti diretti esteri. È prassi comune valutare le somme o gli andamenti medi poiché questi attenuano in parte la volatilità dei dati ad alta frequenza sugli investimenti diretti esteri. I principali riscontri sono confermati, in termini qualitativi, anche in seguito agli andamenti sui dati trimestrali.

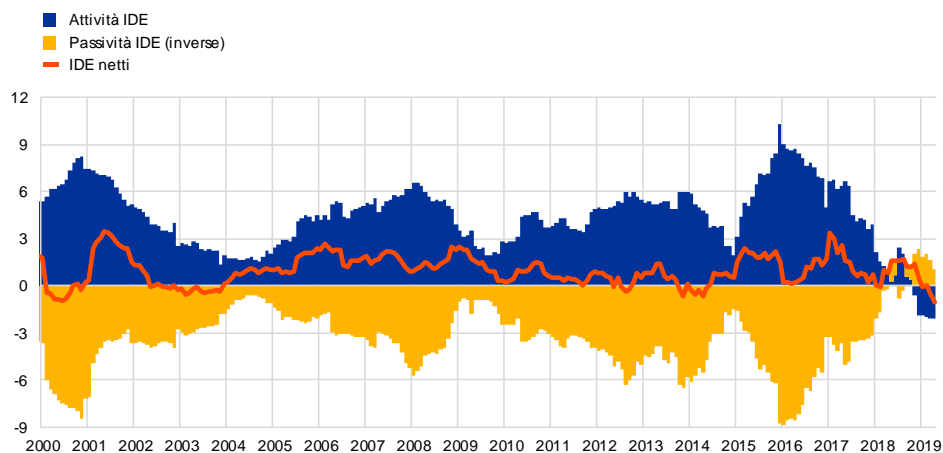
¹⁷ Dal punto di vista delle attività/passività, gli investimenti diretti sono classificati a seconda del fatto che l'investimento sia correlato a un'attività o a una passività per il paese che compila le statistiche. Ad esempio, le passività di un paese includono gli investimenti azionari delle case madri estere nelle società controllate residenti in tale paese poiché questi investimenti rappresentano un credito che i soggetti esteri vantano sulle attività del paese segnalante. Sulla stessa base, nella compilazione delle statistiche IDE, le imprese madri residenti in un paese dell'area dell'euro che investono in titoli di debito emessi dalle rispettive società controllate residenti all'esterno dell'area generano delle attività a favore dell'area dell'euro. Cfr. "Implementing the latest international standards for compiling foreign direct investment statistics: Asset/liability versus directional presentation", OCSE, dicembre 2014.

¹⁸ Come ampiamente dimostrato in letteratura, alcune caratteristiche del paese ricevente, quali le dimensioni, la produttività e la dinamica della crescita economica, i legami culturali e coloniali, la distanza e la qualità delle istituzioni, sono determinanti di rilievo degli IDE netti. Analogamente, un altro filone di letteratura ha fornito evidenze dell'importanza degli IDE netti per la produttività e la crescita economica dei paesi emergenti. D'altro canto, il prosciugamento dei flussi di capitale lordi, sia nei paesi emergenti che nelle economie sviluppate, può precedere l'avvio di una crisi finanziaria. Questa circostanza si è verificata prima dello scoppio della bolla speculativa collegata alle imprese del comparto tecnologico nel 2001, della crisi finanziaria internazionale del 2008 e della crisi del debito sovrano in Europa nel 2012.

Grafico A

Investimenti diretti esteri nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; somma mobile di 12 mesi)



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

Nota: gli IDE netti rappresentano la differenza tra le attività e le passività lorde; i valori positivi indicano i deflussi netti di capitali, quelli negativi i corrispondenti afflussi. L'ultima rilevazione si riferisce ad aprile 2019.

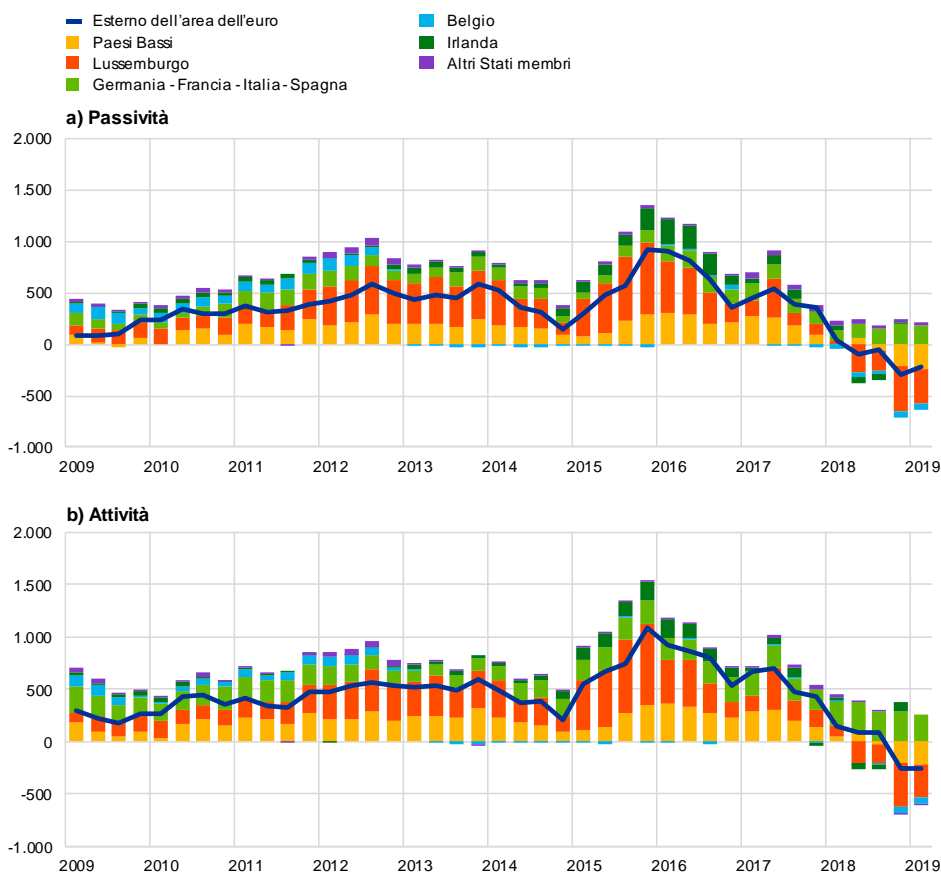
Riguardo alla composizione geografica, i flussi lordi verso Lussemburgo e Paesi Bassi hanno rappresentato la gran parte dell'inversione delle passività nel 2018, sebbene un contributo significativo sia stato fornito anche da Irlanda e Belgio¹⁹. La scomposizione in base alla destinazione indica che tale ridimensionamento ha riflesso un'inversione delle passività di Lussemburgo e Paesi Bassi e, in misura minore, di Irlanda e Belgio. Al contrario, gli altri Stati membri dell'area dell'euro hanno continuato ad attrarre flussi di IDE in entrata nel 2018 e nel primo trimestre del 2019 (cfr. riquadro a) del grafico B).

¹⁹ L'analisi è incentrata sul lato delle passività/dei flussi in entrata poiché in tale ambito si è generata l'inversione dei flussi; tuttavia la dinamica non cambierebbe se si prendesse in considerazione il lato delle attività.

Grafico B

Transazioni relative agli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro suddivisi per Stato membro

(milioni di euro, somma mobile di quattro trimestri)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: transazioni relative agli investimenti diretti esteri degli Stati membri dell'area dell'euro in rapporto ai paesi all'interno e all'esterno dell'area. "Altri Stati membri" si riferisce agli altri Stati membri non riportati nel grafico. La linea denominata "Esterno dell'area dell'euro" si riferisce al totale delle transazioni in rapporto alle controparti al di fuori dell'area. Le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre del 2019 e al quarto trimestre del 2018 per l'Irlanda.

La scomposizione geografica indica che le transazioni delle società-veicolo finanziarie (SVF)²⁰ disposte dalle imprese multinazionali potrebbero avere svolto un ruolo rilevante nel ridimensionamento degli IDE lordi (cfr. grafico C).

²⁰ Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI) "una società-veicolo finanziaria residente in una economia è un soggetto giuridico formalmente registrato e/o costituito e riconosciuto come unità istituzionale che non impiega personale o impiega un massimo di cinque dipendenti, che ha una presenza fisica ridotta o nulla e una produzione ridotta o nulla nell'economia ospitante. Si tratta di società direttamente o indirettamente controllate da non residenti e costituite al fine di ottenere vantaggi specifici dalla giurisdizione ospite con l'obiettivo di: garantire ai soggetti proprietari l'accesso ai mercati dei capitali o a servizi finanziari sofisticati e/o mettere al riparo i soggetti proprietari dai rischi finanziari e/o ridurre gli oneri fiscali e normativi e/o salvaguardare la riservatezza delle relative transazioni e dei soggetti proprietari. Le società-veicolo concludono quasi esclusivamente transazioni con non residenti e gran parte del loro bilancio finanziario consiste, generalmente, in crediti e passività transfrontaliere" (estratto dal [Final Report of the IMF Task Force on Special Purpose Entities](#), Fondo monetario internazionale, ottobre 2018, traduzione di cortesia a cura della Banca d'Italia). La letteratura recente sul ruolo delle SVF include Blanchard, O. e Acalin, J., "What does measured FDI actually measure?", PIIIE Policy Brief, 2016; Dellis, K., Sondermann, D. e Vaanstenkiste, I., "Determinants of FDI inflows in advanced economies: Does the quality of economic structures matter?", *Working Paper Series*, n. 2066, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2017; Lane, P. e Milesi-Ferretti, G.M., "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *Working Paper dell'FMI* 17/115, Fondo monetario internazionale, 2017.

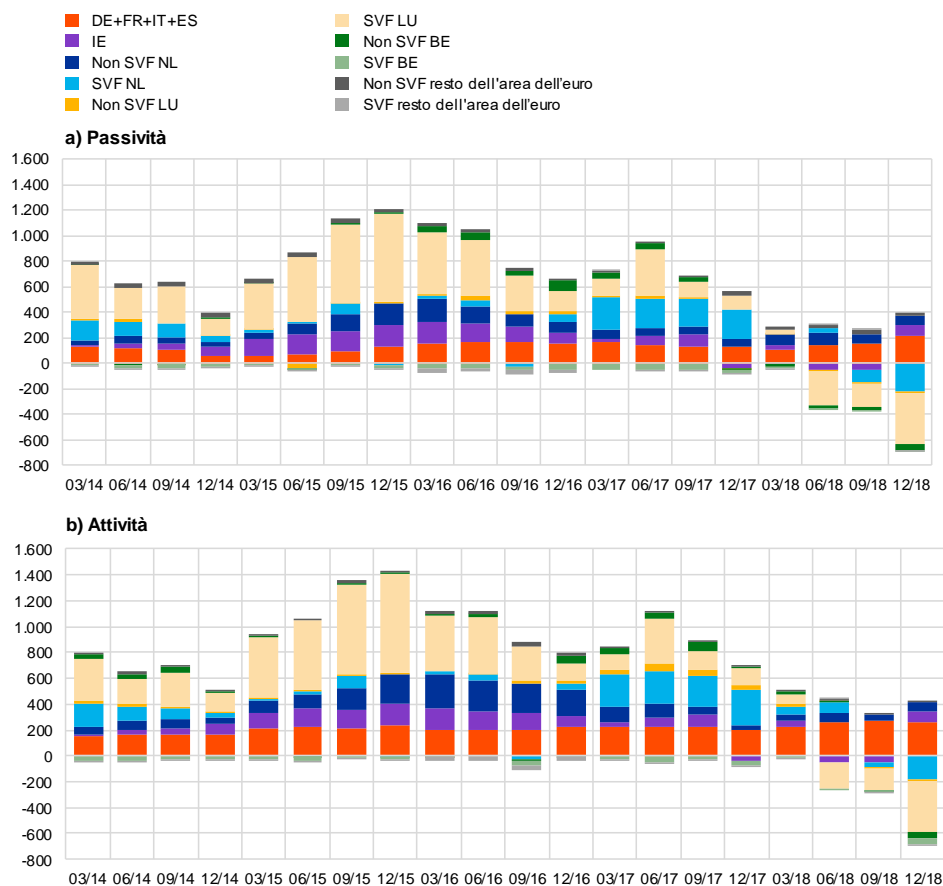
Le SVF generalmente non concludono operazioni IDE tradizionali quali fusioni e acquisizioni o investimenti in nuovi settori (greenfield investments), ma canalizzano i flussi di capitale. Pertanto, le fusioni e le acquisizioni che coinvolgono i paesi dell'area dell'euro tendono a generare flussi finanziari che transitano per quelle economie che ospitano un ampio numero di SVF. Nell'area dell'euro le SVF sono situate prevalentemente in Lussemburgo, Paesi Bassi, Irlanda e Belgio. Dal momento che le SVF agiscono da veicolo, i paesi in cui risiedono diventano economie di transito per questo tipo di operazioni e la destinazione finale degli investimenti esteri si colloca altrove. Il flusso di transito degli IDE produce due principali effetti sui paesi in cui le operazioni delle SVF danno luogo a trasmissione di capitali: tende a dilatare i flussi lordi e a generare un grado molto elevato di co-movimento tra i flussi di attività e di passività. L'episodio di inversione appare strettamente correlato agli IDE di transito per due motivi: a) anche i flussi di attività lordi sono stati interessati da un'inversione di tendenza considerevole (cfr. riquadro b) del grafico B)²¹; b) le quattro maggiori economie dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna) – in cui gli IDE in entrata di solito finanziano soltanto l'attività reale e i regimi fiscali per le imprese non favoriscono la creazione di strutture societarie come le SVF – non hanno evidenziato una marcata diminuzione dei flussi IDE, né in termini lordi né in termini netti (grafico B e grafico C).

²¹ L'FMI opera una distinzione fra paradisi fiscali e paesi con sostanziale attività economica reale che ospitano anche un numero elevato di società controllate estere e SVF. Questi "paesi-condotto" offrono un regime fiscale e per gli investimenti vantaggioso per gli investitori esteri, caratteristica che li rende accattivanti per le multinazionali come base per le loro società controllate estere e per riorientare i profitti generati in economie con regimi fiscali più "pesanti". In letteratura è stata avanzata l'ipotesi che, nei paesi-condotto, gli IDE correlati all'attività delle SVF debbano essere considerati come reddito soggetto a tassazione nei paesi in cui sono stati generati. Per questo motivo, i flussi IDE sono utilizzati per estendere la matrice degli investimenti offshore e vengono inclusi nella stima relativa all'erosione della base imponibile. Tale erosione è calcolata in base agli IDE dei paesi con attività economica simile e alla quota di SVF in rapporto allo stock complessivo di IDE. Cfr. Bolwijn R., Casella, B. e Rigo, D., "An FDI-driven approach to measuring the scale and economic impact of BEPS", *Transnational Corporations*, vol. 25, n. 2, 2018, pagg. 107-144.

Grafico C

Transazioni relative agli investimenti diretti esteri dell'area dell'euro suddivisi per SVF e non SVF residenti

(milioni di euro, somma mobile di quattro trimestri)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le transazioni IDE delle società-veicolo finanziarie (SVF) residenti e quelle delle società residenti diverse dalle società-veicolo (non SVF) in base al principio delle attività/passività per i paesi in cui è disponibile il dato disaggregato relativo ai due tipi di società (vale a dire Paesi Bassi, Lussemburgo e Belgio). Tale scomposizione non è disponibile per l'Irlanda, nonostante il gran numero di SVF presenti nel paese. In Germania, Francia, Italia e Spagna i flussi IDE delle SVF non sono riportati separatamente, data la limitata attività del numero relativamente esiguo di società di questo tipo collocate in tali paesi. Il "Resto dell'area dell'euro" include tutti gli Stati membri che utilizzano l'euro ad eccezione di Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi e Slovacchia. L'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Gli Stati Uniti sono stati il paese principale alla base dell'inversione di

tendenza dei flussi di IDE lordi²². La scomposizione dei flussi per paese di

controparte mostra che gli Stati Uniti hanno svolto un ruolo preponderante

nell'episodio di inversione, specialmente dal lato delle passività²³. Gli afflussi verso

l'area dell'euro dai centri offshore e i deflussi in direzione opposta mostrano un

²² Cfr. *FDI in Figures*, OCSE, aprile 2019, giugno 2019 nonché Emter, L., Kennedy, B. e McQuade, P., "US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics", *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, aprile 2019.

²³ Il Bureau of Economic Analysis (BEA) ha segnalato utili rimpatriati per circa 300 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2018 e circa 170 miliardi di dollari nel secondo trimestre. Cfr. il riquadro intitolato "Effects of the 2017 Tax Cuts and Jobs Act on Components of the International Transactions Accounts" in *US International Transactions Third Quarter 2018*, Bureau of Economic Analysis, dicembre 2018. Secondo la Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD) tali somme corrispondono in ampia misura alla contrazione delle passività Europa-USA. Cfr. "Global foreign investment flows dip to lowest levels in a decade", *Global Investment Trends Monitor* n. 31, United Nations Conference on Trade and Development, gennaio 2019.

andamento di disinvestimenti simile in entrambe le direzioni, con due principali differenze rispetto agli Stati Uniti. I disinvestimenti sono cominciati solo nella seconda metà del 2018 e sono stati più ingenti dal lato delle attività; per l'area dell'euro ciò ha determinato afflussi netti di IDE dai centri offshore e deflussi netti di IDE verso gli Stati Uniti. Una spiegazione comune alla base di tali movimenti di capitali è che alcune misure contenute nella riforma delle imposte societarie negli Stati Uniti²⁴ possono avere svolto un ruolo importante nello spostamento dei flussi lordi da e verso l'area dell'euro²⁵. Sono stati interessati anche i flussi di passività e attività dei centri offshore da e verso l'area dell'euro, poiché questi tendono a riflettere l'attività degli intermediari residenti in tali paesi, le cui transazioni compensano in parte i deflussi dagli Stati Uniti.

Il rimpatrio degli utili esteri da parte delle multinazionali statunitensi ha influenzato principalmente i flussi di IDE verso l'Europa, mentre le economie in via di sviluppo (esclusi i centri offshore) non ne hanno risentito in modo particolare (cfr. grafico D)²⁶. Diversi fattori contribuiscono al comportamento asimmetrico delle multinazionali statunitensi. In primo luogo, l'Europa rimane il principale destinatario dei fondi statunitensi. Al tempo stesso, fusioni e acquisizioni rappresentano la quota più ampia (il 70 per cento circa) degli afflussi e dei deflussi lordi di IDE complessivi dell'area dell'euro ma solo una piccola parte degli afflussi e dei deflussi lordi di IDE delle economie emergenti (circa il 20-30 per cento, rispettivamente). Gli investimenti in nuovi progetti (greenfield investments) sono tuttavia prevalenti nelle economie in via di sviluppo. La scomposizione degli investimenti per tipo di strumento finanziario mostra che le SVF hanno contribuito all'inversione dei flussi principalmente attraverso il disinvestimento di IDE in azioni nell'area dell'euro, mentre gli utili reinvestiti non sono stati colpiti. Sono stati interessati, invece, anche se in misura minore, gli IDE di debito, dal momento che i volumi dei flussi lordi di tali IDE nei paesi coinvolti (Lussemburgo, Paesi Bassi, Belgio e Irlanda) sono normalmente più esigui dei flussi lordi degli IDE in azioni. È probabile, pertanto, che la diversa composizione dei flussi di IDE abbia limitato le opportunità per le multinazionali statunitensi di effettuare tali operazioni in egual misura nelle economie emergenti.

²⁴ La riforma della tassazione societaria negli Stati Uniti, firmata dal Presidente Donald Trump il 22 dicembre 2017, crea incentivi per il rimpatrio degli utili differiti detenuti all'estero dalle multinazionali statunitensi attraverso il passaggio da un sistema di imposte societarie su scala mondiale a un sistema di imposte territoriale. In base alla riforma, gli utili provenienti dalle società controllate con sede all'estero, rimpatriati dalle multinazionali statunitensi, in linea di principio non sono più tassabili negli Stati Uniti, ma sono soggetti a un'imposta di rimpatrio obbligatoria una tantum. Oltretutto, la riforma ha migliorato l'appetibilità fiscale degli Stati Uniti rispetto all'Europa (attraverso la riduzione dell'aliquota d'imposta societaria obbligatoria e l'introduzione di norme più favorevoli in materia di detrazioni per i nuovi investimenti) e ha introdotto numerose nuove misure anti-erosione della base imponibile. Cfr. il riquadro [L'impatto macroeconomico della riforma fiscale statunitense](#), nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

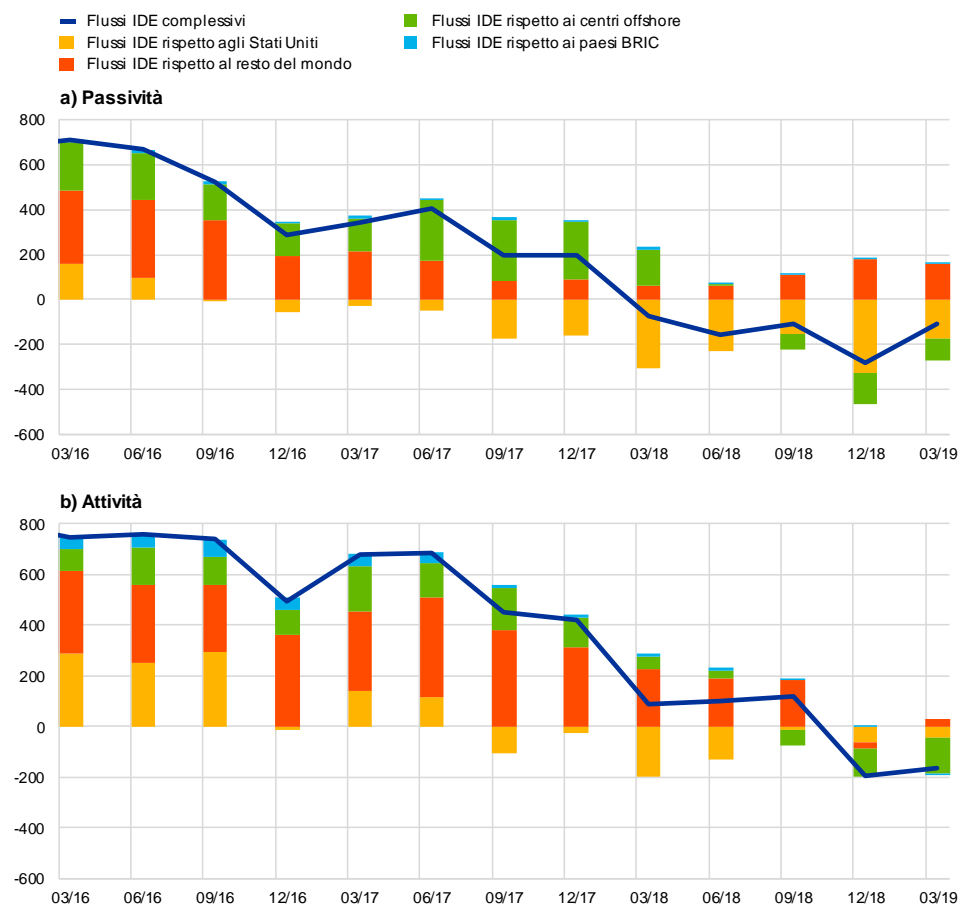
²⁵ Per un'analisi empirica e per i potenziali effetti della recente riforma apportata alle imposte societarie negli Stati Uniti, cfr. De Simone, L., Piotroski, J.D. e Tomy, E.R., "Repatriation Taxes and Foreign Cash Holdings: The Impact of Anticipated Tax Reform", *Review of Financial Studies*, novembre 2018.

²⁶ Per una discussione dettagliata sugli afflussi e sui deflussi lordi suddivisi per le principali regioni, cfr. [World Investment Report 2019](#), United Nations Conference on Trade and Development, giugno 2019. I flussi lordi in entrata e in uscita sono aumentati in Asia e in Africa; la contrazione osservata nelle economie in transizione e in America latina, invece, è collegata alle condizioni economiche delle principali economie di tali regioni.

Grafico D

Scomposizione dei flussi degli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro in base al paese partner: Stati Uniti, centri offshore, paesi BRIC e resto del mondo

(milioni di euro, somma mobile di quattro trimestri di transazioni)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il resto del mondo include tutti i paesi eccetto gli Stati Uniti, i centri finanziari offshore e i paesi del gruppo BRIC, di cui fanno parte Brasile, Russia, India e Cina. L'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2019.

Il flusso invertito di investimenti ha rappresentato meno di un terzo del complessivo ridimensionamento degli IDE. I flussi di IDE possono essere classificati in base al criterio di bilancio (mettendo a confronto attività e passività) oppure in base al criterio direzionale (mettendo a confronto flussi in entrata e in uscita)²⁷. Una importante differenza tra i due sistemi di segnalazione consiste nel fatto che la misura di attività/passività viene corretta sottraendo i flussi invertiti di investimenti infra-gruppo e infra-societari per ottenere le statistiche sugli IDE in entrata e in uscita²⁸. La misura del flusso di investimenti invertito, pertanto, è data

²⁷ Il criterio attività/passività specifica se gli investimenti sono correlati a una attività o a una passività del paese segnalante, mentre la classificazione direzionale organizza i flussi in base alla direzione degli investimenti rispetto al paese segnalante (verso l'esterno o verso l'interno). I dati sugli IDE basati sul principio direzionale sono disponibili solo su base trimestrale, a partire dal 2013.

²⁸ Il flusso invertito di investimenti è così costituito: a) dal lato delle passività, da azioni e prestiti alle case madri da parte delle controllate residenti; b) dal lato delle attività, da azioni e prestiti alle case madri residenti da parte delle controllate estere. Attualmente si utilizza una misura ampia del flusso invertito di investimenti che include anche i cosiddetti "flussi tra imprese sorelle", ovvero tra imprese che, pur non essendo legate da un rapporto di investimento diretto, hanno in comune un investitore diretto; tali imprese vengono definite imprese sorelle.

dalla differenza tra le due classificazioni e può essere calcolata allo stesso modo per il lato delle passività e per quello delle attività. Una variazione di tale misura può indicare che le imprese madri statunitensi hanno disinvestito o riportato in patria gli utili attraverso le imprese consociate residenti nell'area dell'euro. Ma può anche indicare che le imprese madri dell'area dell'euro abbiano riportato in patria utili detenuti presso le relative imprese consociate residenti negli Stati Uniti o abbiano disinvestito nel paese²⁹. Tenendo presenti queste definizioni, circa un terzo della contrazione delle passività IDE lorde registrata nell'area dell'euro nel 2018 è riconducibile al flusso invertito di investimenti³⁰.

In conclusione, l'episodio di inversione dei flussi di IDE lorde nell'area dell'euro sembra essere collegato in prevalenza all'attività delle SVF. Quando si separano i flussi relativi alle SVF da quelli delle altre imprese residenti³¹, si osserva che le SVF sono responsabili in via esclusiva della contrazione dei flussi di IDE nell'area dell'euro dal lato delle passività (grafico C). Le fusioni e acquisizioni e gli investimenti nei nuovi progetti sembrano aver continuato a mostrare una buona capacità di tenuta nel 2018, il che rende improbabile implicazioni negative per l'economia reale fino a questo momento. Sebbene sia possibile che la situazione si normalizzi in futuro, è ancora presto per valutare i possibili effetti a più lungo termine del transito degli IDE sull'attività reale dell'area dell'euro.

²⁹ Le transazioni fra imprese sorelle sono ora incluse nelle statistiche degli IDE in seguito all'adozione, da parte dell'FMI, della sesta edizione del manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero (MBP6), dal momento che, con ogni probabilità, sono riconducibili all'influenza dell'investitore diretto in comune.

³⁰ In Lussemburgo, responsabile per la maggior parte del ridimensionamento, il flusso invertito di investimenti rappresenta il 34 per cento circa dell'inversione di tendenza delle passività lorde alla fine del 2018. In Belgio il flusso invertito di investimenti è l'unica causa della riduzione delle passività. Per contro, i disinvestimenti nei Paesi Bassi e in Irlanda sono stati determinati esclusivamente da un calo degli investimenti in entrata, senza significative evidenze di transazioni infra-gruppo e infra-societarie in azioni o in prestiti.

³¹ La scomposizione delle attività e delle passività degli IDE per le SVF non è disponibile per l'Irlanda. È presumibile, tuttavia, che la forte correlazione positiva (0,94) tra i flussi di passività delle SVF e i flussi degli IDE in entrata si osservi anche in tale paese. Tale regolarità statistica, ottenuta tramite regressione panel su Lussemburgo, Paesi Bassi e Belgio, si rivela piuttosto stabile nel tempo e quando si applica a un sottoinsieme di paesi. Ciò rappresenta uno strumento utile a ottenere una stima approssimativa dei flussi relativi alle SVF per i paesi che al momento non riportano il dato disaggregato, ammesso che siano disponibili le statistiche sui flussi in entrata e in uscita. L'attività delle altre società residenti è solo marginalmente correlata all'inversione di tendenza e agli investimenti in entrata. Infine, i flussi di passività lorde di altre società-veicolo finanziarie e residenti non sono correlate all'inversione di tendenza e agli investimenti in entrata.

Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning

a cura di Andrés Azqueta-Gavaldón, Dominik Hirschbühl, Luca Onorante e Lorena Saiz

L'incertezza politica è di recente aumentata a livello mondiale e resta piuttosto elevata. In Europa, l'incertezza relativa alle dispute commerciali nel mondo, alle sfide economiche riconducibili ai cambiamenti climatici e a quelle poste da fattori geopolitici sta contribuendo a incrementare il livello di incertezza politica. Comprendere le fonti e la dinamica dell'incertezza che investe l'economia è di grande importanza per i policymakers, incluse le banche centrali. Le decisioni di investimento delle imprese risentono molto del clima di incertezza³². In risposta a shock di questo tipo, le imprese possono ridurre gli investimenti, le assunzioni o gli ordini esteri di beni intermedi, determinando così un rallentamento degli interscambi e un calo degli investimenti aggregati. I consumatori, a loro volta, possono rispondere alla maggiore incertezza posticipando i consumi e incrementando il risparmio precauzionale, come testimoniato dall'aumento della propensione al risparmio delle famiglie registrata nel 2018. Queste scelte possono portare a una contrazione del commercio internazionale e dell'attività economica interna³³.

Il presente riquadro introduce un indicatore dell'incertezza sulla politica economica (economic policy uncertainty, EPU) che applica tecniche di apprendimento automatico (machine learning) senza supervisione all'analisi di articoli di giornale. Nonostante il recente ampliamento del paniere di misure di incertezza, le tecniche convenzionali non riescono a cogliere del tutto le specificità dei singoli paesi. L'indice di incertezza della politica economica sviluppato da Baker, Bloom e Davis (2016)³⁴ (approccio BBD) è prodotto utilizzando un elenco di parole chiave che consentono di contare il numero di articoli di giornale dedicati a problematiche connesse all'incertezza politica. Questo metodo, tuttavia, non identifica le singole sotto-componenti dell'incertezza politica, perché le parole chiave individuano gli articoli senza operare una distinzione in base alla fonte di incertezza (ad esempio in relazione alle politiche fiscali, monetarie o commerciali). Per distinguere le diverse fonti d'incertezza, viene utilizzato il metodo descritto in Azqueta-Gavaldón (2017a, 2017b)³⁵, che applica un algoritmo di machine learning (allocazione latente di Dirichlet o latent Dirichlet allocation, LDA)³⁶ a tutti gli articoli di

³² Cfr. Gulen, H. e Ion, M., "Policy Uncertainty and Corporate Investment", *The Review of Financial Studies*, vol. 29(3), 2016, pagg. 523-564.

³³ Cfr. Handley, K. e Limão, N., "Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence", *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7(4), 2015, pagg. 189-222, e l'articolo *L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro*, nel numero 8/2016 di questo Bollettino.

³⁴ Cfr. Baker, S., Bloom, N. e Davis, S., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, 2016, pagg. 1593-1636.

³⁵ Cfr. Azqueta-Gavaldón, A., "Developing news-based Economic Policy Uncertainty index with unsupervised machine learning", *Economics Letters*, vol. 158, 2017a, pagg. 47-50; e Azqueta-Gavaldón, A., "Financial investment and economic policy uncertainty in the UK", *IML '17 Proceedings of the 1st International Conference on Internet of Things and Machine Learning*, 2017b.

³⁶ Cfr. Blei, D.M., Ng, A.Y. e Jordan, M.I., "Latent Dirichlet Allocation", *Journal of Machine Learning Research*, vol. 3, 2003, pagg. 993-1022.

giornale che contengono termini collegati a “economia” e “incertezza”³⁷. L’algoritmo LDA è privo di supervisione, nel senso che riesce a estrapolare le tematiche trattate nell’insieme dei documenti senza che a questi venga attribuita una categoria e senza essere stato precedentemente addestrato a classificare gli articoli. L’algoritmo analizza un set di documenti e assegna parole a diversi argomenti in base alla frequenza con cui compaiono congiuntamente nel medesimo documento. Un argomento viene cioè identificato come un insieme di parole connesse tra loro che spesso ricorrono assieme. Ogni documento, quindi, può essere rappresentato come una “mistura di argomenti”, laddove questi sono definiti sulla base della distribuzione delle parole considerate³⁸. I risultati ottenuti dall’algoritmo LDA sono più robusti di quelli che derivano da altre tecniche perché non dipendono dalla scelta ex ante di parole chiave specifiche. I termini che più frequentemente ricorrono assieme in un documento, inoltre, vengono assegnati allo stesso argomento, e questo rende i risultati più intuitivi di quelli ottenuti con tecniche simili. L’unica scelta da operare nel modellare l’algoritmo è il numero di argomenti in base al quale catalogare l’insieme dei documenti.

Gli argomenti individuati dall’algoritmo LDA caratterizzano le sottocomponenti dell’incertezza politica in modo intuitivo e indipendente dalla lingua usata.

L’algoritmo LDA è stato applicato a un totale di 171.107 articoli di giornale raccolti tra gennaio 2000 e maggio 2019 tra i più popolari quotidiani in Germania, Francia, Italia e Spagna. La tavola A mostra i termini più rappresentativi di ciascuna categoria individuati dall’algoritmo per i singoli paesi. Come si può osservare, gli elenchi dei termini per ciascun argomento appaiono coerenti, nel senso che non è difficile individuare l’argomento a partire dalle parole, indipendentemente dalla lingua considerata. Un limite di questa analisi è costituito dal fatto che l’algoritmo LDA utilizzato è statico, ovvero i termini selezionati per argomento non possono variare nel corso dell’intero periodo in esame³⁹.

La serie storica dell’indice EPU costruita impiegando le tecniche di machine learning senza supervisione è molto simile a quella dell’indice EPU sviluppato da Baker, Bloom e Davis per l’area dell’euro, sebbene vi siano alcune differenze tra le due grandezze in corrispondenza di alcuni picchi.

Per corroborare la bontà del metodo proposto, il grafico A mette a confronto l’indice di incertezza aggregato per l’area dell’euro (ottenuto aggregando l’indice EPU relativo

³⁷ Per individuare le parole collegate a “incertezza” ed “economia” è stato adoperato l’algoritmo word2vec: una rete neurale a due strati per l’analisi testuale che converte ogni parola in un vettore. Sono stati quindi selezionati sullo spazio vettoriale i termini più simili alle parole “incertezza” ed “economia”. Cfr. Mikolov, T., Sutskever, I., Chen, K., Corrado, G.S. e Dean, J., “[Distributed Representations of Words and Phrases and their Compositionality](#)”, in Burges, C.J.C., Bottou, L., Welling, M., Ghahramani, Z. e Weinberger, K.Q. (a cura di), *Advances in Neural Information Processing Systems 26 (NIPS 2013)*, 2013, pagg. 3111-3119.

³⁸ Sulla base di una distribuzione di probabilità di Dirichlet si definisce a priori la distribuzione dei pesi di ciascun argomento nel documento e la probabilità che ogni termine sia assegnato ad un argomento.

³⁹ Siccome il set dei termini che caratterizza un argomento potrebbe mutare nel tempo, un algoritmo LDA dinamico potrebbe prestarsi maggiormente alla suddivisione in categorie dei nuovi dati (gli articoli di futura pubblicazione).

a ciascuna categoria di incertezza per ciascun paese)⁴⁰ con quello sviluppato sulla base dell'approccio BBD. La correlazione tra tali indici è elevata (0,85) ed entrambi evidenziano aumenti marcati in occasione della guerra in Iraq (marzo 2003), della crisi del debito sovrano in Europa (2010-2014) e dell'annuncio del risultato del referendum britannico sull'appartenenza all'UE (Brexit, giugno 2016). Nonostante le notevoli analogie, l'indice BBD registra il suo picco massimo nel mese del referendum sulla Brexit (giugno 2016), mentre quello basato sull'algoritmo LDA lo fa corrispondere alla crisi del debito sovrano (agosto 2011).

⁴⁰ Il calcolo degli indici EPU per ciascun paese prevede diverse fasi. Ogni articolo è stato dapprima etichettato sulla base del suo argomento più rappresentativo (quello che occupa la più ampia porzione del testo). In una seconda fase, è stato calcolato il numero approssimativo di articoli pubblicati mensilmente per ciascun argomento. Poiché tale numero non è costante nel tempo, ogni serie temporale è stata divisa per il numero totale di articoli.

Tavola A

Termini più rilevanti identificati attraverso l'algoritmo LDA per ciascuna categoria

Categoria EPU	Germania Articoli = 10.979	Francia Articoli = 31.434	Italia Articoli = 74.144	Spagna Articoli = 54.550
Politica monetaria	ezb, euro, griechenland, europa, draghi, italien, zone, währungsunion, land, mario	taux, économie, euro, monétaire, bce, banque, inflation, baisse, ralentissement, croissance	banca, bce, spread, monetaria, debito, draghi, tassa, centrale, eurozona, titoli, inflazione	tipos, bce, monetaria, inflación, draghi, euro, interés, banco, economía
Politica di bilancio		fiscal, impôt, dépense, finance, budget, milliard, taxe, retrait, déficit, publique, réforme, prélever	fiscale, manovra, bilancio, pubblico, spesa, taglio, deficit, padoan, commissione	gobierno, ley, medidas, pensiones, fiscal, reforma, impuestos, presupuestos
Politica interna	spd, cdu, merkel, koalition, grün, csu, fdp, kanzlerin, schäuble, partei, minister	ministre, président, sarkozy, gouvernement, chef, france, macron, réforme, élysée	renzi, pd, salvini, premier, voto, partito, elettorale, lega, politica, palazzo, presidente, legale	pp, rajoy, psoc, cataluña, partido, elecciones, voto, gobierno, presidente
Geopolitica	russland, russisch, iran, ukraine, putin, sanktion, syrien, israel, rubel, arabisch, krim, irak, barrel, konflikt	militaire, iran, armée, arabie, iraniens, syrie, turquie, sécurité, irak, guerre, terrorisme, immigration, migrer, réfugié, russie, ukraine	terrore, libia, siria, iran, arabia, iraq, guerra, militari, russia, cinese, sanzione, jihad, saudita, tunisia, sunnita, curdo	irán, siria, turquía, saudí, guerra, ejército, irak, militar, arabia, refugiados, islámico
Industria manifatturiera e commercio	china, usa, global, trump, weltwirtschaft, zoll, strafzoll, iwf, weltweit, import, protektionismus	produit, agriculture, commerce, lait, viande, industriel, exportation, producteur, automobile, véhicule, psa	trump, auto, fiat, diesel, automobilistico, prodotto, industria, settore, esportazione, competitività, pmi, manifattura, mercato, paese	china, rusia, mundial, pekin, aranceles, comercio, unidos, comerciales, ventas, diésel, fabricantes, seat
Regolamentazione europea	eu, brexit, british, london, pfund, austritt, brüssel, binnenmarkt, votum, parlament, kommission	européen, europe, union, ue, brexit, grec, bruxelles, britannique, allemagne, paye, irlande, euro, commission, referendum, zone	europa, ue, germania, tedesco, unione, grecia, merkel, migranti, bruxelles, brexit, voto, referendum, populismo, partito	europa, ue, bruxelas, grecia, unión, comisión, comunitario, eurozona, socios, brexit, referéndum
Regolamentazione interna	arbeit, arbeitnehmer, hartz, iv, arbeitslos, job, rente, einkommen, deutschland, beschäftigt, reform, ausbildung, studium	syndicat, texte, cgt, salarié, syndical, tribunal, juridique, commission, emploi, entreprise, travail, embauche	paga, pensione, gentiloni, università, pdl, scuola, sindacato, contratto, sindacale, lavoro, sentenza, tribunale	justicia, tribunal, supremo, deuda, bancos, crisis, rescate, laboral, sindicatos, ugt, universidades
Mercato energetico		énergie, électricité, edf, gaz, nucléaire, pétrolier, baril, réacteur, carbone, alstom	ambientale, carbone, energia, climatico, elettricità, inquinanti, petrolio, gas, barile, petrolifero	energía, climático, emisiones, carbón, gases, electricidad, contaminación

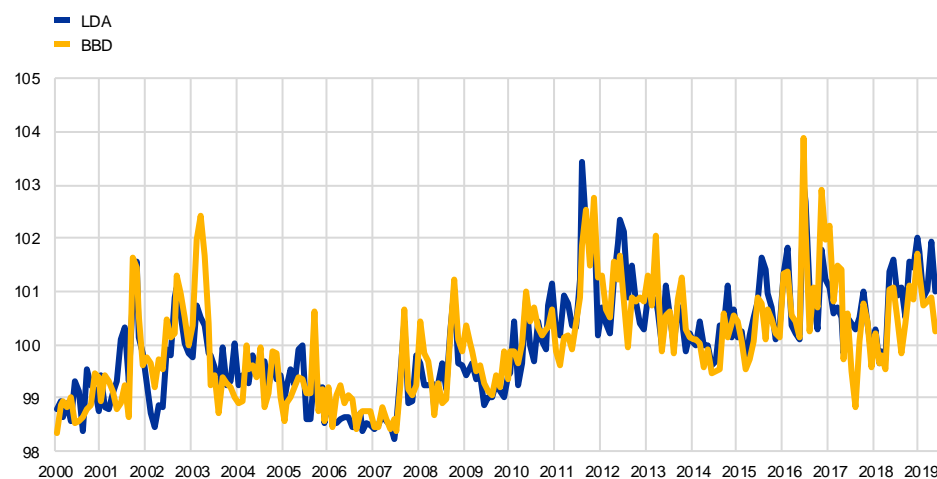
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: prima di applicare l'algoritmo, gli articoli sono sottoposti a un trattamento preliminare che implica la rimozione di tutte le "parole vuote" (o stopword, ovvero i morfemi come "mi", "o", "il", "la", "gli", "le", "un", "una") e della punteggiatura, la trascrizione in caratteri minuscoli e la semplificazione delle parole alle rispettive radici (eliminazione delle flessioni). La tavola riporta le parole complete invece che le rispettive radici.

Grafico A

Indici EPU per l'area dell'euro ricavati attraverso l'algoritmo LDA e l'approccio BBD

(indice: media = 100)



Fonti: sito web Economic Policy Uncertainty (www.policyuncertainty.com) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

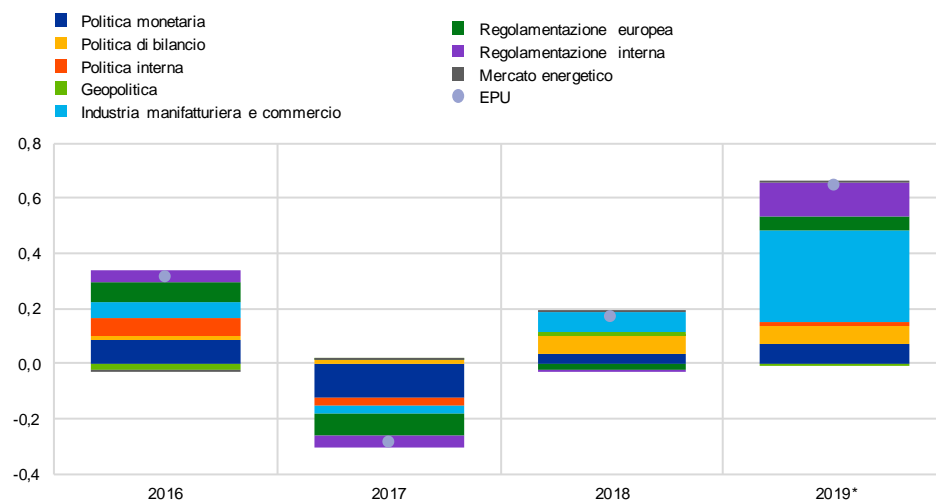
Note: l'indice EPU relativo all'area dell'euro basato sull'algoritmo LDA è ricavato dagli indici EPU relativi a quattro paesi (equamente ponderati). Ciascun indice rappresenta il numero di articoli di giornale che hanno per argomento principale una delle otto categorie elencate nella tavola A diviso per il numero totale di articoli che contengono il termine "oggi" ("heute", "aujourd'hui", "oggi", "hoy"). L'indice EPU basato sull'approccio BBD corrisponde alla media fra gli indici EPU di Germania, Francia, Italia e Spagna, ricavati dal sito web Economic Policy Uncertainty. Ogni serie temporale finale viene standardizzata con una media pari a 100 e una deviazione standard.

Le sottocomponenti dell'indice suggeriscono che, a partire dal 2016, commercio internazionale, regolamentazione interna e politiche di bilancio hanno rappresentato le principali fonti di incertezza politica (cfr. grafico B). Dal 2016, i contributi delle singole componenti all'incertezza complessiva sulla politica economica hanno mostrato una certa variabilità. Nell'anno del referendum sulla Brexit (2016), le principali determinanti dell'incertezza politica nell'area dell'euro erano riconducibili alla politica monetaria, alla regolamentazione europea e al commercio internazionale. La minore incertezza politica registrata nel 2017 è invece ascrivibile al forte calo dell'incertezza connessa alla politica monetaria. L'ultima riduzione dei tassi di riferimento della BCE si è verificata nel 2016, accompagnata da dichiarazioni che affermavano che tali tassi sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora correnti per un prolungato periodo di tempo; tale dichiarazione chiariva l'orientamento futuro sui tassi di riferimento su un orizzonte temporale piuttosto lungo. Nel 2018, e nei mesi del 2019 finora trascorsi, si può osservare un aumento marcato e costante dell'indice EPU nell'area dell'euro, dovuto principalmente all'incertezza relativa al commercio estero e, in una certa misura, anche alle incertezze legate alla regolamentazione interna (ad esempio agli incerti effetti dei nuovi standard sulle emissioni) e alle politiche di bilancio (ad esempio alle misure volte a garantire il rispetto delle regole di bilancio dell'UE in alcuni Stati membri). Tali incertezze sembrano riflettere principalmente tre fattori: a) le dispute commerciali a livello mondiale che coinvolgono Stati Uniti e Cina e il loro probabile impatto su importazioni ed esportazioni dell'area dell'euro; b) l'esito incerto dei negoziati per la Brexit; c) le preoccupazioni relative alle politiche interne e di bilancio in alcuni paesi dell'area dell'euro. Non sembrano invece riflettere alcuna incertezza rispetto alla conduzione della politica monetaria.

Grafico B

Contributi per argomento alle variazioni dell'incertezza della politica economica nell'area dell'euro

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: * Il contributo annuale per il 2019 si riferisce al periodo compreso tra gennaio e maggio 2019.

5 Le determinanti della variazione del divario fra inflazione nel settore dei servizi e inflazione nel settore dei beni

a cura di Luigi Ferrara

L'inflazione dei prezzi dei servizi tende a essere molto più elevata di quella dei prezzi dei beni non energetici. Tale tendenza non ha caratterizzato soltanto l'economia dell'area dell'euro negli ultimi 20 anni ma anche quella statunitense. Il divario e la sua variazione nel tempo, che implicano una velocità variabile nell'evoluzione dei relativi prezzi, indicano che la dinamica dell'inflazione complessiva solitamente riflette altri fattori oltre al cambiamento generalizzato nel potere d'acquisto del denaro. Comprendere la natura delle spinte di domanda e offerta che sottendono le relative dinamiche dei prezzi è un importante elemento di analisi dell'inflazione. Alla luce di queste premesse, il presente riquadro esamina alcune delle caratteristiche e delle determinanti del divario fra l'inflazione nel settore dei servizi e quella nel comparto dei beni industriali non energetici all'interno dell'area dell'euro⁴¹.

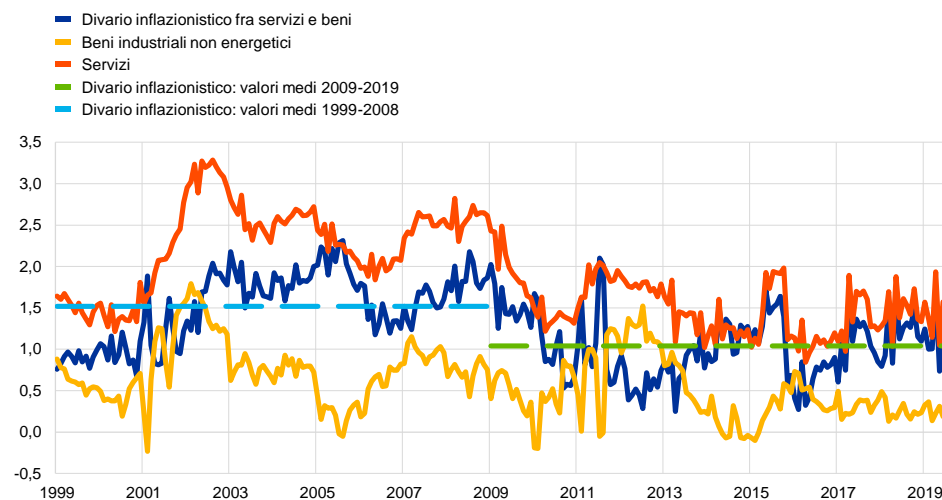
Il divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni si è ridotto nel periodo successivo alla crisi finanziaria. Dal 1999, l'inflazione misurata sullo IAPC dei prezzi dei servizi nell'area dell'euro è stata in media dell'1,9 per cento mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici è stata pari a circa lo 0,6 per cento. Il divario fra i due tassi è rimasto positivo nel corso degli ultimi 20 anni (cfr. grafico A). Tuttavia, lo scarto è diminuito da una media di 1,5 punti percentuali nel periodo fra il 1999 e il 2008 a una media di 1 punto percentuale fra il 2008 e il 2019. La riduzione del divario riflette un maggiore calo della media dell'inflazione dei servizi (dal 2,3 all'1,5 per cento) rispetto a quello segnato dall'inflazione dei beni industriali non energetici (dallo 0,7 allo 0,5 per cento) tra il primo e il secondo periodo. Tali andamenti hanno avuto luogo nel contesto di una diversa evoluzione della domanda nell'area dell'euro a partire dalla crisi. Nelle economie aperte, un più elevato livello di domanda di solito favorisce maggiormente il prezzo di servizi non commerciabili rispetto a quello dei beni commerciabili. È pertanto probabile che il maggiore calo nell'inflazione dei servizi rispetto all'inflazione dei beni industriali non energetici sia in una certa misura associato alle più deboli condizioni della domanda nell'area dell'euro dopo la crisi. Il presente riquadro, tuttavia, si concentra sul ruolo dei costi del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi all'importazione per spiegare l'andamento relativo dell'inflazione nei servizi e nei beni industriali non energetici.

⁴¹ Per un'analisi del divario inflazionistico nell'area dell'euro fino al 2008, cfr. il riquadro *Perché nell'area dell'euro l'inflazione dei servizi è più elevata di quella dei beni?*, nel numero di gennaio 2009 del Bollettino mensile della BCE. Tale argomento è anche trattato in Coeuré, B., "The rise of services and the transmission of monetary policy", discorso tenuto in occasione della *21st Conference on the World Economy*, Ginevra, 16 maggio 2019.

Grafico A

L'inflazione dei servizi, l'inflazione dei beni e il divario fra le due

(variazioni percentuali sui dodici mesi e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il divario inflazionistico fra servizi e beni è la differenza fra i tassi di variazione sui dodici mesi nelle componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici dello IAPC. Il picco registrato nell'inflazione dei servizi nel 2015 è dovuto alle variazioni metodologiche dell'Eurostat nel calcolo degli indici dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania.

La riduzione dell'inflazione di servizi e beni industriali non energetici è piuttosto generalizzata per quanto riguarda le rispettive sottocomponenti.

Il grafico B mostra questa evidenza dal punto di vista dei loro contributi all'inflazione, dei servizi e dei beni industriali non energetici (rispettivamente), con le variazioni dal primo al secondo periodo che riflettono i cambiamenti dei tassi di inflazione piuttosto che quelli dei rispettivi pesi delle componenti⁴². Ad eccezione dei servizi di comunicazione, nel periodo successivo alla crisi tutte le sottocomponenti hanno registrato contributi all'inflazione di servizi e beni industriali non energetici più bassi rispetto alla media piuttosto che nel periodo precedente alla crisi (cfr. grafico B). Il tasso di inflazione medio meno negativo per i servizi di comunicazione è in larga parte ascrivibile a un calo tendenziale meno pronunciato nel prezzo di attrezzature e servizi telefonici. Questo più lento calo della tendenza riflette probabilmente una riduzione dell'impatto di più lungo termine della liberalizzazione su larga scala nel settore delle telecomunicazioni e della rivoluzione informatica nei primi anni 2000. Il calo del contributo medio dei servizi vari all'inflazione complessiva dei servizi è in larga parte dovuto agli andamenti delle prestazioni sanitarie e dei servizi di istruzione, inclusa l'abolizione di tariffe per le prestazioni mediche e spese per l'istruzione in alcuni dei paesi dell'area dell'euro nel corso degli anni. La principale determinante dei minori contributi all'inflazione da parte dei servizi ricreativi e personali è costituita dal rallentamento della crescita dei prezzi dei servizi di ristorazione, probabilmente dovuto al calo della domanda in alcuni paesi a seguito della crisi, ma anche a specifici sgravi fiscali in altri. La flessione del contributo offerto dai servizi di trasporti riflette i minori aumenti di prezzo per riparazioni e

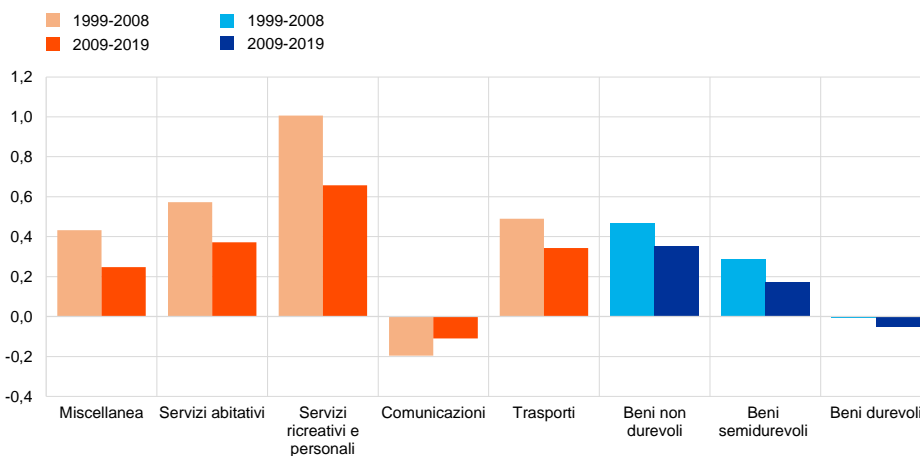
⁴² Il peso medio dei servizi domestici è sceso di 0,2 punti percentuali nel corso dei due periodi e quello dei servizi ricreativi e di trasporto di 0,1 punto percentuale, mentre il peso medio dei servizi vari è aumentato di 0,3 punti percentuali e quello dei servizi di comunicazione è rimasto immutato. Fra i beni industriali non energetici, il peso medio dei beni durevoli è diminuito di 0,2 punti percentuali, quello dei non durevoli è aumentato di 0,2 punti percentuali mentre quello dei semidurevoli è rimasto invariato.

manutenzione di automobili, probabilmente collegati ai programmi di rottamazione delle autovetture introdotti dopo la crisi, ai relativi rinnovi di parco macchine e alla minore necessità di riparazioni negli anni successivi. Un più contenuto aumento degli affitti ha costituito la determinante principale del calo del contributo dell'inflazione dei servizi abitativi⁴³. La diminuzione dei contributi delle sottocomponenti dei beni industriali non energetici è stata più modesta rispetto a quella osservata per i servizi. Il calo del contributo dei beni non durevoli riflette gli andamenti dei prezzi di prodotti diversi, in particolare quelli per la cura personale. La diminuzione dell'inflazione dei beni semidurevoli è ascrivibile al rallentamento nelle dinamiche di prezzi di voci relative all'abbigliamento e non. Il più moderato aumento dei prezzi di automobili e arredamento, quest'ultimo di particolare rilevanza in paesi che hanno sperimentato la forte espansione precrisi del mercato immobiliare, è alla base del rallentamento dell'inflazione dei beni durevoli. L'aumento della concorrenza, sostenuta dalla rapida crescita delle attività online, è un fattore che ha verosimilmente attenuato l'inflazione in una vasta gamma di beni industriali non energetici. Nel complesso, tale prospettiva granulare suggerisce che le variazioni nel divario inflazionistico fra servizi e beni industriali non energetici potrebbero riflettere sia fattori generalizzati sia il complesso degli andamenti idiosincratici dei singoli paesi dell'area dell'euro e delle componenti dello IAPC.

Grafico B

Contributi medi delle relative sottocomponenti ai tassi di inflazione di beni e servizi

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi rossi rappresentano le sottocomponenti dei servizi e quelli blu le sottocomponenti dei beni industriali non energetici.

Salari e produttività sono di solito considerati alcuni dei principali fattori generali alla base del divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni.

Ciò risulta evidente osservando i settori produttivi e individuando una sostanziale relazione fra la manifattura e la produzione di beni industriali non energetici da un lato e fra i servizi di mercato e la produzione di servizi ai consumatori dall'altro. Nel corso dei due decenni passati, la crescita della produttività nell'area dell'euro è stata molto più forte nel settore manifatturiero piuttosto che nel settore dei servizi di

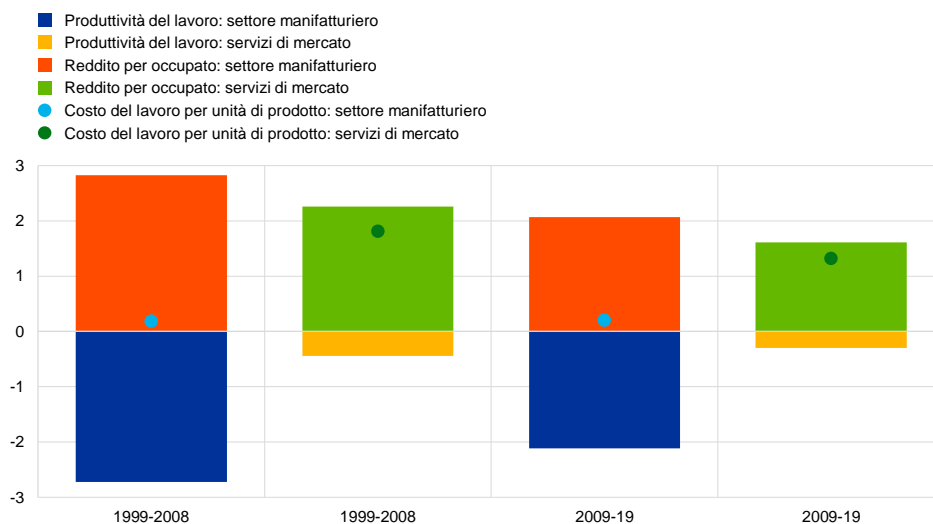
⁴³ Per una trattazione dell'argomento, cfr. il riquadro [L'inflazione delle locazioni nell'area dell'euro a partire dalla crisi](#), nel numero 4/2019 di questo Bollettino.

mercato, mentre non si è osservato lo stesso andamento per quanto riguarda la crescita dei salari. Un'elevata crescita salariale legata alla maggiore produttività nel settore dei servizi è coerente con l'effetto Balassa-Samuelson, in cui la crescita salariale relativamente alta nei settori manifatturiero e dei beni commerciabili si propaga al settore dei servizi di mercato con i suoi beni non commerciabili. L'importanza della crescita salariale nella determinazione degli aumenti del prezzo dei servizi è rafforzata dalla differente struttura dei costi dei due settori. Si stima che i costi del lavoro abbiano rappresentato circa il 40 per cento della struttura dei costi nei servizi e circa il 20 nell'industria al netto di energia e costruzioni, sia nel 2008 sia nel 2016⁴⁴. Osservando la sintesi di salari e produttività in termini di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, la riduzione del divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni, nel periodo successivo alla crisi, ha coinciso con la riduzione corrispondente nel divario fra la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dei due settori. Nel periodo successivo alla crisi, la media del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore dei servizi ha subito un forte calo (di circa mezzo punto percentuale), mentre la media del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero si è mantenuta stabile nei due periodi. Nonostante la media della crescita salariale (reddito per occupato) e della produttività sia diminuita in entrambi i settori, il calo della crescita salariale è stato molto maggiore di quello della produttività nel settore dei servizi (cfr. grafico C).

Grafico C

Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto – andamenti settoriali

(variazioni percentuali; medie annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la produttività del lavoro è rappresentata su una scala inversa. I servizi di mercato sono definiti come servizi che escludono pubblica amministrazione, istruzione, sanità e servizi sociali.

Un altro fattore di rilevanza generale che spiega il divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni è la differente esposizione agli andamenti dei prezzi all'importazione. Il contenuto in termini di importazioni dirette dei beni industriali

⁴⁴ Tali stime sono ottenute dalle tavole di input-output dell'area dell'euro, fornite da Eurostat, dividendo il reddito da lavoro dipendente per i costi totali dei settori (che comprendono: input interni ed esteri di beni e servizi, tasse al netto dei sussidi e reddito da lavoro dipendente).

non energetici è di circa il 12 per cento rispetto all'1 per cento dei servizi. Tali proporzioni sono rimaste pressoché invariate tra il 2005 e il 2017⁴⁵. Un confronto fra il deflatore del PIL (un indicatore che fornisce un'approssimazione dell'andamento dei prezzi interni) e il deflatore delle importazioni (un indicatore che fornisce un'approssimazione degli andamenti dei prezzi esteri) mostra che quest'ultimo è stato generalmente più modesto e ha subito un calo più netto fra i periodi prima e dopo la crisi (l'aumento medio del deflatore del PIL è sceso dal 2,0 per cento all'1,1 per cento, mentre quello del deflatore delle importazioni è sceso dall'1,8 per cento allo 0,6 per cento)⁴⁶. Di conseguenza, la contenuta crescita dei costi esteri ha verosimilmente frenato maggiormente l'inflazione dei beni industriali non energetici rispetto a quella dei servizi. Ciò può contribuire a spiegare il motivo per cui l'inflazione dei beni industriali non energetici si è attestata in media solo allo 0,5 per cento nel periodo successivo alla crisi. Tuttavia tali andamenti hanno contribuito ad ampliare, piuttosto che ad attenuare, il divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni industriali non energetici. Questo suggerisce che i fattori alla base del minore divario provenivano prevalentemente dal lato del settore dei servizi.

Un altro fattore generale che potrebbe aver operato diffusamente dal lato dei servizi è l'evoluzione dei prezzi amministrati al netto della componente alimentare ed energetica. La maggior parte di questi prezzi amministrati di solito fanno parte delle voci della componente dei servizi dello IAPC, piuttosto che della componente dei beni industriali non energetici. Il tasso di crescita medio dei prezzi amministrati al netto della componente alimentare ed energetica, più basso nel periodo successivo alla crisi, ha pertanto contribuito alla riduzione del divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni (la media della crescita dei prezzi amministrati si è attestata intorno all'1,7 per cento a partire dal 2009, in confronto alla media del 2,0 per cento registrata durante il periodo dal 2001 al 2008)⁴⁷.

Nel complesso, la riduzione del divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni contribuisce a spiegare la minore inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. La riduzione nel divario sembra aver ampiamente riflesso la diminuzione relativamente elevata della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore dei servizi, che ne ha frenato l'inflazione. I servizi hanno contribuito per 0,37 punti percentuali al calo di 0,5 punti percentuali nella media dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, dall'1,6 per cento del periodo pre-crisi all'1,1 per cento nel periodo a partire dal 2009. Tuttavia, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari sarebbe ulteriormente diminuita se il peso della componente dei servizi non fosse

⁴⁵ Tali stime si basano sulle tavole di input-output dell'Eurostat, che forniscono una scomposizione per settori sulla base di consumi privati e importazioni di beni di consumo finali e servizi per gli anni dal 2005 al 2017. Il rapporto fra il contenuto di importazioni dei due settori sarebbe probabilmente più modesto se fosse incluso il contenuto di importazioni indirette, che rappresenta gli input intermedi importati utilizzati per la produzione di beni e servizi interni, poiché esso tende a essere maggiore per i servizi rispetto ai beni.

⁴⁶ Gli andamenti del tasso di cambio effettivo dell'euro non sostengono la riduzione del divario inflazionistico poiché, nel complesso, nel secondo periodo si è assistito a un deprezzamento del tasso di cambio, nonostante tale periodo sia stato segnato, come il primo, da ampie fluttuazioni nel tasso di cambio dell'euro. Analogamente, i prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari sono aumentati in media dell'1,1 per cento dal 2009, mentre sono diminuiti in media dello 0,3 per cento nel periodo dal 2006 al 2008 (non sono disponibili i dati per il periodo precedente al 2006).

⁴⁷ L'impatto delle variazioni nell'imposizione indiretta è stato simile sia sull'inflazione dei servizi sia su quella dei beni industriali non energetici.

cambiato. Mentre il calo dell'inflazione fra i due periodi è stato più netto per i servizi rispetto ai beni non energetici, la media del tasso di inflazione per i servizi si è mantenuta visibilmente più elevata. La crescita del peso dei servizi nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, da una media del 57 per cento nel periodo dal 1999 al 2008 a una media del 61 per cento nel periodo dal 2009 al 2019, ha pertanto conferito maggiore importanza al più elevato tasso di inflazione dei servizi negli andamenti dell'inflazione di fondo.

6 Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019

a cura di Nico Zorell

Il 5 giugno 2019 la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni annuali per le politiche degli Stati membri dell'UE elaborate nell'ambito del Semestre europeo. Il Semestre europeo costituisce il ciclo annuale di coordinamento delle politiche dell'UE. A tale riguardo, le raccomandazioni specifiche per paese sono una fonte di indicazioni per gli Stati membri nel definire le loro politiche economiche e di bilancio per l'anno successivo. Il presente riquadro esamina tutte le raccomandazioni rivolte ai paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di quelle relative alle politiche di bilancio⁴⁸.

Le raccomandazioni relative al 2019 sollecitano gli Stati membri a rafforzare la capacità di tenuta e il potenziale di crescita delle loro economie. L'attuazione di riforme strutturali ben concepite è fondamentale al fine di ridurre le vulnerabilità dei paesi dell'area dell'euro, consentendo loro di resistere meglio agli shock economici⁴⁹. Le riforme sono inoltre necessarie per far fronte alle sfide strutturali che attendono i paesi dell'area, tra cui quella della digitalizzazione e dei cambiamenti demografici.

Le raccomandazioni specifiche per paese per il 2019 riguardano le politiche strutturali e quelle concernenti il mercato del lavoro, la pubblica amministrazione e il settore finanziario. Secondo la classificazione della Commissione, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro è stata destinataria di raccomandazioni relative a ognuna delle macro-aree di intervento esaminate (cfr. grafico A). Il numero di paesi che hanno ricevuto raccomandazioni rientranti nella categoria "amministrazione pubblica e contesto imprenditoriale" è rimasto sostanzialmente stabile. Tuttavia, in questa categoria quest'anno è aumentato il numero di paesi ai quali sono state rivolte raccomandazioni relative al contesto imprenditoriale e al sistema giudiziario, fattore che appare giustificato dall'importanza della qualità delle istituzioni ai fini della capacità di tenuta e della crescita nel lungo termine⁵⁰. Come nel 2018, la categoria "mercato del lavoro, istruzione e politiche sociali" resta prioritaria e, al suo interno, hanno acquisito importanza le raccomandazioni concernenti le qualifiche e la formazione continua dei lavoratori, di riflesso alle sfide sempre più impegnative poste dalla digitalizzazione. Per contro, solo pochi paesi hanno ricevuto raccomandazioni relative alla contrattazione salariale. Per quanto le condizioni economiche favorevoli abbiano comportato una riduzione dei tassi di disoccupazione negli ultimi anni, gli

⁴⁸ Per maggiori informazioni sulle raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio per il 2019, cfr. il riquadro *Priorità per le politiche di bilancio previste dal Semestre europeo 2019* in questo numero del *Bollettino*.

⁴⁹ Cfr. Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N., "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, giugno 2018.

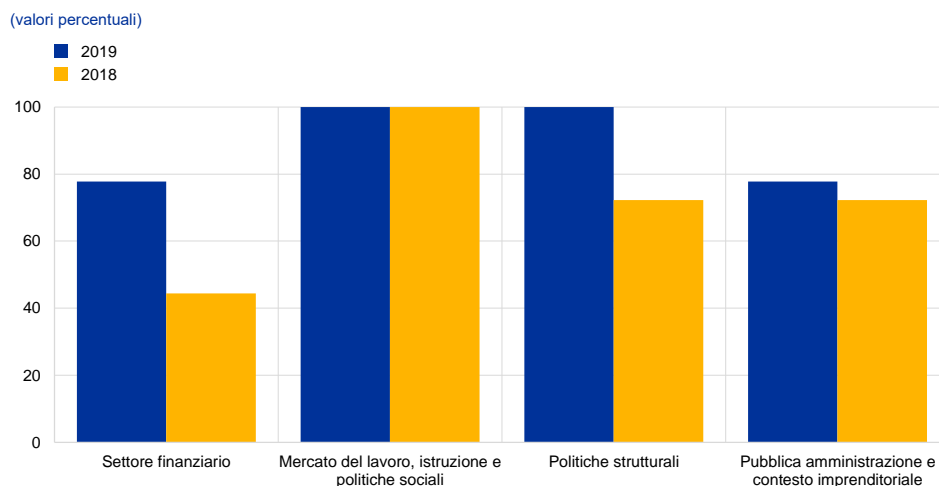
⁵⁰ Cfr. Masuch et al., op. cit., capitolo 5.

effetti negativi della scarsa adattabilità del mercato del lavoro in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbero diventare più evidenti al variare del ciclo economico.

Complessivamente, le raccomandazioni specifiche per paese per il 2019 pongono maggiore enfasi sulle politiche strutturali volte a incrementare gli investimenti e su quelle riguardanti il sistema finanziario. Rispetto allo scorso anno, nel 2019 tutti i paesi dell'area dell'euro hanno ricevuto almeno una raccomandazione relativa alla categoria "politiche strutturali" individuata dalla Commissione, nella quale rientrano, fra l'altro, il quadro normativo, la concorrenza, le industrie di rete, la ricerca e l'innovazione. Ciò riflette in parte l'attenzione data, nell'elaborare il pacchetto delle raccomandazioni, all'identificazione di fattori di rallentamento degli investimenti strutturali. Tale attenzione deve essere considerata nel più ampio contesto delle iniziative adottate dalla Commissione per rafforzare il collegamento tra il Semestre europeo e il bilancio dell'UE, in particolare per quanto concerne i fondi di coesione. Anche il numero di paesi destinatari di raccomandazioni concernenti il "settore finanziario" è cresciuto nel 2019, trainato in parte dalle raccomandazioni relative al mercato dell'edilizia residenziale. Specificamente, le raccomandazioni esortano diversi Stati membri in cui si evidenzia una crescita vivace dei prezzi delle abitazioni a ridurre le strozzature nell'offerta e le distorsioni del mercato, allo scopo di prevenire l'accumularsi di vulnerabilità.

Grafico A

Percentuale dei paesi dell'area dell'euro destinatari di raccomandazioni specifiche ripartite per macro-area di intervento



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle raccomandazioni formulate nel 2018 e nel 2019.

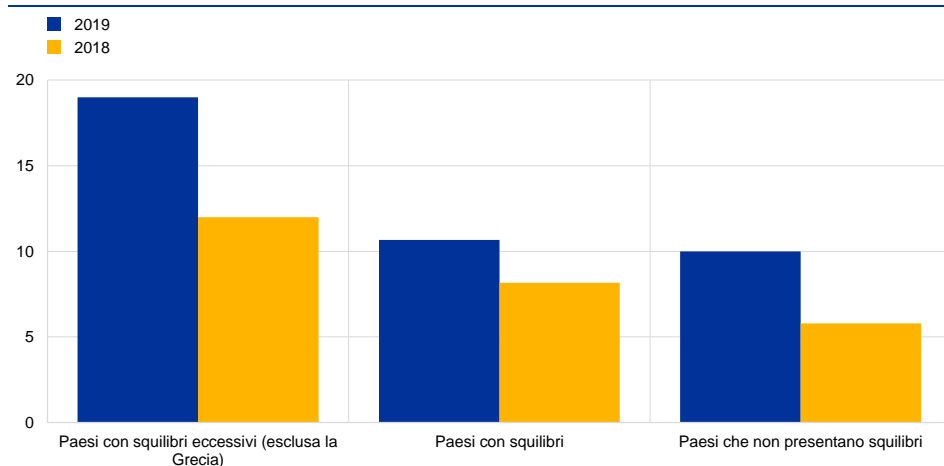
Note: il grafico mostra la percentuale di paesi dell'area dell'euro destinatari di raccomandazioni specifiche ripartite per macro-area di intervento, sulla base della classificazione della Commissione europea. Le politiche relative al "settore finanziario" riguardano i servizi finanziari, il mercato dell'edilizia residenziale, l'accesso ai finanziamenti e l'indebitamento del settore privato; la macro-area "mercato del lavoro, istruzione e politiche sociali" comprende la tutela del rapporto di lavoro, le politiche attive per il mercato del lavoro, la contrattazione salariale, la formazione continua e l'assistenza sanitaria; nelle "politiche strutturali" rientrano la ricerca e l'innovazione, la concorrenza, il quadro normativo e le industrie di rete; la categoria "pubblica amministrazione e contesto imprenditoriale" comprende le politiche riguardanti il contesto imprenditoriale, la giustizia civile e le misure volte al contrasto della corruzione. Non sono invece incluse le politiche concernenti le finanze pubbliche e l'imposizione fiscale. Ai fini della comparabilità nel tempo, nel grafico non sono compresi i dati relativi alla Grecia, che nel 2018 non ha ricevuto alcuna raccomandazione in quanto soggetta a un programma di aggiustamento economico. Essa è oggetto di sorveglianza rafforzata dall'agosto del 2018 ed è pertanto attualmente inclusa nel Semestre europeo.

Complessivamente, le raccomandazioni specifiche rivolte a paesi con squilibri macroeconomici eccessivi riguardano uno spettro di aree di intervento più

ampio rispetto ad altri paesi⁵¹. Il grafico B mostra il numero medio di aree di intervento interessate dalle raccomandazioni nei tre gruppi di paesi dell'area dell'euro, corrispondenti alla valutazione della Commissione circa la presenza di squilibri, di squilibri eccessivi o l'assenza di squilibri⁵². L'analisi della Commissione indica che il numero medio di aree di intervento per i paesi con squilibri eccessivi è superiore a quello degli altri paesi dell'area e che tale divario si è ampliato rispetto al 2018.

Grafico B

Numero medio di aree di intervento oggetto di raccomandazioni nei diversi gruppi di paesi



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle raccomandazioni formulate nel 2018 e nel 2019.

Note: il grafico mostra il numero medio di aree di intervento oggetto di raccomandazioni nei vari gruppi di paesi, in base alla mappatura disaggregata delle raccomandazioni stesse elaborata dalla Commissione che suddivide queste ultime in 26 aree di intervento (come "mercato degli immobili residenziali", "ricerca e innovazione" e "giustizia civile"). Non sono invece incluse le raccomandazioni in materia di finanza pubblica e imposizione fiscale. I gruppi di paesi sono basati sulla valutazione svolta dalla Commissione nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici dell'UE (PSM). La composizione dei gruppi è rimasta stabile nel 2018 e nel 2019. Ai fini della comparabilità nel tempo, nel grafico non sono compresi i dati relativi alla Grecia, che nel 2018 non ha ricevuto alcuna raccomandazione in quanto soggetta a un programma di aggiustamento economico. Essa è oggetto di sorveglianza rafforzata dall'agosto del 2018 ed è pertanto attualmente inclusa nel Semestre europeo.

Il persistente scarso livello di attuazione degli interventi previsti dalle raccomandazioni da parte degli Stati membri, anche quelli che presentano squilibri eccessivi, resta una sfida

⁵³. A febbraio 2019 la Commissione europea ha concluso che nessuna delle raccomandazioni rivolte ai paesi dell'area dell'euro nel 2018 era stata "pienamente" attuata. Sono stati riscontrati "notevoli" progressi soltanto nel 5 per cento delle raccomandazioni. Al restante 95 per cento non è stata data attuazione o, nel migliore dei casi, vi sono stati "alcuni" progressi. Il tasso di

⁵¹ Ai sensi del [Regolamento \(UE\) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici](#), con il termine "squilibri" si intende ogni tendenza che possa determinare sviluppi macroeconomici che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione. Con il termine "squilibri eccessivi" si intendono squilibri gravi, compresi quelli che mettono o potrebbero mettere a rischio il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

⁵² La procedura per gli squilibri macroeconomici prevede tre possibili esiti: "nessuno squilibrio", "squilibri" o "squilibri eccessivi". Nel caso in cui la Commissione europea rilevi degli squilibri, il paese interessato riceve raccomandazioni volte a farvi fronte. Quando gli squilibri rilevati sono ritenuti tanto gravi da essere definiti "eccessivi", la Commissione può adottare ulteriori misure raccomandando al Consiglio di attivare l'apposita procedura.

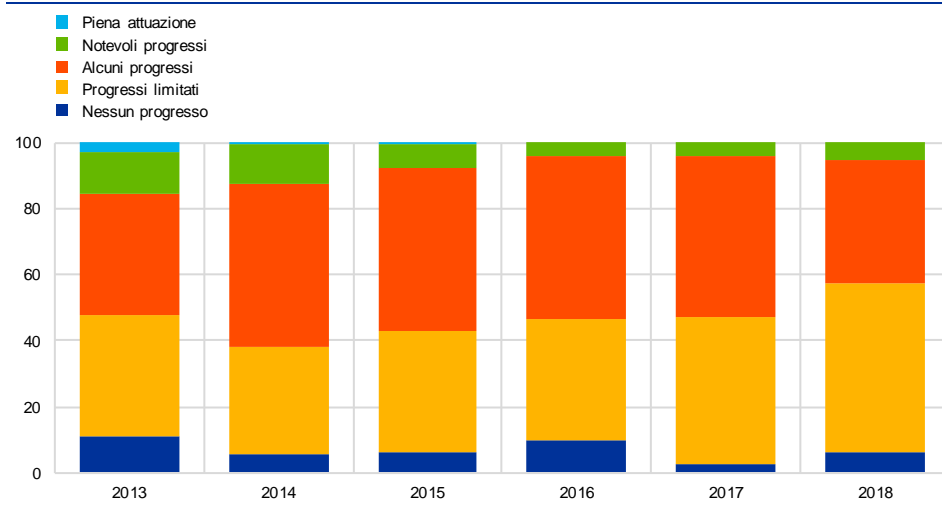
⁵³ Per maggiori dettagli cfr. il riquadro dal titolo [La valutazione della Commissione europea per il 2019 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme](#), nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

attuazione delle raccomandazioni ha quindi continuato a peggiorare, in linea con la tendenza osservata negli ultimi anni (cfr. grafico C). Inoltre, i paesi che presentano squilibri eccessivi non sembrano aver adottato ulteriori misure decisive per accelerare l'attuazione delle raccomandazioni.

Per poter fruire appieno dei benefici derivanti dalle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, le altre politiche devono contribuire in modo più decisivo a incrementare il potenziale di crescita a più lungo termine e a ridurre le vulnerabilità. In particolare, la realizzazione delle riforme strutturali deve essere sostanzialmente accelerata e in questo senso le raccomandazioni formulate per il 2019 devono rappresentare un punto di riferimento. Se le raccomandazioni forniscono indicazioni importanti per tutti i paesi, il meccanismo correttivo della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) potrebbe offrire un contesto ben definito all'interno del quale assistere soprattutto i paesi più vulnerabili. Inoltre, una più rigorosa definizione delle priorità tra le raccomandazioni specifiche sulla base della loro rilevanza sotto il profilo macroeconomico potrebbe incoraggiare il rispetto della PSM contribuendo anche a incentivare i paesi a fare propria la responsabilità delle riforme strutturali. Se opportunamente concepiti e attuati, gli strumenti a disposizione dell'UE per offrire sostegno finanziario e competenze tecniche ai fini della realizzazione di importanti riforme strutturali potrebbero anche contribuire a fornire gli incentivi giusti per tali riforme e per lo sviluppo di un senso di appropriazione di queste ultime a livello nazionale.

Grafico C

Attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese nel periodo 2013-2018 nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle relazioni specifiche per paese della Commissione europea.

Note: il grafico mostra l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese (non concernenti le politiche di bilancio) per l'anno specificato, in base alla valutazione espressa dalla Commissione europea nella tabella di sintesi contenuta nella relazione specifica per ciascuno Stato membro pubblicata l'anno successivo. "Piena attuazione" indica che lo Stato membro ha attuato tutte le misure necessarie a dare applicazione in modo adeguato alla raccomandazione; "notevoli progressi" significa che lo Stato membro ha adottato dei provvedimenti che contribuiscono in misura importante a rispondere alla raccomandazione e che tali misure sono state in gran parte attuate; "alcuni progressi" indica che lo Stato membro ha adottato alcune misure che danno parziale attuazione alla raccomandazione e/o ha adottato misure che applicano la raccomandazione ma deve impegnarsi ulteriormente in quanto solo alcune di tali misure sono state attuate; "progressi limitati" implica che lo Stato membro ha annunciato alcune misure, ma che queste rispondono alla raccomandazione ricevuta in misura solo limitata e/o che ha presentato atti non legislativi, ma senza darvi ulteriore seguito in termini di attuazione; e "nessun progresso" indica che lo Stato membro non ha annunciato in modo credibile né adottato alcuna misura per dare seguito alla raccomandazione ricevuta.

Priorità per le politiche di bilancio formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019

a cura di Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger

Il 5 giugno la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni per gli Stati membri dell'UE contenute nel pacchetto di primavera 2019 del Semestre europeo. Il pacchetto comprende raccomandazioni specifiche per paese in materia di politica economica e di bilancio per tutti gli Stati membri dell'UE per il 2020⁵⁴, oltre a raccomandazioni sull'applicazione del Patto di stabilità e crescita (PSC) per alcuni paesi⁵⁵. In materia di politiche di bilancio, le raccomandazioni si basano sulle previsioni di primavera 2019 della Commissione e sulla valutazione, da parte di quest'ultima, dei quadri programmatici dei paesi definiti negli aggiornamenti ai programmi di stabilità e convergenza pubblicati ad aprile. Il presente riquadro esamina le raccomandazioni relative alle politiche di bilancio rivolte ai paesi dell'area dell'euro. L'analisi mostra che per i paesi caratterizzati da elevati livelli di debito rimane una priorità costituire margini di bilancio per rafforzare la capacità di assorbimento degli effetti di rallentamenti congiunturali. Nel contempo, i paesi che hanno conseguito posizioni di bilancio solide potrebbero utilizzare parte dei margini per finanziare interventi volti a sostenere la crescita economica.

Il pacchetto di primavera 2019 conferma la tendenza verso una significativa divergenza delle posizioni di bilancio fra i vari paesi. Secondo le previsioni di primavera 2019 della Commissione europea, all'inizio dell'anno sette paesi dell'area dell'euro hanno conseguito solide posizioni di bilancio, prossime o più ambiziose di quelle coerenti con gli obiettivi di bilancio di medio termine (OMT, cfr. grafico A). Ciò contribuisce a ridurre il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, fornisce margini di manovra per l'adozione di misure volte a incrementare la crescita del prodotto potenziale e rafforza la capacità di attenuare gli effetti sulle finanze pubbliche di un possibile futuro rallentamento. Al tempo stesso diversi paesi sono ancora piuttosto lontani dai loro OMT, in particolare quelli il cui rapporto tra debito pubblico e PIL supera il 90 per cento; tali paesi restano quindi vulnerabili a potenziali rallentamenti economici e alla volatilità sui mercati finanziari.

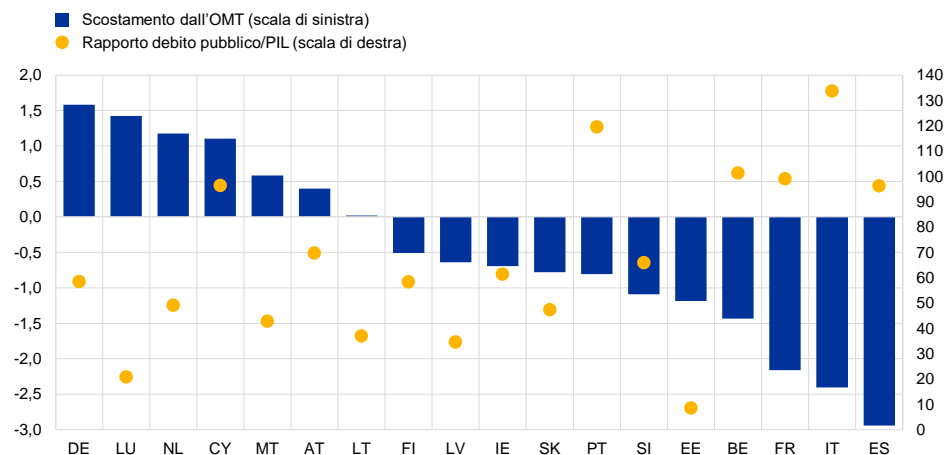
⁵⁴ Cfr. anche il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019* in questo numero del Bollettino.

⁵⁵ Le raccomandazioni specifiche per paese sono state messe a punto e adottate dal Consiglio per gli affari economici e finanziari il 9 luglio.

Grafico A

Scostamento dagli OMT e livelli di debito pubblico nel 2019

(in percentuale del PIL)



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

Note: lo scostamento dall'OMT viene misurato come la differenza tra il bilancio strutturale e l'obiettivo stesso. Nei casi in cui lo scostamento dagli OMT non supera lo 0,25 per cento del PIL si ritiene che gli obiettivi siano stati raggiunti (cfr. anche l'edizione del 2019 del *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* della Commissione europea). Nel grafico non è compresa la Grecia, che non ha un OMT per il 2019. Tuttavia, a seguito della sua uscita dal programma di aggiustamento economico, essa ha definito un obiettivo per il triennio 2020-2022.

Nella maggior parte dei casi, lo scostamento dall'OMT nei paesi con elevati livelli di debito pubblico riflette i progressi, nel complesso limitati, realizzati negli ultimi anni in termini di consolidamento.

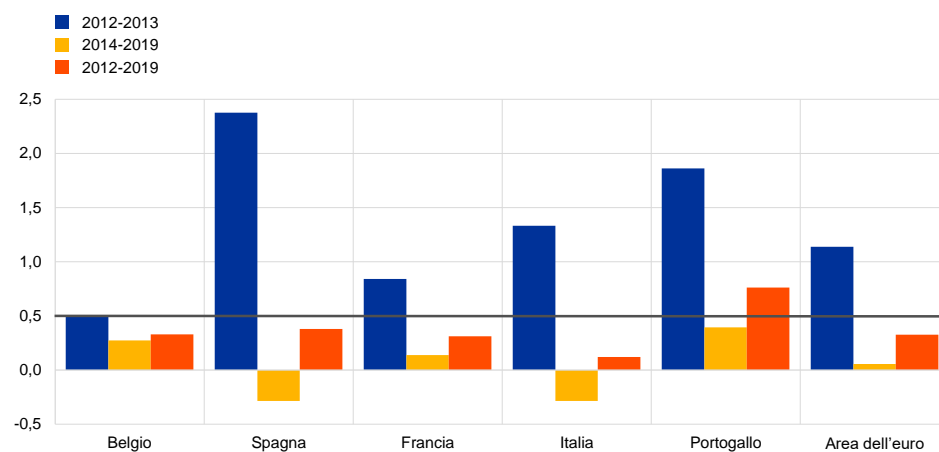
Come mostra il grafico B, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro con un debito pubblico superiore al 90 per cento del PIL ha realizzato, nel biennio 2012-2013, considerevoli aggiustamenti di bilancio, misurati in termini di variazione del saldo strutturale. Tale indicatore comprende i saldi di bilancio al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee. Per alcuni paesi caratterizzati da elevati livelli di debito pubblico, le correzioni hanno ecceduto i requisiti previsti dal PSC, in parte per l'effetto delle pressioni sui mercati finanziari. In seguito, nel periodo 2014-2019 gli aggiustamenti di bilancio hanno subito un considerevole rallentamento. Essi sono rimasti al di sotto del requisito di riferimento pari allo 0,5 per cento del PIL previsto dal PSC in tutti questi paesi ad eccezione del Portogallo, il paese più prossimo al proprio OMT all'interno di questo gruppo (cfr. grafico A)⁵⁶. Viceversa, le posizioni di bilancio strutturali della Spagna e dell'Italia hanno registrato un peggioramento negli ultimi anni, con un conseguente ampliamento del divario rispetto ai rispettivi OMT. Inoltre, il miglioramento complessivamente contenuto dei saldi strutturali negli anni recenti tende ad amplificare gli sforzi effettivamente profusi da parte dei governi, in quanto sia la riduzione della spesa per interessi in percentuale del PIL sia l'aumento delle entrate superiore alle attese derivante da incrementi del gettito durante la passata fase espansiva del ciclo, hanno contribuito all'andamento favorevole dei saldi strutturali.

⁵⁶ Alcuni paesi hanno aggiornato i loro OMT sulla base dei programmi di stabilità e di convergenza per il 2019. Il Lussemburgo ha aumentato il proprio OMT per il 2020 di un punto percentuale, mentre quello dell'Italia è stato incrementato di 0,5 punti percentuali. Al contrario, Portogallo, Slovenia e Slovacchia hanno ridotto i loro obiettivi per il 2020.

Grafico B

Variazioni nei saldi strutturali dei paesi che non hanno raggiunto i loro OMT e con debito superiore al 90 per cento del PIL

(in percentuale del PIL)



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

Note: la linea orizzontale indica il requisito di riferimento previsto dal PSC relativamente al miglioramento annuale del saldo strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL. Nel grafico non è compresa la Grecia, che non ha definito un OMT per il periodo in esame.

Pur definendo priorità di bilancio per il 2020 eterogenee tra paesi, tutte le raccomandazioni sottolineano la necessità di realizzare una composizione del bilancio pubblico più favorevole alla crescita. Ai paesi che non hanno ancora raggiunto i loro OMT viene raccomandato di allineare gli sforzi di bilancio ai requisiti previsti dal PSC. Tale indicazione è coerente con la necessità, per i paesi con elevati livelli di debito e squilibri di bilancio pregressi, di costituire margini di bilancio che consentano una assorbire gli effetti di shock avversi all'economia. Tuttavia, ciò richiederebbe ulteriori importanti misure di bilancio correttive da parte di tali paesi (cfr. grafico C). Data la natura asimmetrica del PSC, i paesi che hanno raggiunto i propri OMT non ricevono alcuna raccomandazione in merito all'utilizzo dei margini di manovra accantonati nel rispetto delle sue regole. La Germania, rispettando il suo OMT, ha ricevuto la raccomandazione di utilizzare le politiche strutturali e di bilancio per stimolare gli investimenti pubblici e privati, indicazione coerente con le intenzioni del Governo. I paesi che dispongono di margini di bilancio potrebbero utilizzarli in parte per sostenere la crescita economica. Inoltre, le raccomandazioni in genere sottolineano la necessità di una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita del prodotto potenziale, ad esempio attraverso il miglioramento della qualità degli investimenti in infrastrutture e istruzione, tenendo conto delle differenti esigenze dei vari paesi.

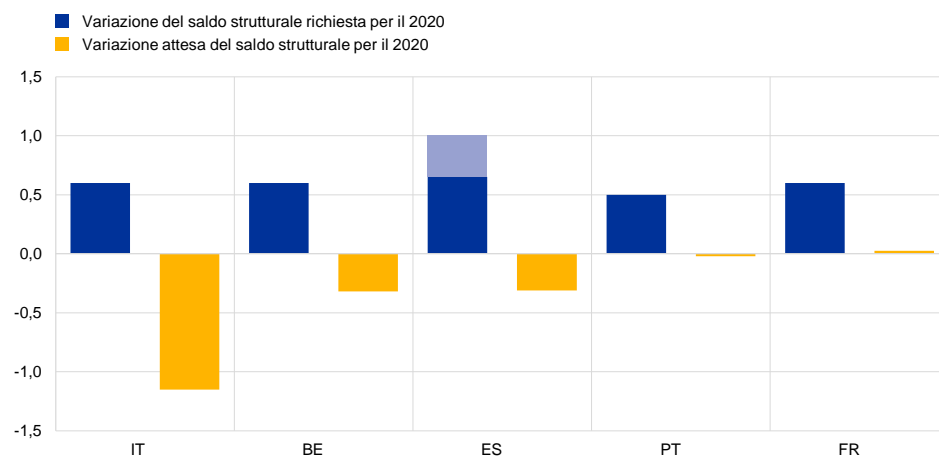
Il 5 giugno 2019 la Commissione europea ha pubblicato anche le raccomandazioni relative all'attuazione del PSC per alcuni paesi dell'area dell'euro. La Commissione ha adottato le relazioni concernenti Belgio, Francia, Italia e Cipro conformemente all'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, nelle quali essa valuta per tali paesi la conformità ai criteri del disavanzo e del debito previsti dal Trattato. Secondo le conclusioni della relazione sul Belgio, nella congiuntura attuale non è possibile stabilire con chiarezza se venga rispettato il criterio del debito, soprattutto per via dell'incertezza legata alla misura

per cui l'incremento del gettito legato alle imposte sui redditi delle società registrato nel 2017 e nel 2018 possa essere ritenuto di natura strutturale. Per la Francia la relazione ha concluso che i criteri del disavanzo e del debito siano attualmente rispettati. Nel caso dell'Italia, la relazione ha concluso che fosse giustificato l'avvio di una procedura per disavanzi eccessivi (PDE) per violazione del criterio del debito, dopo aver valutato tutti i fattori rilevanti e, in particolare, il mancato rispetto della parte preventiva del PSC nel 2018, il rischio di una deviazione significativa nel 2019 e una stima dell'indebitamento netto superiore al 3 per cento del PIL nel 2020. Il 3 luglio 2019 la Commissione ha concluso che una PDE non fosse più giustificata in quella fase, tenendo conto dell'approvazione del disegno di legge di assestamento di bilancio per il 2019 nonché del decreto legge adottato dal Governo italiano il 1° luglio, che ha garantito un ulteriore sforzo strutturale pari allo 0,45 per cento del PIL nel 2019. Sulla base di tali informazioni la Commissione ha ritenuto che nel 2019 l'Italia fosse sostanzialmente conforme ai requisiti contenuti nella parte preventiva del PSC. La Commissione ha altresì dichiarato che nel corso del 2019 monitorerà l'esecuzione delle politiche di bilancio, così come riviste, e valuterà la conformità al PSC dei progetti del documento programmatico di bilancio del prossimo autunno. Quanto a Cipro, la Commissione non ritiene opportuno compiere ulteriori passi mirati ad adottare una decisione circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo, nonostante il disavanzo abbia superato la soglia del 3 per cento del PIL nel 2018 per via del sostegno temporaneo fornito al settore finanziario. Tale posizione è motivata dal fatto che Cipro ha pienamente raggiunto il suo OMT per il 2018, superandolo, e, secondo le proiezioni, sarà pienamente conforme ai requisiti del PSC nel 2019 e nel 2020. Infine, la Commissione ha raccomandato di abrogare la PDE avviata nei confronti della Spagna, alla luce dell'esito del bilancio del 2018 e il Consiglio per gli affari economici e finanziari ha adottato la relativa decisione il 14 giugno 2019.

Grafico C

Requisiti di aggiustamento previsti per il 2020 nell'ambito del PSC per i paesi dell'area dell'euro che non hanno raggiunto i loro OMT

(in punti percentuali del PIL)



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

Note: i requisiti di impegno strutturale per ogni anno sono sanciti dalle raccomandazioni specifiche per paese. Per il 2020, sono quantificati nelle raccomandazioni relative alle politiche di bilancio formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019. L'area azzurro chiaro all'interno dell'istogramma relativo alla Spagna riflette il fatto che il requisito di aggiustamento concordato è inferiore a quello previsto nella matrice del meccanismo preventivo. Le previsioni della Commissione per il 2020 si basano sull'"ipotesi di politiche invariate", dal momento che non sono ancora disponibili i bilanci nazionali per tale anno.

In prospettiva, la prossima revisione delle modifiche del quadro normativo di bilancio dell'UE concepita nel corso della crisi economica e finanziaria (i cosiddetti pacchetti legislativi “two-pack” e “six-pack”) dovrebbe avere lo scopo di incrementare gli incentivi volti alla costituzione di margini di bilancio in periodi di congiuntura economica favorevole. Innanzitutto sarebbe utile rivedere la procedura per i disavanzi eccessivi al fine di promuovere meglio il soddisfacimento dei requisiti di aggiustamento strutturale (piuttosto che nominale) previsti dal meccanismo correttivo del PSC. In secondo luogo, occorrerebbe migliorare l'efficacia della regola sul debito ai fini della riduzione del debito pubblico verso livelli che favoriscano la solidità delle finanze pubbliche, rafforzando quindi l'importanza del rapporto fra debito e PIL quale caposaldo del quadro normativo in materia di bilancio. In terzo luogo, ai fini della credibilità dell'esercizio di sorveglianza di bilancio in questo ambito è importante accrescere la prevedibilità in modo tale da consentire di giungere a conclusioni più chiare circa il rispetto delle norme. In tale contesto, sarebbe auspicabile rivedere la valutazione di conformità ai requisiti del meccanismo preventivo del PSC. Ciò comprende situazioni in cui il rispetto dei requisiti di aggiustamento previsti dalla regola della spesa⁵⁷ e l'approccio basato sul saldo strutturale producono indicazioni contrastanti.

⁵⁷ La regola della spesa si basa sulla spesa aggregata al netto della spesa per interessi, della spesa per programmi dell'UE che sia pienamente compensata da entrate derivanti da fondi dell'UE e di elementi ciclici legati alla spesa per sussidi di disoccupazione (per maggiori informazioni cfr. l'edizione del 2019 del *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* della Commissione europea). I paesi che non hanno ancora raggiunto i loro OMT devono assicurare che la spesa aggregata cresca a un tasso inferiore al tasso di riferimento pluriennale della crescita del prodotto potenziale. A qualsiasi incremento della spesa aggregata che ecceda tale tasso di riferimento devono corrispondere misure discrezionali dal lato delle entrate che garantiscano un gettito fiscale aggiuntivo.

Articoli

1 La partecipazione alle catene globali del valore e la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione

a cura di Georgios Georgiadis e Johannes Gräßl

Numerose ricerche indicano che nel corso degli ultimi decenni i prezzi all'importazione nelle economie avanzate sono diventati meno sensibili alle oscillazioni del tasso di cambio. Tali oscillazioni si tradurrebbero in variazioni più contenute dei prezzi e dei volumi dell'interscambio, e di conseguenza i tassi di cambio inciderebbero in misura minore anche sulla trasmissione degli shock interni e internazionali, elemento che rileva notevolmente ai fini della politica monetaria e del modo in cui essa si trasmette all'economia. Il presente articolo suggerisce che la verosimile riduzione della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione sia in parte dovuta a una crescita delle catene globali del valore. La produzione si basa sempre di più su beni intermedi importati e ciò rende i costi di produzione e quindi i prezzi all'esportazione più sensibili alle variazioni del tasso di cambio. D'altro canto, tale effetto compensa in misura crescente anche le variazioni dei prezzi all'importazione dovute alle oscillazioni del tasso di cambio. È possibile quindi che l'esistenza di legami produttivi internazionali amplifichi la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione, ma nel contempo freni la trasmissione ai prezzi all'importazione.

1 Introduzione

La misura in cui le variazioni del tasso di cambio si trasmettono ai prezzi all'importazione è comunemente indicata come “trasmissione del tasso di cambio” ai prezzi all'importazione. Ipotizzando una certa rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta dell'esportatore, o addirittura che si tratti di prezzi fissi, un deprezzamento della valuta dell'importatore determinerà un aumento dei prezzi all'importazione in tale valuta. Tuttavia, la misura in cui i prezzi all'importazione espressi in valuta locale si modificano a seguito di una data oscillazione del tasso di cambio può variare. L'entità di tale reazione definisce il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione. Comprendere e valutare questo meccanismo di trasmissione è fondamentale per monitorare e prevedere l'inflazione interna e, di conseguenza, per calibrare la politica monetaria.

Nell'arco degli ultimi decenni una caratteristica rilevante delle economie avanzate è stata la verosimile riduzione della trasmissione del tasso di cambio

ai prezzi all'importazione⁵⁸. Un'ampia gamma di stime segnala un'attenuazione della sensibilità dei prezzi all'importazione alle oscillazioni del tasso di cambio effettivo nominale in molte economie avanzate a partire dalla fine degli anni '90.

Un altro aspetto sorprendente dell'economia mondiale degli ultimi decenni è l'espansione delle catene globali del valore. La crescente dispersione delle fasi produttive è riconducibile a diversi fattori. Il calo dei costi di trasporti e logistica ha consentito alle imprese di trarre beneficio, attraverso l'internazionalizzazione delle catene di approvvigionamento, dagli ampi divari salariali che esistono fra le economie avanzate ed emergenti. I progressi nelle telecomunicazioni e nelle tecnologie informatiche a loro volta hanno reso possibile la gestione a distanza del complesso coordinamento dei processi produttivi⁵⁹. Inoltre, l'adozione negli ultimi decenni di politiche di liberalizzazione dei flussi commerciali ha creato un contesto propizio all'affermarsi di catene produttive globalizzate.

La frammentazione delle catene produttive su diversi paesi si è accompagnata a un aumento degli scambi di beni intermedi. La dispersione regionale delle attività di ricerca e sviluppo condotte per l'iPod, della fabbricazione dei suoi componenti e dell'assemblaggio, nonché la vendita e la distribuzione di tale prodotto nei mercati locali, rappresenta un tipico esempio di frammentazione della catena produttiva⁶⁰. Un altro esempio è il ruolo svolto dalla Germania come di punto di snodo regionale di quella che viene chiamata "Factory Europe" (Fabbrica Europa). Una conseguenza della frammentazione delle catene produttive a livello mondiale è l'aumento continuo (perlomeno fino allo scoppio della crisi finanziaria) della quota di interscambio ascrivibile ai beni intermedi rispetto a quella dei beni finali. Il commercio di beni e servizi intermedi rappresenta oggi una parte assai cospicua dei flussi commerciali totali di beni e servizi⁶¹.

Le catene globali del valore possono influire su un'ampia gamma di aspetti economici. Vari studi hanno affrontato il tema degli effetti delle catene globali del valore esaminando la crescente frammentazione della produzione fra vari paesi. Sulla base di tavole di input-output di recente predisposizione, diversi studi hanno elaborato dei metodi per misurare il commercio in termini di valore aggiunto e

⁵⁸ Cfr. Campa, J. e Goldberg, L., "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n. 4, 2005, pagg. 679-690; Marazzi, M., Sheets, N., Vigfusson, R., Faust, J., Gagnon, J., Marquez, J., Martin, R., Reeve, T. e Rogers, J., "Exchange-Rate Pass-through to U.S. Import Prices: Some New Evidence" *International Finance Discussion Paper*, n. 833, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005; Ihrig, J., Marazzi, M. e Rothenberg, A., "Exchange-rate Pass-Through in the G-7 Countries," *International Finance Discussion Paper*, n. 851, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2006; Sekine, T., "Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries," *Working Paper della BRI*, n. 202, 2006; e l'articolo [L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro](#), nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

⁵⁹ Cfr., ad esempio, Baldwin, R., "Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going", in Elms, D. e Low, P. (a cura di), "Global value chains in a changing world", Segretariato dell'OMC, 2013, pagg. 13-59 e *World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (UNCTAD), 2013.

⁶⁰ Cfr. Dedrick, J., Kraemer, K. e Linden, G., "Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A study of the iPod and notebook PCs", *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, n. 1, 2010, pagg. 81-116.

⁶¹ Secondo una delle stime esaminate, i beni intermedi corrispondono, rispettivamente, al 56 e al 73 per cento dei flussi commerciali totali di beni e servizi, cfr. Miroudot, S., Lanz, R. e Ragoussis, A., "Trade in Intermediate Goods and Services", *OECD Trade Policy Papers*, n. 93, OCSE, 2009.

l'integrazione di una data economia e dei singoli settori nelle catene globali del valore⁶². Partendo da questi spunti, altri studi hanno analizzato le implicazioni economiche delle catene globali del valore. Sembra emergere, ad esempio, che la partecipazione alle catene globali del valore favorisca la crescita⁶³, amplifichi la trasmissione degli effetti delle misure di politica monetaria verso altri paesi⁶⁴, rafforzi le interconnessioni dal lato dell'offerta incrementando così la correlazione tra l'inflazione delle diverse economie⁶⁵, aumenti le disuguaglianze nella distribuzione del reddito di un'economia e accresca gli avanzi (ovvero riduca i disavanzi) di conto corrente⁶⁶.

Il presente articolo esamina il ruolo che la partecipazione alle catene globali del valore riveste nella trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione e all'esportazione⁶⁷. Il meccanismo ipotizzato si articola in due

componenti. La prima è che la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione applicati dai partner commerciali di una data economia si rafforzi per via del maggiore impiego di beni intermedi importati da quella stessa economia (ovvero per la loro maggiore partecipazione alle catene globali del valore). La seconda è che la maggiore trasmissione verso i prezzi all'esportazione applicati dai partner commerciali di un'economia indebolisca la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione.

Tale meccanismo può essere descritto in maniera più efficace ricorrendo a un esempio in cui il mondo è diviso in due sole economie: un'economia interna e una estera. Per semplicità si ipotizza che i prezzi all'esportazione siano fissi nella valuta del produttore e che i margini di profitto delle imprese siano costanti. La valuta dell'economia interna si deprezza nei confronti di quella dell'economia estera. Se non esistono catene globali del valore, nell'economia estera i costi di produzione non risultano influenzati dall'apprezzamento valutario nei confronti della valuta dell'economia interna, dal momento che tutti gli input intermedi impiegati nella produzione provengono dal mercato interno. Di conseguenza, la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione nell'economia estera è nulla. Nell'economia interna, peraltro, il medesimo apprezzamento della valuta

⁶² Cfr., ad esempio, Hummels, D., Ishii, J. e Yi, K.-M., "The nature and growth of vertical specialization in world trade", *Journal of International Economics*, vol. 54, n. 1, 2001, pagg. 75-96; Trefler, D. e Zhu, S.C., "The structure of factor content predictions", *Journal of International Economics*, vol. 82, n. 2, novembre 2010, pagg. 195-207; Johnson, R. e Noguera, G., "Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added", *Journal of International Economics*, vol. 86, n. 2, 2012, pagg. 224-236; oppure Koopman, R., Wang, Z. e Wei, S.-J., "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports", *American Economic Review*, vol. 104, n. 2, 2014, pagg. 459-94.

⁶³ Cfr. "Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains", *Policy Paper*, Fondo monetario internazionale, 2013.

⁶⁴ Cfr. Georgiadis, G., "Determinants of global spillovers from US monetary policy", *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, n. C, 2016, pagg. 41-61.

⁶⁵ Cfr. Bems, R. e Johnson, R., "Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n. 4, 2017, pagg. 45-90.

⁶⁶ Cfr. Brumm, J., Georgiadis, G., Gräß, J. e Trottnner, F., "Global Value Chain Participation and Current Account Imbalances", *Journal of International Money and Finance*, forthcoming; e Gunnella, V., Fidora, M. e Schmitz, M., "The impact of global value chains on the euro area economy", *Occasional Paper Series*, n. 221, BCE, 2019.

⁶⁷ Per maggiori dettagli cfr. Georgiadis, G., Gräß, J. e Khalil, M., "Global value chain participation and exchange rate pass-through", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione. Un meccanismo simile (sebbene la trattazione riguardi piuttosto l'elasticità dei volumi delle esportazioni) viene esaminato in Ahmed, S., Appendino, M. e Ruta, M., "Global value chains and the exchange rate elasticity of exports", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, n. 1, 2017, pagg. 1-24.

dell'economia estera implica un incremento dei prezzi all'importazione di pari entità, vale a dire che presso l'economia interna la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione è completa. Di conseguenza se la valuta dell'economia estera si apprezza del 10 per cento nei confronti della valuta dell'economia interna, i prezzi all'esportazione dell'economia estera rimangono invariati e i prezzi all'importazione nell'economia interna aumentano del 10 per cento.

In presenza di catene globali del valore gli effetti di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione cambiano. A fronte dell'integrazione nelle catene del valore, la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione nell'economia estera non è nulla, bensì positiva, mentre quella ai prezzi all'importazione nell'economia interna è inferiore a uno. Ad esempio, supponiamo che metà degli input impiegati nella produzione che fa capo all'economia estera sia importata dall'economia interna. Un apprezzamento del 10 per cento della valuta dell'economia estera implica una riduzione dei suoi costi di produzione pari al 5 per cento, permettendole di ridurre i prezzi all'esportazione del 5 per cento. Il calo dei prezzi all'esportazione nell'economia estera compensa in parte l'aumento dei prezzi all'importazione sopportati dall'economia interna, scaturito dal deprezzamento della valuta di quest'ultima nei confronti della valuta dell'economia estera. Nello specifico, poiché i prezzi all'esportazione dell'economia estera hanno subito una riduzione del 5 per cento a seguito del deprezzamento della valuta dell'economia interna, i prezzi all'importazione in quest'ultima cresceranno di meno del 10 per cento. È particolarmente significativo che la riduzione del grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione nell'economia interna dipenda dal livello di partecipazione dell'economia estera alla catena del valore con l'economia interna⁶⁸.

I dati suggeriscono che a partire dal 2000, con l'incremento della partecipazione delle economie avanzate alle catene globali del valore, il grado di trasmissione del tasso di cambio sia diminuito per quanto riguarda i prezzi all'importazione e sia aumentato per i prezzi all'esportazione (cfr. grafico 1).

Per i primi anni 2000, la stima del grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione si attesta sul 42 per cento circa, il che equivale a dire che a un deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale pari al 10 per cento ha fatto seguito un aumento medio dei prezzi all'importazione del 4,2 per cento nelle economie avanzate. Si stima che tale percentuale sia scesa al 30 per cento circa negli ultimi anni del 2000. Nel medesimo periodo la partecipazione alle catene globali del valore da parte delle economie avanzate è aumentata, a fronte di un calo del rapporto fra valore aggiunto domestico ed esportazioni lorde (indice VAX) dall'83 al 78 per cento. Un indice VAX più contenuto indica che una quota più consistente

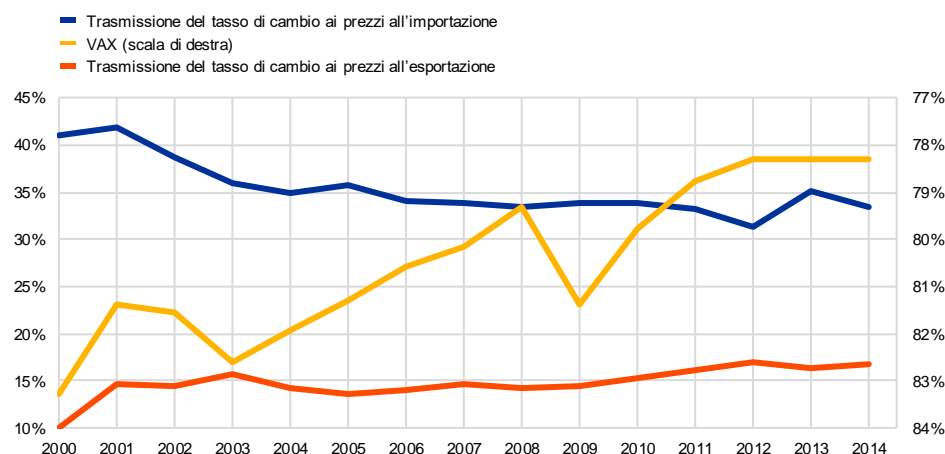
⁶⁸ Naturalmente, se l'economia interna usa anche beni intermedi importati dall'economia estera, lo stesso meccanismo che dà luogo a una riduzione della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione nell'economia interna varrà anche per i prezzi all'importazione nell'economia estera. Si può tuttavia dimostrare che, in una situazione di equilibrio generale e dopo tutti i dovuti aggiustamenti, a fronte di una maggiore partecipazione delle economie nelle catene globali del valore la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione si riduce comunque, così come la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione aumenta comunque.

del valore aggiunto incorporato nelle esportazioni lorde di un'economia è stata creata utilizzando importazioni piuttosto che beni intermedi prodotti internamente⁶⁹.

Grafico 1

Andamenti degli effetti di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione e della partecipazione alle catene globali del valore delle economie avanzate

(scala di sinistra: elasticità; scala di destra: rapporto, scala inversa)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: medie non ponderate della trasmissione stimata del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione e dell'indice VAX nei diversi paesi. L'indice VAX rappresenta il rapporto fra valore aggiunto interno di una data economia ed esportazioni lorde. I paesi esaminati sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

Il presente articolo fornisce evidenze empiriche, coerenti con il meccanismo appena descritto, a sostegno del fatto che le variazioni nella trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione sono in parte riconducibili a una maggiore partecipazione alle catene globali del valore.

Nello specifico, i riscontri indicano che le economie che hanno intensificato la loro partecipazione alle catene globali del valore mostrano un grado crescente di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione. A loro volta, le economie i cui partner commerciali hanno aumentato il grado di integrazione nelle catene del valore con loro sono caratterizzate da un grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione decrescente.

Riscontrare che la partecipazione alle catene globali del valore potrebbe ridurre il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione di una data economia ha implicazioni rilevanti per la conduzione della politica monetaria e la sua trasmissione. In particolare, quando la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione è contenuta, un deprezzamento del tasso di cambio potrebbe comportare solo moderati effetti di ricomposizione della domanda, che implicano l'aumento delle esportazioni e la riduzione delle importazioni⁷⁰. Sarebbero inferiori, inoltre, le pressioni associate sui prezzi all'importazione, e di

⁶⁹ Cfr. Gunnella et al., op. cit., per una trattazione dell'indice VAX come indicatore della partecipazione alle catene globali del valore. Cfr. anche la sezione 2.2 per ulteriori dettagli.

⁷⁰ Per una trattazione dell'argomento cfr. Rodnyansky, A., "(Un)Competitive Devaluations and Firm Dynamics," *Cambridge Working Papers in Economics*, n. 1888, University of Cambridge, 2018.

conseguenza sui prezzi al consumo. Nel complesso, in un contesto caratterizzato da una moderata trasmissione del tasso di cambio, le oscillazioni del tasso di cambio si accompagnano a variazioni più contenute sia nei prezzi sia nei volumi delle importazioni, riducendo così il ruolo svolto dal tasso di cambio come canale per la trasmissione degli shock interni e di quelli provenienti dall'estero.

La presente trattazione si articola come segue: la sezione 2 illustra l'evoluzione della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione, nonché della partecipazione alle catene globali del valore da parte delle economie avanzate nel corso degli ultimi decenni. La sezione 3 esamina il meccanismo attraverso il quale la partecipazione alle catene globali del valore può avere ripercussioni sulla trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione. La sezione 4 riporta i risultati di un'analisi condotta sui dati di più paesi che illustra la rilevanza della partecipazione alle catene globali del valore per la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione. Nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 L'evoluzione della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione e la partecipazione alle catene globali del valore

2.1 Trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione

Le stime indicano che gli effetti di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione variano in maniera significativa fra i diversi paesi. Una stima basata su una regressione singola condotta sull'intero periodo del campione, senza tener conto di possibili variazioni temporali tramite regressioni a finestra mobile, evidenzia notevoli differenze fra un paese e l'altro in termini di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione (cfr. riquadro 1 e grafico 2). Ad esempio, mentre si stima che in Danimarca le variazioni del tasso di cambio effettivo nominale si siano tradotte in una variazione dei prezzi all'esportazione pari a quasi il 70 per cento del tasso di cambio nel corso del medesimo trimestre, i prezzi all'esportazione in Norvegia, secondo le stime, sono rimasti praticamente invariati. In maniera analoga, mentre secondo le stime i prezzi all'importazione in Danimarca hanno rispecchiato il 65 per cento delle variazioni del

tasso di cambio effettivo nominale, lo stesso dato riferito al Giappone è inferiore al 10 per cento⁷¹.

Riquadro 1

Stime della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione

Nella letteratura empirica la stima del grado di trasmissione del tasso di cambio corrisponde all'impatto delle variazioni di tale tasso sui prezzi all'importazione e all'esportazione, tenendo conto di altri fattori che possono incidere sui prezzi dell'interscambio, come ad esempio i costi di produzione che gravano sugli esportatori o la domanda a livello locale⁷².

Pertanto, nel presente articolo si stima il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione sulla base di regressioni a finestra mobile specifiche per ciascun paese⁷³

$$\Delta p_{it}^x = \alpha_{i,\tau}^x + \sum_{j=1}^p \beta_{ij,\tau}^x \Delta p_{i,t-j}^x + \gamma_{i,\tau}^x \Delta e_{it} + \sum_{j=0}^p \delta_{ij,\tau}^x \Delta p_{i,t-j}^{ppi} + \sum_{j=0}^p \omega_{ij,\tau}^x \Delta y_{i,t-j}^\omega + \epsilon_{it,\tau}^x \quad (1)$$

dove Δp_{it}^x è la variazione logaritmica sul trimestre precedente del valore unitario dei prezzi all'esportazione nell'economia i al tempo t , Δe_{it} è la variazione logaritmica sul trimestre precedente del tasso di cambio effettivo nominale dell'economia i , Δp_{it}^{ppi} è la variazione logaritmica sul trimestre precedente dell'indice dei prezzi alla produzione nell'economia i , e Δy_{it}^ω è la variazione logaritmica sul trimestre precedente della media (ponderata per l'interscambio) del PIL dei partner commerciali. In maniera analoga, la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione viene stimata sulla base di regressioni a finestra mobile specifiche per ciascun paese.

$$\Delta p_{it}^m = \alpha_{i,\tau}^m + \sum_{j=1}^p \beta_{ij,\tau}^m \Delta p_{i,t-j}^m + \gamma_{i,\tau}^m \Delta e_{it} + \sum_{j=0}^p \delta_{ij,\tau}^m \Delta p_{i,t-j}^{x*} + \sum_{j=0}^p \omega_{ij,\tau}^m \Delta y_{i,t-j} + \epsilon_{it,\tau}^m \quad (2)$$

dove Δp_{it}^m è la variazione logaritmica sul trimestre precedente del valore unitario dei prezzi all'importazione nell'economia i al tempo t , Δp_{it}^{x*} è la variazione logaritmica sul trimestre precedente della media (ponderata per l'interscambio) dei prezzi all'esportazione dei partner commerciali, utilizzata come proxy dei loro costi di produzione, e Δy_{it} è la variazione logaritmica sul trimestre precedente del PIL dell'economia i . Le equazioni (1) e (2) sono stimate con finestre mobili $\tau = 1, 2, \dots, T$ per venti economie avanzate⁷⁴ per il periodo che va dal 1991 al 2014, così da ottenere un campione di stime variabili nel tempo e specifiche per paese della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione. Ciascuna finestra mobile copre un

⁷¹ Le stime della trasmissione relative ai paesi dell'area dell'euro non sono direttamente comparabili con quelle che si riferiscono ad altre economie avanzate incluse nel campione, in ragione del fatto che i prezzi dell'interscambio interno all'area sono stati incorporati nei dati sui prezzi all'importazione e all'esportazione dei paesi dell'area dell'euro utilizzati per la regressione. Nello specifico, poiché i dati sui prezzi all'esportazione e all'importazione includono i prezzi dei beni esportati (importati) verso (da) altri paesi dell'area dell'euro, mentre il tasso di cambio effettivo nominale non include i tassi di cambio raffrontati con altri paesi dell'area dell'euro, gli effetti di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione per i paesi dell'area dell'euro risultano sistematicamente sottostimati rispetto ai paesi esterni all'area. Di tale sottostima, tuttavia, si tiene pienamente conto (perlomeno se la sottostima non si è modificata nel tempo) nella regressione del secondo stadio illustrata nella sezione 4, nella quale sono inclusi gli effetti fissi per paese.

⁷² Cfr. Campa, J. e Goldberg, L., op. cit; Vigfusson, R., Sheets, N. e Gagnon, J., "Exchange Rate Passthrough to Export Prices: Assessing Cross-Country Evidence", *Review of International Economics*, vol. 17, n. 1, 2009, pagg. 17-33; Bussière, M., Delle Chiaie, S. e Peltonen, T., "Exchange Rate Pass-Through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies," *IMF Economic Review*, vol. 62, n. 1, 2014, pagg. 146-178; Burstein, A. e Gopinath, G., "International Prices and Exchange Rates", in Gopinath, G., Helpman, E. e Rogoff, K. (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 4, 2014, pagg. 391-451.

⁷³ Per maggiori informazioni cfr. Georgiadis, G., Gräß, J. e Khalil, M., op. cit.

⁷⁴ I paesi presi in esame sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

periodo di dieci anni. La prima finestra va dal 1991 al 2000, mentre l'ultima va dal 2005 al 2014. L'analisi verte sulla trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione nel breve periodo (entro un trimestre) e pertanto viene considerata solo la differenza logaritmica prima contemporanea del tasso di cambio⁷⁵. Le stime della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione per l'economia i e la finestra mobile τ si desumono dalle stime puntuali di $\gamma_{i,\tau}^x$ per i prezzi all'esportazione e di $\gamma_{i,\tau}^m$ per i prezzi all'importazione. Il tasso di cambio è definito in termini di valuta nazionale per unità di valuta estera, per cui a un aumento del tasso di cambio corrisponde un deprezzamento della valuta nazionale. Pertanto, valori positivi nelle stime di $\gamma_{i,\tau}^x$ e $\gamma_{i,\tau}^m$ rappresentano un grado di trasmissione positivo del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione, rispettivamente⁷⁶.

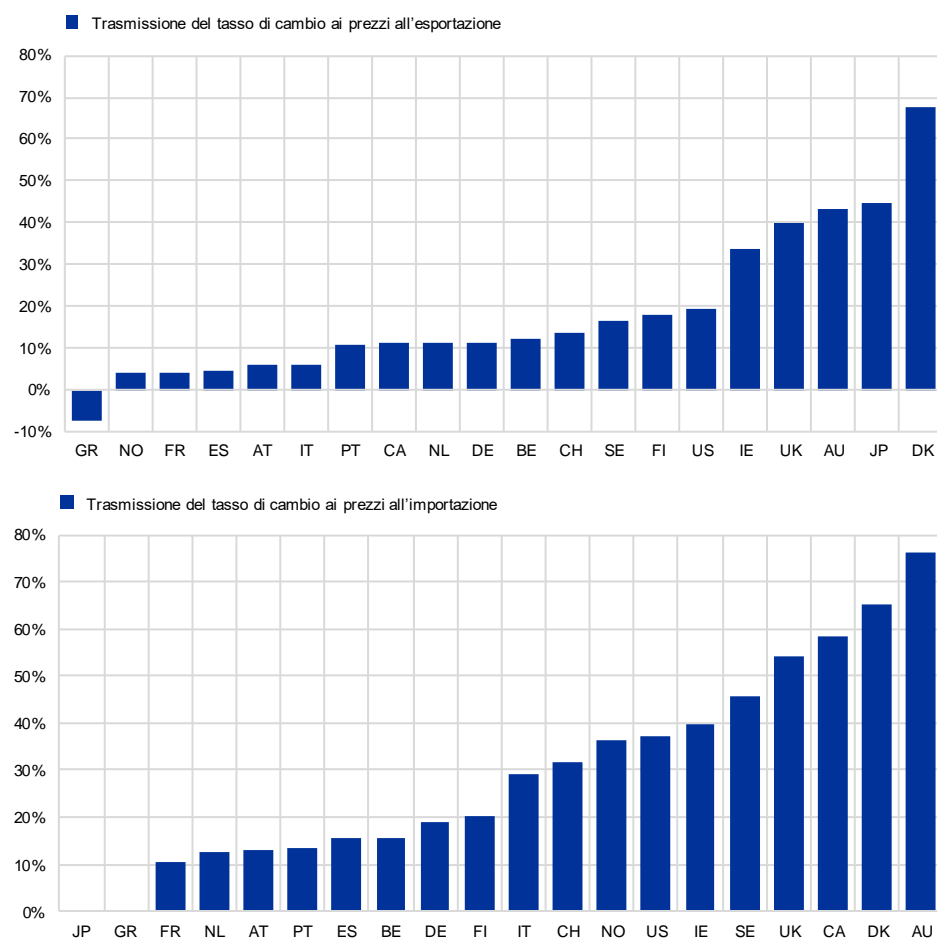
⁷⁵ La correlazione seriale presente in Δp_{it}^x è ascrivibile a sfasamenti temporali nelle variabili indicate sul lato destro diverse dal tasso di cambio.

⁷⁶ Il campione include le economie i cui dati relativi alla partecipazione alle catene globali del valore sono disponibili nel World Input-Output Database (WIOD; cfr. infra). I dati trimestrali sugli indici dei prezzi all'importazione e all'esportazione e sulla crescita del PIL mondiale sono dati OCSE. I dati sui tassi di cambio effettivi nominali, sulla crescita del PIL interno e sull'inflazione dei prezzi alla produzione sono ricavati dalle statistiche finanziarie internazionali (International Financial Statistics, IFS) dell'FMI.

Grafico 2

Stime della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione nel breve periodo (un trimestre) nelle economie avanzate

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

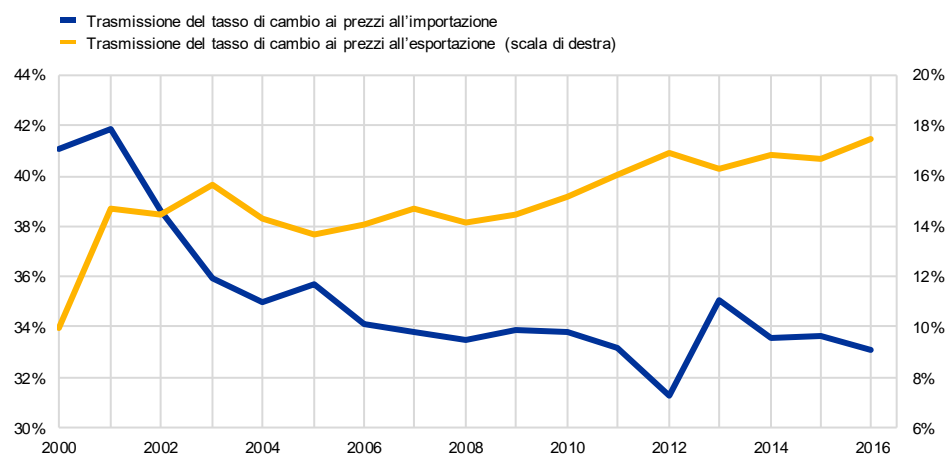
Le stime segnalano che nel corso degli anni il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione nelle economie avanzate è mutato. La trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione nelle economie avanzate, stimata con regressioni a finestra mobile specifiche per paese, è mediamente aumentata nel corso degli anni. Per contro, la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione ha registrato un calo (cfr. grafico 3), in linea con le evidenze fornite dalla letteratura esistente in materia⁷⁷.

⁷⁷ Per alcuni riscontri sulla diminuzione della trasmissione del tasso di cambio dell'area dell'euro ai prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area, cfr. Özyurt, S., "Has the exchange rate pass through recently declined in the euro area?", *Working Paper Series*, n. 1955, BCE, 2016.

Grafico 3

Evoluzione del livello medio di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione nel breve periodo (un trimestre) nelle economie avanzate

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: medie non ponderate del livello stimato di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione nei diversi paesi. I paesi esaminati sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

2.2 La partecipazione alle catene globali del valore

Misurare la partecipazione alle catene globali del valore non è un compito facile. Una misura cui spesso si ricorre per indicare il grado di utilizzo di beni

importati nella produzione dei prodotti destinati all'esportazione di un paese è il rapporto fra il valore aggiunto domestico e le esportazioni lorde di quell'economia, noto anche come indice "VAX". Quando l'indice VAX di un'economia è basso una parte consistente delle sue esportazioni lorde è costituita da valore aggiunto fornito da input esteri. Per illustrare il concetto si può utilizzare di nuovo l'esempio della produzione dell'iPod. L'iPod è esportato dalla Cina, ma il valore aggiunto effettivamente attribuibile alla Cina è assai limitato e consiste soprattutto in servizi di assemblaggio scarsamente qualificati. La maggior parte del valore è rappresentato da input intermedi sofisticati prodotti da aziende site negli Stati Uniti, in Giappone, in Corea del Sud e a Taiwan⁷⁸. Nel caso dell'iPod, pertanto, la Cina presenta un basso rapporto fra valore aggiunto domestico ed esportazioni lorde e, stando a questa misura, prende parte in misura rilevante alla catena globale del valore dell'iPod.

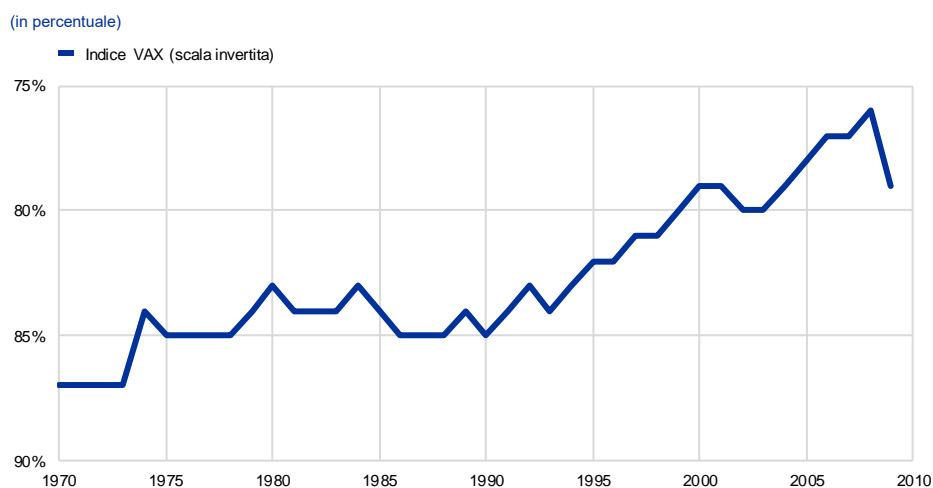
⁷⁸ Cfr. Dedrick et al., op. cit.

L'indice VAX può essere ricavato utilizzando i dati del World Input-Output Database⁷⁹.

A partire dagli anni settanta la partecipazione alle catene globali del valore è aumentata in maniera significativa. I dati storici sull'indice VAX mostrano che si è verificato un calo di lungo periodo nel rapporto fra valore aggiunto domestico ed esportazioni lorde, elemento che rispecchia la crescita della partecipazione alle catene globali del valore (cfr. grafico 4). Una quota sempre maggiore delle esportazioni lorde delle varie economie, quindi, è costituita da valore aggiunto importato, ossia da beni intermedi importati che vengono utilizzati nella produzione di beni destinati all'esportazione.

Grafico 4

Partecipazione alle catene globali del valore tra il 1970 e il 2009



Fonte: Johnson, R. e Noguera, G., "A Portrait of Trade in Value-Added over Four Decades", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n. 5, 2017, pagg. 896-911.

Più di recente, dopo la crisi finanziaria internazionale, le misure della partecipazione alle catene globali del valore hanno segnalato un rallentamento della loro espansione⁸⁰. Poiché tale rallentamento risulta diffuso geograficamente è improbabile che le sue cause siano riconducibili a singoli paesi o regioni (cfr. grafico 5). Fra le spiegazioni possibili che sono state avanzate figurano l'accorciamento delle catene di approvvigionamento delle imprese, finalizzato a migliorare la gestione dei rischi (ad esempio in risposta al terremoto del 2011 in Giappone), l'introduzione

⁷⁹ Il World Input-Output Database (WIOD) presenta con frequenza annua, in due edizioni, delle tavole input-output con dati a livello mondiale riferiti a un ampio numero di paesi e settori. L'edizione del 2013 copre il periodo che va dal 1995 al 2011 e quella del 2016 il periodo fra il 2000 e il 2014. Le due edizioni, purtroppo, non offrono la stessa copertura in termini di paesi e settori e non è pertanto possibile, in linea di massima, combinare i loro dati per costruire misure coerenti della partecipazione alle catene globali del valore che coprano l'intero periodo compreso fra il 1995 e il 2014. Sono stati proposti diversi concetti e indicatori alternativi basati sulle tavole input-output mondiali per misurare il commercio in valore aggiunto e la partecipazione alle catene globali del valore. Cfr. Timmer, M., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G., "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production", *Review of International Economics*, vol. 23, n. 3, 2015, pagg. 575-605; Timmer, M., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G., "An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release", *GGDC Research Memorandum*, n. GD-162, *Groningen Growth and Development Center*, 2016.

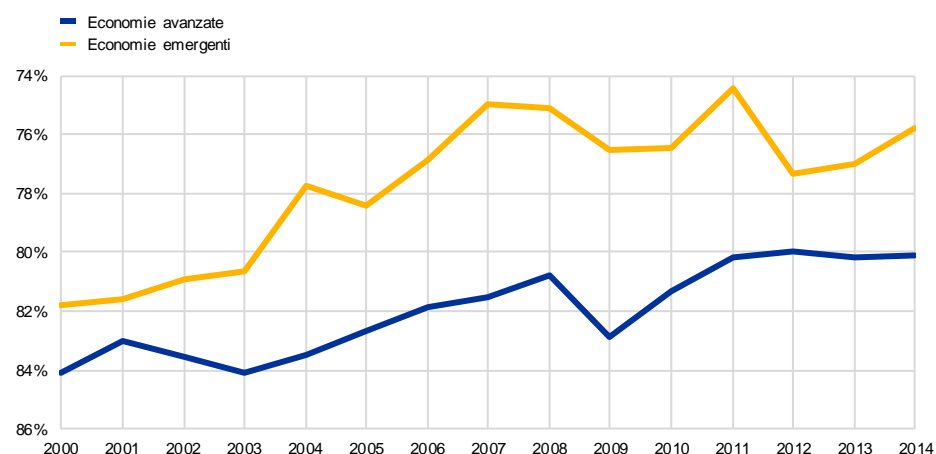
⁸⁰ Cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, 2016.

di obblighi che impongono di mantenere una quota di produzione interna e altre misure regolamentari, e variazioni nella composizione della domanda⁸¹.

Grafico 5

La crescita della partecipazione alle catene globali del valore evidenziata dal calo dell'indice VAX

(In percentuale, scala invertita)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: l'indice VAX riflette il rapporto fra il valore aggiunto interno di un'economia e le sue esportazioni lordi.

3 L'impatto della partecipazione alle catene globali del valore sulla trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione

L'utilizzo di beni intermedi importati, nel contesto della partecipazione alle catene globali del valore, può incidere sulla sensibilità dei costi di produzione e dei prezzi all'esportazione dei partner commerciali alle oscillazioni del tasso di cambio e, di conseguenza, influenzare la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione. Come spiegato in precedenza, un apprezzamento della valuta di un'economia estera rispetto a quella domestica riduce i costi di produzione della prima economia se essa si avvale nel proprio processo produttivo di input intermedi importati dall'economia interna. Tale contrazione dei costi di produzione nell'economia estera potrebbe portare a una riduzione dei prezzi all'esportazione. Il calo che si verifica nei prezzi all'esportazione dell'economia estera frena la crescita dei prezzi all'importazione dell'economia interna derivante dal deprezzamento della sua valuta. È possibile sottoporre a verifica la previsione che deriva da queste congetture, secondo la quale nelle economie che, per via dell'importazione di beni intermedi, partecipano in misura maggiore alle catene del valore con il resto del mondo si osserva una maggiore trasmissione del tasso di cambio ai propri prezzi all'esportazione, mentre nelle economie che producono beni intermedi che vengono impiegati nei processi produttivi di altre economie si registra una trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione minore.

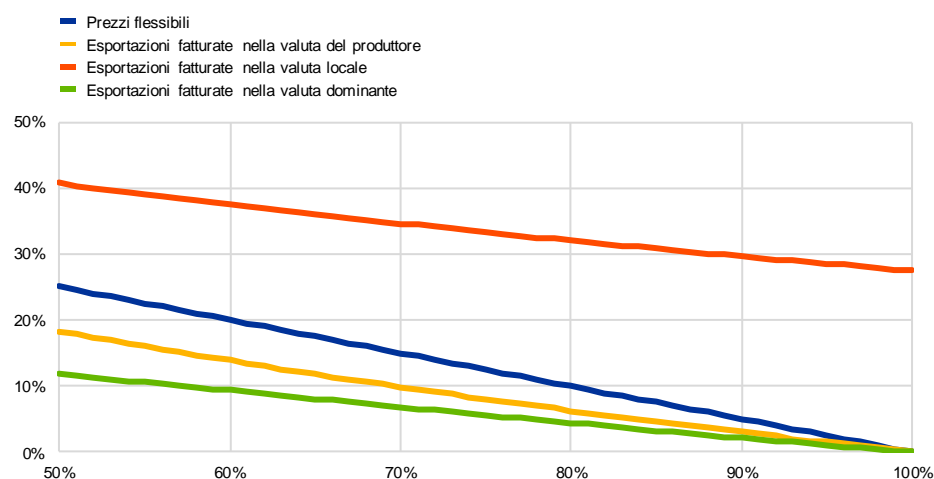
⁸¹ Cfr. anche *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, ottobre 2016.

Il meccanismo attraverso il quale la partecipazione alle catene globali del valore influenza la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione è presente anche in un contesto di equilibrio generale. Un modello strutturale di equilibrio generale standard a due paesi con beni intermedi importati che vengono impiegati nei processi produttivi prevede che, nel caso di fatturazione delle esportazioni nella valuta del produttore (vale a dire in presenza di rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta del produttore) la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione nell'economia interna cresca in parallelo con la partecipazione alle catene globali del valore, ovvero aumenti a fronte di un indice VAX più basso in quell'economia (cfr. grafico 6)⁸². In maniera analoga, il modello prevede che la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione nell'economia interna diminuisca in parallelo con la partecipazione alle catene globali del valore da parte dell'economia estera, ovvero si riduca a fronte di un indice VAX più contenuto presso quest'ultima (cfr. grafico 7).

Grafico 6

Trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e partecipazione alle catene globali del valore (indice VAX) sulla base di ipotesi alternative relative alla valuta di fatturazione delle esportazioni

(asse delle ordinate: trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione; asse delle ascisse: indice VAX)



Fonte: elaborazioni della BCE.

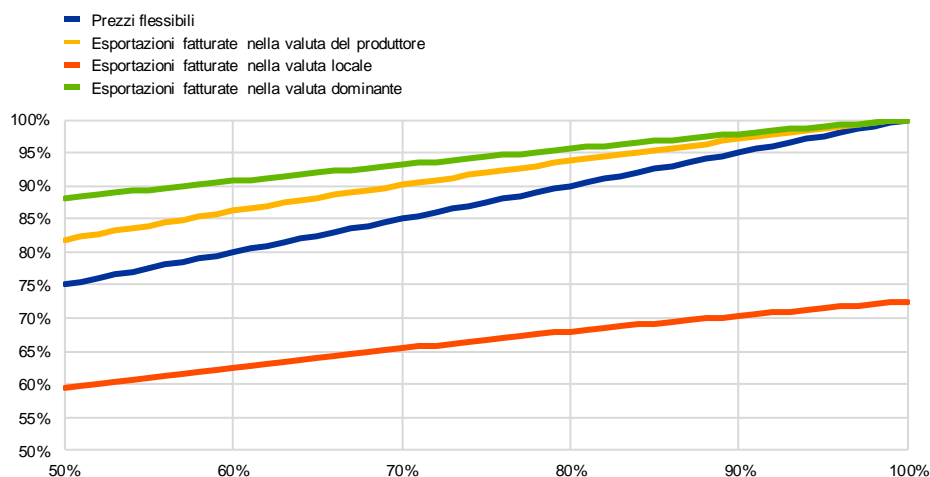
Note: la curva che mette in relazione l'indice VAX e il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione dipende dalla dimensione relativa del paese. In questo grafico si ipotizza che l'economia interna e quella estera abbiano la medesima dimensione. Nel caso di fatturazione dei prezzi delle esportazioni nella valuta del produttore, si assume la rigidità dei prezzi espressi nella valuta del produttore/esportatore; nel caso di fatturazione in valuta locale, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta dell'importatore; nel caso di fatturazione in valuta dominante, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi in dollari statunitensi, a prescindere da quali siano i partner commerciali coinvolti.

⁸² Il modello utilizzato è un modello standard di economia aperta a due paesi dinamico stocastico di equilibrio generale neo-keynesiano. La produzione richiede forza lavoro e un insieme di beni intermedi, che consiste in input intermedi prodotti internamente e importati, soggetti a sostituzione imperfetta. La variazione dell'indice VAX viene simulata modificando il grado di propensione all'acquisto di input domestici, nonché le dimensioni del paese. Per maggiori dettagli, cfr. Georgiadis, G., Gräßl, J. e Khalil, M., op. cit.

Grafico 7

Trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione e partecipazione dei partner commerciali alle catene globali del valore (indice VAX) sulla base di ipotesi alternative relative alla valuta di fatturazione delle esportazioni

(asse delle ordinate: trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione; asse delle ascisse: indice VAX dei partner commerciali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la curva che mette in relazione l'indice VAX e la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione dipende dalla dimensione relativa del paese. In questo grafico si ipotizza che l'economia interna e quella estera abbiano la medesima dimensione. Nel caso di fatturazione dei prezzi delle esportazioni nella valuta del produttore si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta del produttore/esportatore; nel caso di fatturazione in valuta locale, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta dell'importatore; nel caso di fatturazione in valuta dominante, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi in dollari statunitensi, a prescindere da quali siano i partner commerciali coinvolti.

La relazione fra la partecipazione alle catene globali del valore e la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione non cambia in termini qualitativi se si adottano ipotesi alternative circa la valuta di fatturazione delle esportazioni. Studi recenti hanno sottolineato la rilevanza empirica degli schemi di fatturazione in valuta locale e in valuta dominante come alternativi alla fatturazione nella valuta del produttore⁸³. Nel caso di fatturazione nella valuta del produttore, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta del produttore; nel caso di fatturazione in valuta locale, invece, si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta dell'importatore, e nel caso di fatturazione in valuta dominante si assume la rigidità dei prezzi all'esportazione espressi nella valuta di un paese terzo, tipicamente il dollaro statunitense. Sebbene i meccanismi che collegano la partecipazione alle catene globali del valore e la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione e all'esportazione possano in qualche misura differire a seconda del diverso schema di fatturazione dei prezzi all'esportazione che si adotta, in ciascuno di tali casi livelli più elevati di partecipazione alle catene globali del valore dell'economia domestica (o del partner commerciale) si associano indifferentemente

⁸³ Sulla fatturazione dei prezzi delle esportazioni in valuta locale cfr. in particolare Betts, C. e Devereux, M., "Exchange rate dynamics in a model of pricing-to-market", *Journal of International Economics*, vol. 50, n. 1, 2000, pagg. 215-244 e anche Devereux, M. e Engel, C., "Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility", *The Review of Economic Studies*, vol. 70, n. 4, 2003, pagg. 765-783; sulla fatturazione dei prezzi in valuta dominante, Gopinath, G., "The international price system", *Jackson Hole Symposium Proceedings*, 2016; Casas, C., Diez, F., Gopinath, G. e Gourinchas, P.-O., "Dominant Currency Paradigm: A New Model for Small Open Economies," Working Paper dell'FMI, n. 17/264, 2017 e anche Boz, E., Gopinath, G. e Plagborg-Møller, M., "Global Trade and the Dollar," Working Paper dell'FMI, n. 17/239, 2017.

a una trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione (all'importazione) maggiore (minore) (cfr. grafico 6 e grafico 7). Ciò si verifica anche in presenza di prezzi flessibili, circostanza in cui la valuta di fatturazione delle esportazioni è irrilevante.

4 Evidenze empiriche sugli effetti della partecipazione alle catene globali del valore sulla trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione

Attraverso un modello di regressione panel si analizza l'evoluzione del contributo fornito dalla maggiore partecipazione alle catene globali del valore ai cambiamenti registrati nella trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione. I diversi livelli di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione, variabili nel tempo e specifici per paese, stimati utilizzando regressioni a finestra mobile come illustrato nella sezione 2, vengono utilizzati come variabile dipendente nella seconda fase dell'analisi. Le variabili esplicative nella parte destra dell'equazione includono l'indice VAX come misura della partecipazione alle catene globali del valore delle varie economie (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

Un'analisi delle determinanti della variazione nel tempo nella trasmissione del tasso di cambio

Le regressioni panel vengono utilizzate per misurare l'evoluzione nel corso del tempo del contributo fornito dall'aumento della partecipazione alle catene globali del valore ai cambiamenti registrati nel grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione (cfr. sezione 4). In primo luogo, le stime variabili nel tempo del livello di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione $\hat{\gamma}_{it}^x$ che si ottengono tramite le regressioni a finestra mobile nell'equazione (1) illustrata nel riquadro 1 vengono messe in relazione nella regressione panel con il grado di partecipazione alle catene globali del valore dell'economia interna

$$\hat{\gamma}_{it}^x = \alpha_i^x + \delta_t^x + \gamma^x \text{vax}_{it} + \chi_1^x \text{fuel}_{it}^x + \chi_2^x \text{tfp}_{it} + \mathbf{X}_{it}^x \boldsymbol{\theta}^x + u_{it}^x \quad (3)$$

dove vax_{it} è l'indice VAX dell'economia interna e \mathbf{X}_{it}^x è un vettore di controlli aggiuntivi che includono l'apertura commerciale (misurata dal rapporto tra importazioni e PIL), la volatilità dell'inflazione interna e il tasso di cambio effettivo nominale^{84,85}. La regressione tiene altresì conto di caratteristiche non osservate, costanti nel tempo e specifiche per paese, α_i^x , che possono incidere sulle differenze tra paesi nella trasmissione del tasso di cambio. Questi effetti fissi per paese colgono, ad esempio, le differenze tra paesi nella struttura delle valute di fatturazione per le

⁸⁴ Le stime della trasmissione del tasso di cambio utilizzate come variabili dipendenti sono variabili risposta generate. Ciò pone meno problemi rispetto al caso dei regressori generati, poiché non viene implicata alcuna correlazione fra la variabile esplicativa e l'errore di regressione per costruzione.

⁸⁵ Cfr. Taylor, J., "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", *European Economic Review*, vol. 44, n. 7, 2000, pagg. 1389-1408, e anche Frankel, J., Parsley, D. e Wei, S.-J., "Slow Pass-through Around the World: A New Import for Developing Countries?", *Open Economies Review*, vol. 23, n. 2, 2012, pagg. 213-251.

esportazioni e le importazioni (si veda la trattazione sui grafici 6 e 7), che muta solo molto lentamente nel corso del tempo⁸⁶. La regressione tiene altresì conto degli effetti di fattori non osservati e variabili nel tempo comuni a tutti i paesi, δ_{τ}^x . Tali effetti fissi temporali colgono, ad esempio, il fatto che la trasmissione stimata del tasso di cambio e la partecipazione alle catene globali del valore hanno subito contemporaneamente un calo nei vari paesi nel corso della crisi finanziaria internazionale. Infine, la regressione tiene conto di due ulteriori fattori che in letteratura si ipotizza abbiano contribuito alla variazione nella trasmissione del tasso di cambio: la quota di beni energetici sul totale dei beni esportati e importati, $fuel_{it}^x$, e l'aumento della globalizzazione con le conseguenti pressioni concorrenziali fra esportatori, misurate dalla produttività totale dei fattori dell'economia in esame, tfp_{it} ^{87,88}. L'indice temporale τ si riferisce alla rispettiva finestra mobile di 10 anni nel periodo campionario complessivo che va dal 1991 al 2014⁸⁹.

In maniera analoga rispetto alla specificazione riguardante i prezzi all'esportazione, le stime variabili nel tempo della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione che si ottengono tramite le regressioni a finestra mobile nell'equazione (2) illustrata nel riquadro 1 vengono messe in relazione con il grado di partecipazione alle catene globali del valore dei partner commerciali dell'economia i , vax_{it}^* ,

$$\hat{\gamma}_{it}^m = \alpha_i^m + \delta_{\tau}^m + \gamma^m vax_{it}^* + \chi_1^m fuel_{it}^m + \chi_2^m \Delta_{tp} tfp_{it} + X_{it}^m \theta^m + u_{it}^m \quad (4).$$

I risultati sono coerenti con l'ipotesi secondo cui una crescente partecipazione alle catene globali del valore ha contribuito all'aumento della trasmissione stimata del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione. Nella prima colonna della tabella 1 sono riportati i risultati ottenuti tramite la regressione che esamina la relazione fra i livelli stimati della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione, specifici per paese e variabili nel tempo, e l'aumento della partecipazione alle catene globali del valore da parte dei vari paesi, che si riflette nel calo del loro indice VAX (cfr. anche il riquadro 1). Il coefficiente negativo e statisticamente significativo stimato per l'indice VAX è coerente con l'ipotesi per cui il maggior rilievo nel processo produttivo dei beni intermedi importati ha reso i prezzi all'esportazione più sensibili alle variazioni del tasso di cambio.

⁸⁶ Un'altra variabile che verosimilmente viene colta in ampia misura dagli effetti fissi per paese è la quota di interscambio all'interno dell'area valutaria di un dato paese. Quando si considera il ruolo svolto dagli input intermedi importati nell'amplificare l'effetto del tasso di cambio sui prezzi all'esportazione si nota che tale effetto è rilevante solo se l'input intermedio importato proviene da un'economia in cui vige una valuta differente. Ad esempio, per un produttore tedesco l'impiego di input importati dai Paesi Bassi non comporterebbe alcun effetto sulla trasmissione del tasso di cambio, mentre degli input provenienti dalla Cina produrrebbero un effetto di amplificazione.

⁸⁷ Cfr. Campa, J. e Goldberg, L., op. cit.; Gust, C., Leduc, S. e Vigfusson, R., "Trade Integration, competition, and the decline in exchange-rate pass-through", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n. 3, 2010, pagg. 309-324; e Amiti, M., Itskhoki, O. e Konings, J., "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect", *American Economic Review*, vol. 104, n. 7, 2014, pagg. 1942-78.

⁸⁸ I pesi basati sugli scambi bilaterali per la costruzione delle variabili, che corrispondono ai valori medi dei principali partner commerciali di un'economia, sono forniti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati sulla produttività totale dei fattori misurata a prezzi costanti provengono dal Penn World Table database. Il dato relativo alla quota di carburante importata (esportata) sul totale delle importazioni (esportazioni) è preso dalla base dati World Development Indicators della Banca mondiale. Il campione utilizzato per le stime copre il periodo fra il 2000 e il 2014.

⁸⁹ Poiché nella prima fase le stime della trasmissione del tasso di cambio si riferiscono a periodi campione sovrapposti, nella seconda fase i residui presenti nelle regressioni sono correlati serialmente. Di ciò si tiene conto inferendo che vi sia coerenza con la correlazione seriale dei residui.

Tavola 1

Risultati di una regressione panel che illustrano la relazione tra la partecipazione alle catene globali del valore e le variazioni nella trasmissione stimata del tasso di cambio ai prezzi all'importazione e all'esportazione

	Prezzi all'esportazione	Prezzi all'importazione
Indice VAX dell'economia interna rispetto al resto del mondo	-1,032***	
Indice VAX del resto del mondo rispetto all'economia interna		0,325***
Quota di carburante esportato	-0,001**	
Quota di carburante importato		0,002**
Produttività totale dei fattori dell'economia interna	0,003	0,297**
Effetti fissi per paese	Si	Si
Effetti fissi temporali	Si	Si

Fonti: elaborazioni della BCE.

Note: livelli di significatività: *** p < 0.01, ** p < 0.05. L'inferenza si basa sugli errori standard di Driscoll-Kraay che sono coerenti con l'eteroschedasticità, l'autocorrelazione e la dipendenza cross-section. L'indice VAX riflette il rapporto fra il valore aggiunto domestico di un'economia e le sue esportazioni lorde.

I risultati sono altresì coerenti con l'ipotesi per cui il crescente grado di partecipazione alle catene globali del valore ha contribuito al calo della trasmissione stimata del tasso di cambio ai prezzi all'importazione.

I risultati della regressione sono coerenti con l'ipotesi secondo cui un grado crescente di partecipazione alle catene globali del valore da parte dei partner commerciali dell'economia i – che si traduce in una diminuzione dell'indice VAX di quest'ultima, vax_{it}^* – riduce la sensibilità dei prezzi all'importazione dell'economia interna alle variazioni del tasso di cambio (colonna 2 della tavola 1). Le stime sono altresì coerenti con l'ipotesi per cui un calo nella quota di beni energetici sul totale dei beni importati e un aumento delle pressioni concorrenziali presso gli esportatori in un contesto di più ampia globalizzazione hanno contribuito alla riduzione della trasmissione stimata del tasso di cambio ai prezzi all'importazione, come argomentato in letteratura^{90,91}.

Il modello di regressione non individua le innovazioni strutturali alla base dell'aumento della partecipazione alle catene globali del valore, rendendo perciò difficoltoso quantificare l'evoluzione nel corso del tempo del contributo dato da questo fattore alla variazione complessiva della trasmissione stimata del tasso di cambio nel corso del tempo. Tuttavia, ipotizzando che le variazioni nella partecipazione alle catene globali del valore siano esogene e non correlate con le evoluzioni in altre potenziali determinanti della trasmissione del tasso di cambio (circostanza che potrebbe facilmente non essere vera) è possibile fare un calcolo approssimativo. Partendo da queste ipotesi, l'osservazione per cui gli indici VAX

⁹⁰ La media dei partner commerciali specifica per paese non può essere calcolata in quanto la produttività totale dei fattori in termini reali viene misurata come indice. Tuttavia, questi valori medi, che saranno molto simili fra di loro nelle varie economie, vengono assorbiti negli effetti fissi del periodo.

⁹¹ I dati panel disponibili sulle quote di fatturazione nelle varie valute suggeriscono che i profili di fatturazione siano rimasti sostanzialmente invariati nel tempo. C'è quindi scarsa evidenza a sostegno dell'ipotesi di un collegamento fra le variazioni nella trasmissione del tasso di cambio e le variazioni degli schemi di fatturazione delle esportazioni.

delle economie incluse nel campione esaminato sono diminuiti in media di circa cinque punti percentuali, insieme al relativo coefficiente stimato riportato nella colonna 1 della tavola 1, implicherebbe che la più intensa partecipazione alle catene globali del valore abbia fatto aumentare la trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione di cinque punti percentuali, valore molto vicino all'aumento di sette punti percentuali effettivamente stimato. Analogamente, l'osservazione per cui l'aumento del grado di integrazione del resto del mondo nelle catene del valore in cui sono coinvolte le economie incluse nel campione si è tradotto in un calo degli indici VAX pari in media a circa quattro punti percentuali, insieme al relativo coefficiente stimato di cui alla colonna 2 della tavola 1, implicherebbe che l'aumento della partecipazione alle catene globali del valore abbia comportato una riduzione della trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione pari a 1,3 punti percentuali, vale a dire circa il 20 per cento del calo complessivo.

5 Osservazioni conclusive

Il calo del grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione nelle economie avanzate, documentato in letteratura da numerosi contributi, ha implicazioni significative per la politica monetaria. In un contesto caratterizzato da una moderata trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione gli effetti di ricomposizione della domanda in risposta ai deprezzamenti del tasso di cambio sono ridotti e i deprezzamenti del tasso di cambio si associano a incrementi solo contenuti delle importazioni e, di conseguenza, dell'inflazione dei prezzi al consumo. È quindi importante capire i meccanismi alla base di questo calo.

Il presente articolo ha esaminato l'impatto della partecipazione alle catene globali del valore sulla trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione. Le evidenze empiriche suggeriscono che tale partecipazione incrementi il grado di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e viceversa riduca la trasmissione ai prezzi all'importazione. Alcuni riscontri indicano che negli anni successivi alla Grande recessione, e in particolare dopo il rallentamento degli scambi osservato nel 2011, il ritmo dell'espansione delle catene globali del valore si sia ridotto e il rafforzamento delle catene produttive abbia acquisito maggiore rilevanza a livello regionale. È pertanto possibile che la riduzione del grado di trasmissione del tasso di cambio ascrivibile alla maggiore partecipazione alle catene globali del valore abbia anch'essa subito un rallentamento.

a cura di **Marta Rodríguez-Vives e Linda Kezber**

In tempi di livelli di indebitamento elevati, debole crescita strutturale e invecchiamento della popolazione come quelli attuali, uno dei punti centrali del dibattito di policy è il ruolo dello Stato nella fornitura dei servizi di propria competenza e nella distribuzione delle risorse alla società. Le decisioni dei governi in merito al sistema fiscale e alle prestazioni sociali hanno un'importante influenza sui risultati macroeconomici nell'area dell'euro. Il presente articolo illustra come è organizzata nei paesi dell'area dell'euro la spesa sociale, attraverso i trasferimenti alle singole famiglie o l'erogazione di beni e servizi collettivi. Le scelte relative al livello e alla struttura della spesa sociale variano da paese a paese e riflettono le preferenze della società circa le politiche sociali. Scopo di questo articolo è analizzare la spesa sociale pubblica nei paesi dell'area dell'euro e la sua evoluzione a partire dal periodo pre-crisi. Vengono inoltre esaminati i diversi sistemi di previdenza sociale in ambito pensionistico e sanitario in vigore nei paesi dell'area dell'euro, oltre che la spesa per istruzione. Particolare attenzione viene dedicata all'analisi delle pensioni, poiché queste rappresentano la quota più consistente della spesa sociale in tutti i paesi. L'articolo individua la necessità di politiche e riforme volte a garantire la sostenibilità della spesa sociale, soprattutto alla luce dell'invecchiamento della popolazione e di possibili shock avversi.

1 Introduzione

La disuguaglianza è ora al centro dei programmi di politica economica a livello internazionale, dal momento che sperequazioni crescenti rappresentano un potenziale elemento di disturbo per lo sviluppo economico futuro, nonché un ostacolo alla mobilità sociale intergenerazionale e alla coesione sociale. In particolare, le decisioni dei Governi in merito al sistema fiscale e alle prestazioni sociali hanno un notevole impatto sui risultati macroeconomici. In questo contesto, i responsabili delle politiche economiche stanno tentando di identificare la composizione più coerente dei conti pubblici, per favorire una "crescita inclusiva". Gli indirizzi di massima sulle riforme di bilancio e strutturali contenuti nelle raccomandazioni specifiche per paese⁹² formulate nell'ambito del Semestre europeo sono anch'essi a sostegno di una crescita inclusiva.

La teoria della finanza pubblica suddivide le funzioni delle Amministrazioni pubbliche in allocazione, stabilizzazione e distribuzione⁹³. In primo luogo, i Governi perseguono un utilizzo efficiente delle risorse dell'economia. In secondo luogo, le politiche di bilancio sono importanti ai fini della stabilizzazione del reddito e

⁹² Cfr. le raccomandazioni specifiche per paese sul [sito Internet](#) della Commissione europea. Le riforme indicate come auspicabili mirano a incrementare i posti di lavoro e a stimolare la crescita economica, preservando la solidità dei conti pubblici e l'equità sociale nei paesi dell'area dell'euro.

⁹³ Cfr. Musgrave, R.A., *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*, McGraw Hill, New York, 1959.

del consumo nelle fasi del ciclo economico⁹⁴. In terzo luogo, tali politiche sono strumentali alla riduzione delle disuguaglianze del reddito risultanti dalle forze di mercato (disuguaglianza di mercato). La redistribuzione può essere misurata come la riduzione percentuale delle disuguaglianze di reddito indotte dal mercato derivante dall'azione diretta del governo (imposte dirette e trasferimenti in denaro).

La spesa sociale può essere definita come la spesa pubblica per la previdenza sociale, l'istruzione e la sanità⁹⁵. Queste risorse mirano a sollevare le famiglie dagli oneri finanziari collegati a una serie di rischi e di bisogni primari. Nella pratica, gran parte della spesa sociale consiste in trasferimenti sociali in denaro versati direttamente alle singole famiglie sotto forma di pensioni, indennità di disoccupazione e malattia, sussidi di assistenza sociale. Altre spese riguardano la fornitura di beni in natura, sia su base collettiva, nei casi in cui tali beni vengono prodotti e distribuiti direttamente dalle Amministrazioni pubbliche, sia su base individuale, attraverso la distribuzione di beni e servizi di mercato alle singole famiglie (o il rimborso dei relativi costi). Come spiegato nel riquadro 1, le diverse modalità di fornitura di beni e servizi pubblici producono un impatto significativo, direttamente o indirettamente, sul reddito disponibile delle famiglie e, di conseguenza, sui loro consumi.

È possibile analizzare la spesa sociale attraverso la classificazione dei dati relativi alle funzioni delle Amministrazioni pubbliche (COFOG)⁹⁶. La composizione della spesa sociale è data dalla spesa distributiva relativa alla previdenza sociale e da quella pre-distributiva a sostegno della crescita di lungo periodo (ovvero l'istruzione e, in misura minore, la sanità). Secondo la letteratura economica, anche gli investimenti in infrastrutture favoriscono la crescita, sebbene non rientrino nella categorizzazione di spesa sociale qui impiegata.

La spesa sociale rappresenta la componente più ampia della spesa pubblica in tutti i paesi dell'area dell'euro e la sua fetta più significativa è costituita dalle prestazioni pensionistiche. A partire dal 2001 la spesa sociale è cresciuta costantemente⁹⁷, sia in termini nominali sia in percentuale della spesa pubblica totale, nonostante una certa volatilità espressa in percentuale del PIL nel periodo della crisi. Nel 2017 la spesa sociale nell'area dell'euro rappresentava, in media, circa il 70 per cento della spesa pubblica complessiva (cfr. tavola 1) e ammontava al

⁹⁴ L'impatto della politica di bilancio sull'economia non è limitato alle sole politiche di bilancio discrezionali. Durante le recessioni, il gettito fiscale si riduce automaticamente e la spesa correlata alla disoccupazione aumenta; le altre spese delle Amministrazioni pubbliche rimangono sostanzialmente invariate, innescando gli "stabilizzatori automatici di bilancio". Tali stabilizzatori automatici contribuiscono inoltre a sostenere la domanda aggregata nelle fasi di rallentamento. Anche altre fluttuazioni strutturali o temporanee della spesa o delle entrate pubbliche avranno un impatto sul reddito e sulla spesa aggregati.

⁹⁵ Ai fini del presente articolo viene adottata questa definizione, che include le funzioni delle Amministrazioni pubbliche con il più ampio impatto sociale sulle famiglie. Circolano diverse altre definizioni di spesa sociale, da una restrittiva che include solo i trasferimenti in denaro o in natura associati alla previdenza sociale ad altre più ampie che comprendono anche la tutela dell'ambiente, le abitazioni e i servizi collettivi, le attività ricreative, culturali e religiose.

⁹⁶ Gli ultimi dati COFOG si riferiscono al 2017. I dati sono in termini nominali, vale a dire che i raffronti nel tempo riflettono anche i differenziali di inflazione e i raffronti dei livelli relativi ai diversi paesi riflettono le differenze nel livello dei prezzi. Cfr. l'articolo *Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione europea*, nel numero di aprile 2009 del Bollettino mensile della BCE.

⁹⁷ I dati relativi alla spesa per previdenza sociale, sanità e istruzione sono disponibili a partire dal 2001 per l'area dell'euro e per la maggior parte dei paesi che la compongono.

31 per cento del PIL, ovvero a 3.500 miliardi di euro. La previdenza sociale è di gran lunga la componente più ampia della spesa sociale nei paesi dell'area dell'euro e rappresenta, in media, il 42 per cento della spesa pubblica totale e circa il 20 per cento del PIL. Tra i diversi paesi vi sono notevoli differenze nel livello di previdenza sociale, che rappresenta circa un terzo della spesa pubblica totale a Malta e in Lettonia e circa la metà in Finlandia e in Germania. La principale componente in tutti i paesi è rappresentata dalla spesa per le pensioni (di vecchiaia e di reversibilità), che ammonta in media al 12,4 per cento del PIL, seguita da malattia e invalidità, famiglie e bambini, disoccupazione e alloggi. Nonostante le riforme del sistema pensionistico avviate in molti paesi dell'area dell'euro, le pensioni costituiscono il principale carico di spesa per le Amministrazioni pubbliche. D'altro canto, negli ultimi anni i paesi dell'area dell'euro hanno limitato la spesa relativa a sanità e istruzione, che rispettivamente ammontano, in media, al 7,1 per cento e al 4,5 per cento del PIL (ovvero al 15 e al 9,6 per cento della spesa pubblica totale).

Tavola 1

Scomposizione della spesa sociale per funzione COFOG (area dell'euro, 2017)

Categoria COFOG	Miliardi di euro	Percentuale della spesa pubblica totale	Percentuale del PIL
Spesa sociale totale	3.522,6	66,8	31,4
Sanità	793,0	15,0	7,1
Istruzione	508,6	9,6	4,5
Previdenza sociale	2.221,1	42,1	19,8
di cui per malattia e invalidità	309,0	5,9	2,8
di cui per pensioni (di vecchiaia e di reversibilità)	1.388,4	26,3	12,4
di cui per famiglie e bambini	190,5	3,6	1,7
di cui per disoccupazione	172,3	3,3	1,5
di cui per alloggi	42,2	0,8	0,4

Fonte: Eurostat.

Non esiste un livello ottimale di spesa sociale in rapporto all'economia di un paese che si addica a tutte le varie realtà. La composizione ottimale della spesa sociale tiene conto di fattori microeconomici (come l'efficienza dei sistemi di spesa) e macroeconomici (come le dimensioni dei moltiplicatori di bilancio). Questa considerazione è a favore degli strumenti di bilancio che sostengono la crescita, basandosi sull'idea che la composizione dei conti pubblici abbia un impatto sul prodotto nel lungo periodo. Implica scelte politiche e preferenze sociali, come le dimensioni ottimali dello Stato⁹⁸, la governance di bilancio e il regime fiscale che finanzia la spesa sociale. Ha inoltre ripercussioni sulla sostenibilità del debito, sull'interazione con le altre politiche economiche, sulla demografia e sul capitale politico esistente per la soddisfacente attuazione delle riforme di bilancio e strutturali.

⁹⁸ I risultati in termini di prestazioni ed efficienza variano enormemente da paese a paese, tuttavia gli studi sembrano indicare un benchmark del rapporto fra spesa pubblica e PIL pari al 30-35 per cento circa del PIL nelle economie avanzate. Cfr. Afonso, A. e Schuknecht, L., "How 'big' should government be?", *EconPol Working Papers*, n. 23, European Network for Economic and Fiscal Policy Research, marzo 2019.

Di fatto, le pressioni politiche volte a scardinare le riforme che pesano sui cittadini più anziani potrebbero crescere in ragione dell'aumento dell'età del votante medio. Inoltre, con l'aumento del numero di beneficiari rispetto ai contribuenti, emergono questioni di equità intergenerazionale.

I sistemi di previdenza sociale e le modalità attraverso cui vengono forniti beni e servizi pubblici variano considerevolmente tra i diversi paesi dell'area

dell'euro. A causa delle diverse preferenze sociali, non vi è stata convergenza tra i sistemi adottati nei diversi paesi nel corso dell'ultimo decennio. Alcuni paesi adottano un "modello integrato con il pubblico" che collega i finanziamenti ai fornitori di beni e servizi appartenenti alla pubblica amministrazione. In altri paesi, l'Amministrazione pubblica acquista i beni e i servizi prevalentemente da produttori che operano sul mercato, secondo un "modello di contratto pubblico". La spesa sociale è pertanto rappresentata in modo differente nei conti nazionali dei diversi paesi, rendendo più complessa l'interpretazione dei dati raffrontati. Anche le stime degli obblighi relativi al regime pensionistico di previdenza sociale variano da paese a paese, a seconda del fatto che l'organizzazione degli schemi pensionistici sia più orientata al pubblico o al privato. In generale, nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro vigono schemi ampiamente improntati al pubblico, mentre nei Paesi Bassi e, in misura minore, in Irlanda, vi è una considerevole presenza di pilastri privati.

In conseguenza di tale diversità, una valutazione approfondita della spesa sociale richiede un'analisi dei microdati e dei sistemi fiscali dei singoli paesi.

I dati aggregati vanno interpretati con cautela e integrati con ulteriori studi. Ad esempio, è importante monitorare con attenzione i costi sostenuti per la fornitura di servizi pubblici e sottoporre a ulteriore analisi l'efficienza della spesa pubblica nel contesto delle procedure di revisione della spesa (vale a dire come si massimizza l'effetto economico della spesa utilizzando le risorse disponibili). Riguardo ai regimi fiscali in vigore, a parte la progressività delle imposte dirette e indirette e l'efficienza del sistema tributario, nei paesi dell'area dell'euro si fa ampio ricorso a esenzioni fiscali in ambito pensionistico, sanitario e degli alloggi. L'impatto di tali esenzioni sui conti pubblici e il loro effetto di attenuazione sulla distribuzione del reddito è difficile da calcolare. In ogni caso, ciò esula dalle finalità del presente articolo⁹⁹.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 analizza l'evoluzione della spesa sociale a partire dagli anni precedenti la crisi e suoi effetti sul reddito disponibile e sui consumi delle famiglie; la sezione 3 discute la funzione distributiva dei conti pubblici nei paesi dell'area dell'euro, con un'analisi descrittiva delle differenze tra i diversi sistemi di previdenza sociale e un approfondimento sulle pensioni, essendo la principale componente della spesa sociale in ciascun paese dell'area dell'euro; la sezione 4 conclude.

⁹⁹ Un recente studio di microsimulazione suggerisce che il costo-ricavo della spesa fiscale collegata alle pensioni è eterogeneo, e varia dai mancati ricavi molto considerevoli di paesi baltici e Portogallo (oltre il 13 per cento della spesa per pensioni di vecchiaia) al più neutrale impatto osservato in Spagna e in Lussemburgo, fino a un ricavo extra dell'1 per cento a Malta e di quasi il 5 per cento della spesa per pensioni di vecchiaia in Grecia (dovuto all'imposta di solidarietà). Cfr. Barrios, S., Moscarola, F.C., Figari, F. e Gandullia, L., "Size and distributional pattern of pension-related tax expenditures in European countries", *JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms*, n. 06/2018, Commissione europea, novembre 2018.

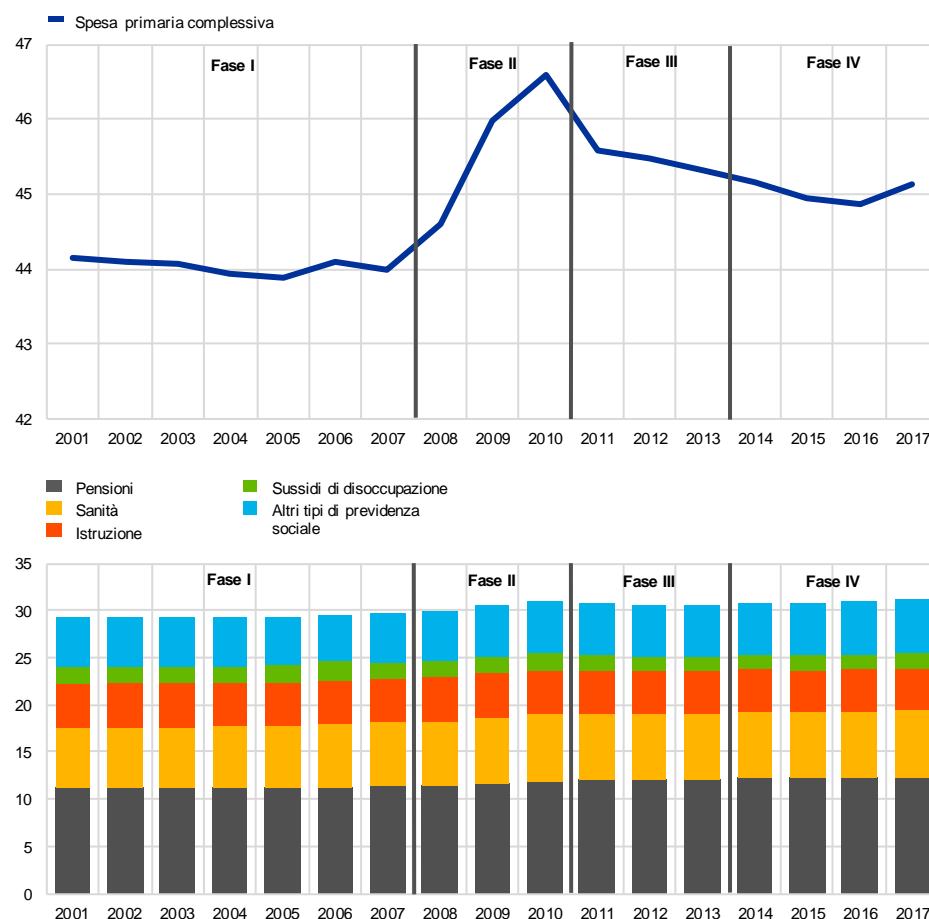
2 Evoluzione della composizione della spesa sociale nell'area dell'euro

Nell'area dell'euro si è osservato un aumento, in rapporto al PIL, sia della spesa pubblica complessiva sia di quella sociale, nonostante una certa volatilità nel periodo della crisi. Il grafico 1 illustra le tendenze del rapporto tra spesa primaria corretta per gli effetti del ciclo economico e PIL e le categorie di spesa sociale a livello dell'area dell'euro durante il periodo tra il 2001 e il 2017. Nella fase pre-crisi (Fase 1), la spesa primaria (ovvero la spesa pubblica totale al netto della spesa per interessi) era relativamente stabile. Durante la crisi finanziaria, il brusco peggioramento del PIL tra il 2008 e il 2010 è stato accompagnato da un temporaneo aumento della spesa (Fase 2) che si è riflesso in un aumento del rapporto tra la spesa primaria corretta per gli effetti del ciclo e il PIL. Dopo il picco della crisi finanziaria nel 2010, il rapporto spesa primaria/PIL ha iniziato a scendere (Fase 3), di riflesso alle politiche di consolidamento messe in atto dai paesi dell'area dell'euro alla luce delle crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Dopo la normalizzazione delle politiche di bilancio nel 2014 (Fase 4), il rapporto tra la spesa primaria e il PIL si è mantenuto stabile intorno al 45 per cento del PIL, un punto percentuale al di sopra del livello pre-crisi.

Grafico 1

Spesa primaria corretta per gli effetti del ciclo economico e scomposizione della spesa sociale nell'area dell'euro

(percentuali del PIL potenziale ai prezzi correnti)



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

Note: la fase I rappresenta il periodo pre-crisi (2001-2007). La fase II è la prima parte della crisi (2008-2010), il periodo nel quale la maggior parte dei paesi ha risposto con aumenti d'emergenza della spesa. La fase III è quella di consolidamento (2011-2013), sebbene alcuni paesi avessero avviato tale fase già prima di tale data (ad esempio la Lettonia, nel 2009). Nel 2013 erano stati fatti progressi significativi nel contenimento degli squilibri di bilancio. La fase IV rappresenta il periodo post-crisi (dal 2014). In diversi paesi il periodo di consolidamento si è protratto oltre il 2013 (ad esempio in Grecia e a Cipro). Le pensioni includono sia quelle di vecchiaia sia quelle di reversibilità. I dati sui sussidi di disoccupazione sono corretti per gli effetti del ciclo.

In generale, nell'area dell'euro la spesa per le pensioni è cresciuta più rapidamente del PIL potenziale, in conseguenza dell'invecchiamento della popolazione. Come mostrato nel grafico 2, prima dell'avvio del consolidamento di bilancio, gli aumenti della spesa per le pensioni come percentuale del PIL potenziale (Fasi I e II) sono stati particolarmente forti in Portogallo, Grecia, Francia e Finlandia. D'altro canto, in diversi paesi si sono osservati aumenti al di sotto di quelli del PIL potenziale, in particolare durante il periodo tra il 2000 e il 2007 (Fase I). È il caso, in particolare, della Lettonia, della Lituania, dell'Austria, della Slovacchia, della Germania e della Spagna. Durante il periodo di consolidamento (Fase III), gli incrementi della spesa per le pensioni in rapporto al PIL potenziale sono proseguiti nella maggior parte dei paesi, con l'eccezione di Grecia e Irlanda, dove la spesa si è ridotta. Tali riduzioni, tuttavia, sono state minori rispetto agli aumenti osservati negli anni precedenti. Anche in Germania e in Estonia si sono osservate riduzioni della

spesa per le pensioni in percentuale del PIL potenziale. Dopo il 2013, la spesa per le pensioni ha continuato ad aumentare più rapidamente del PIL potenziale in circa la metà dei paesi dell'area dell'euro, in particolare in Finlandia¹⁰⁰. Questo aumento riflette la quota crescente di popolazione in età più avanzata, ma anche gli effetti delle riforme del sistema pensionistico precedentemente varate e il più basso livello di crescita del PIL potenziale nel periodo post-crisi. In prospettiva, per l'area dell'euro nel suo complesso le proiezioni indicano variazioni sostanziali dell'indice di dipendenza degli anziani, che passerà dalle oltre tre persone in età lavorativa per ogni individuo di età superiore o uguale ai 65 anni ad appena due persone in età lavorativa circa entro il 2070¹⁰¹. Le pressioni derivanti dall'invecchiamento della popolazione continueranno pertanto a limitare negli anni a venire i margini di manovra per le politiche di bilancio dei governi.

Grafico 2

Spesa pubblica per le pensioni nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni cumulate, punti percentuali del PIL potenziale)



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

Note: le pensioni includono sia quelle di vecchiaia sia quelle di reversibilità. Le variazioni cumulate in punti percentuali del PIL potenziale si riferiscono al rapporto tra la spesa nominale per le pensioni basata sui dati COFOG (numeratore) e il PIL potenziale nominale (denominatore) calcolato utilizzando il PIL potenziale in termini reali ai livelli di riferimento del 2010 (banca dati Ameco) e il deflatore del PIL. Le stime sul prodotto potenziale per l'Irlanda sono fortemente influenzate dalle attività delle grandi imprese multinazionali e sono pertanto soggette a un grado di incertezza particolarmente elevato.

* I dati relativi a Germania e Lituania sono disponibili a partire dal 2001; quelli relativi a Belgio, Grecia, Italia, Lettonia, Malta, Slovacchia, Finlandia e area dell'euro a partire dal 2002.

L'impatto delle modifiche apportate alle politiche dopo lo scoppio della crisi è più evidente per la spesa sanitaria, poiché la crescita di tale voce di spesa sta rallentando nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro nonché nell'area nel suo complesso. Come illustrato nel grafico 3, aumenti significativi della spesa sanitaria in percentuale del PIL potenziale sono stati registrati nella maggioranza dei

¹⁰⁰ Il ruolo delle riforme pensionistiche nell'ambito del processo di consolidamento di bilancio e non solo, tema di particolare interesse se si considera che tali riforme potrebbero avere effetti particolarmente positivi sulla crescita di lungo periodo se saranno in grado di incrementare la partecipazione alle forze di lavoro, viene spiegato in dettaglio nella sezione 3.

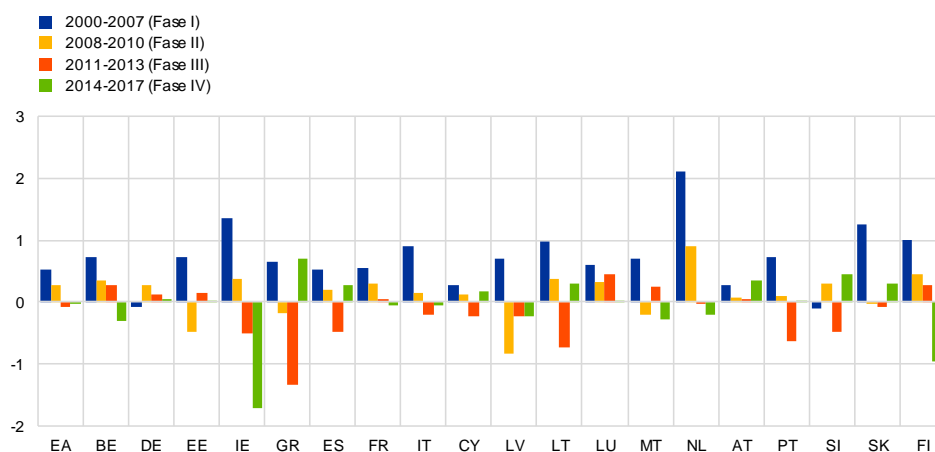
¹⁰¹ A livello dell'area dell'euro, entro il 2070 la quota di persone di età superiore o uguale a 65 anni dovrebbe salire dal 20 al 29 per cento della popolazione; dovrebbe aumentare dal 6 al 13 per cento anche la quota di persone di età superiore o uguale a 80 anni, che diverrà quasi equivalente a quella della popolazione giovane (15 per cento). Per contro, la popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni (in età lavorativa) diminuirà passando dal 65 al 56 per cento. Secondo le proiezioni, l'indice di dipendenza degli anziani (il rapporto tra le persone di età superiore o uguale ai 65 anni e quelle di età compresa tra i 15 e i 64 anni) dovrebbe aumentare dal 30,9 al 51,8 per cento nel periodo tra il 2016 e il 2070. Cfr. la banca dati delle proiezioni demografiche sul [sito Internet](#) dell'Eurostat.

paesi dell'area dell'euro nel periodo precedente il consolidamento di bilancio, determinando l'incremento di tale voce di spesa in rapporto al PIL a livello dell'area dell'euro. Una crescita della spesa sanitaria lievemente inferiore a quella del PIL potenziale è stata osservata solo in Germania e in Slovenia. L'inizio della crisi ha determinato un cambio di tendenza e nella maggior parte dei paesi si è verificato un rallentamento della spesa sanitaria che in molti paesi è proseguito anche durante i periodi di consolidamento e di post-consolidamento. A partire dalla crisi, la spesa sanitaria è cresciuta meno del PIL potenziale almeno per un limitato periodo di tempo nella maggioranza dei paesi.

Grafico 3

Spesa pubblica per la sanità nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni cumulate, punti percentuali del PIL potenziale)



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

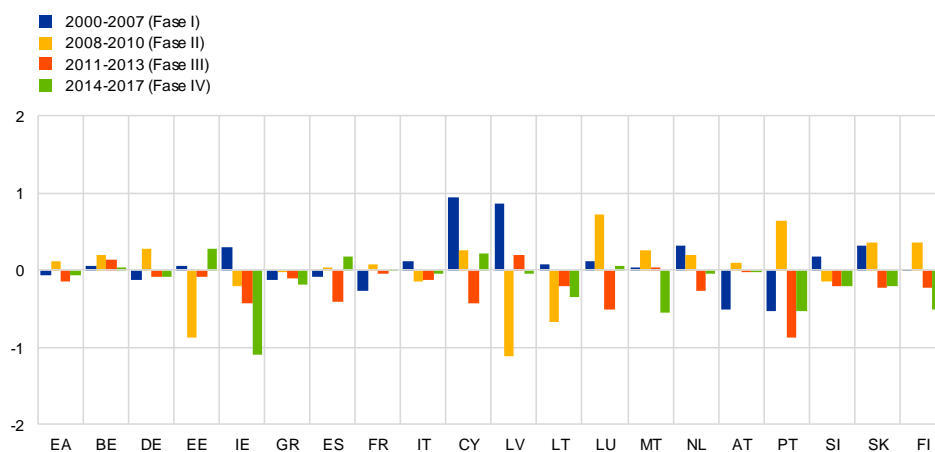
Note: le variazioni cumulate in punti percentuali del PIL potenziale si riferiscono al rapporto tra la spesa sanitaria in termini nominali basata sui dati COFOG (numeratore) e il PIL potenziale nominale (denominatore) calcolato utilizzando il PIL potenziale in termini reali ai livelli di riferimento del 2010 (banca dati Ameco) e il deflatore del PIL. Le stime sul prodotto potenziale per l'Irlanda sono fortemente influenzate dalle attività delle imprese multinazionali e sono pertanto soggette a un grado di incertezza particolarmente elevato.

La spesa per l'istruzione, generalmente considerata propedeutica alla crescita economica di lungo periodo, è diminuita nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro a partire dal periodo di consolidamento. Aumenti della spesa per l'istruzione in percentuale del PIL sono stati registrati prima del periodo di consolidamento, prevalentemente a Cipro, in Lettonia, in Irlanda, in Slovacchia e nei Paesi Bassi (cfr. grafico 4). Durante la crisi, e ancora più diffusamente nel periodo di consolidamento, si è osservato un calo generalizzato della crescita della spesa per l'istruzione, con alcuni paesi che hanno registrato tassi di crescita al di sotto di quelli del PIL potenziale, principalmente in relazione ai tagli apportati ai redditi da lavoro dipendente (salari di educatori e insegnanti). Nel periodo tra il 2014 e il 2017, la dinamica della spesa per istruzione in rapporto al PIL potenziale ha continuato a mostrarsi moderata nella maggior parte dei paesi, in particolare in Irlanda, a Malta, in Portogallo e in Finlandia.

Grafico 4

Spesa pubblica per l'istruzione nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni cumulate, punti percentuali del PIL potenziale)



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

Note: le variazioni cumulate in punti percentuali del PIL potenziale si riferiscono al rapporto tra la spesa per l'istruzione in termini nominali basata sui dati COFOG (numeratore) e il PIL potenziale nominale (denominatore) calcolato utilizzando il PIL potenziale in termini reali ai livelli di riferimento del 2010 (banca dati Ameco) e il deflatore del PIL. Le stime sul prodotto potenziale per l'Irlanda sono fortemente influenzate dalle attività delle imprese multinazionali e sono pertanto soggette a un grado di incertezza particolarmente elevato.

Anche altre componenti della spesa sociale evidenziano tendenze divergenti.

In particolare, i dati relativi ai sussidi di disoccupazione evidenziano una dinamica molto eterogenea sia in termini temporali sia tra paesi; tale eterogeneità è riconducibile principalmente alla funzione di stabilizzazione economica dei sussidi. Sebbene sia generalmente aumentata nel periodo pre-crisi e nella prima parte della crisi (2008-2010), la spesa per i sussidi di disoccupazione è tendenzialmente diminuita a partire dal 2011. All'indomani della crisi finanziaria internazionale, la disoccupazione è cresciuta in modo significativo nella maggior parte dei paesi; tuttavia questo andamento si è manifestato in modo molto più marcato e durevole in alcuni paesi (quali Grecia, Spagna e Italia) rispetto ad altri (ad esempio Germania e Paesi Bassi). La spesa per malattia e invalidità, famiglie e bambini, alloggi e contrasto all'esclusione sociale, che aveva evidenziato una tendenza discendente prima degli anni della crisi (fino al 2005), ha cominciato a crescere stabilmente a partire da tale periodo. Questo andamento ha riflesso, in particolare, la spesa volta al contrasto all'esclusione sociale, come l'assistenza fornita alle persone a elevato rischio di povertà o in condizioni di difficoltà. La restante parte dell'articolo si concentra sull'analisi delle tre principali componenti della spesa sociale, ovvero pensioni, sanità e istruzione.

Riquadro 1

La spesa sociale in relazione al reddito disponibile e ai consumi delle famiglie

La spesa delle amministrazioni pubbliche per le funzioni sociali incide sul reddito

disponibile e sui consumi delle famiglie. I consumi finali delle famiglie¹⁰² rappresentano

l'ammontare complessivo di beni e servizi acquistati dalle famiglie per l'uso quotidiano. Si tratta

¹⁰² I consumi finali delle famiglie includono anche una stima dei consumi dei servizi forniti dalle abitazioni di proprietà.

della più ampia componente di spesa del PIL nell'area dell'euro (circa il 54 per cento del PIL nel 2018).

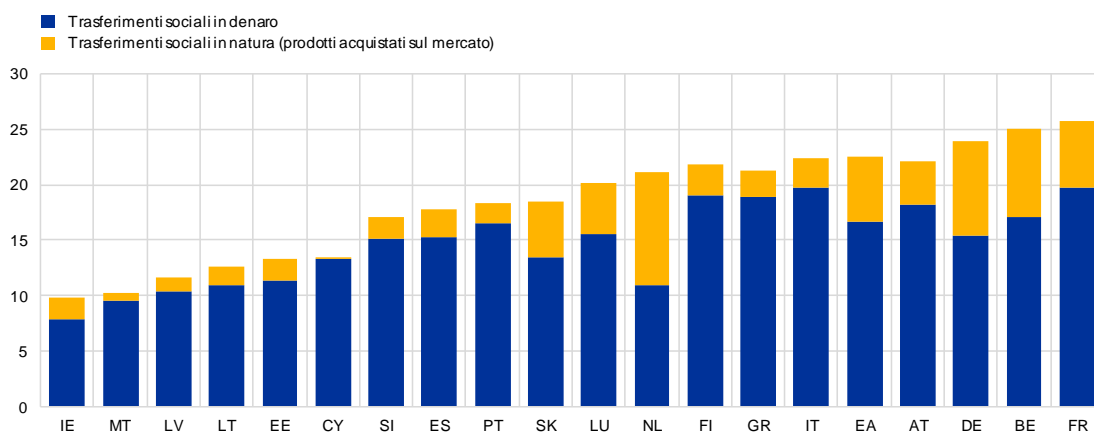
Un'ampia quota della spesa sociale sostenuta dalle Amministrazioni pubbliche consiste in trasferimenti sociali alle famiglie, in denaro o in natura. I trasferimenti sociali in natura possono essere forniti in due modi: attraverso l'acquisto di prodotti sul mercato o tramite la produzione diretta da parte dello Stato. Nel primo caso, lo Stato acquista beni e servizi da produttori che operano sul mercato e li mette a disposizione delle famiglie gratuitamente o a prezzo ridotto; un esempio è costituito dai rimborsi delle spese sanitarie o del canone di affitto. Nel secondo caso, lo Stato produce beni e servizi che vengono forniti direttamente alle famiglie; è il caso dei trasferimenti di natura collettiva, come i servizi sanitari e di istruzione finanziati ed erogati direttamente dallo Stato. I costi relativi ai trasferimenti sociali di natura collettiva includono i redditi da lavoro dipendente, il consumo di capitale fisso e i consumi intermedi dei beni e dei servizi utilizzati per produrli. Per convenzione, i trasferimenti sociali in natura rientrano nei consumi finali collettivi.

Nel 2017, nei paesi dell'area dell'euro i trasferimenti sociali destinati alle singole famiglie variavano tra il 9,9 per cento del PIL in Irlanda e il 25,8 per cento del PIL in Francia (cfr. grafico A). I trasferimenti sociali vengono corrisposti principalmente in denaro (istogrammi blu nel grafico A). Tuttavia, per alcuni paesi dell'area dell'euro (Paesi Bassi, Slovacchia, Germania, Belgio, Lussemburgo e Francia) i trasferimenti sociali in natura acquistati sul mercato (istogrammi gialli) rappresentano oltre un quinto dei trasferimenti sociali totali.

Grafico A

Trasferimenti sociali erogati dallo Stato in denaro e in natura (2017)

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Gli incrementi dei trasferimenti sociali in denaro accrescono direttamente il reddito disponibile lordo delle famiglie, che può essere destinato sia ai consumi finali sia al risparmio. Il grafico B illustra le componenti del reddito disponibile delle famiglie in percentuale del PIL nei paesi dell'area dell'euro nel 2017. In tale anno, nei paesi dell'area i trasferimenti sociali netti in denaro percepiti dalle famiglie hanno oscillato tra il 9 e il 22 per cento del PIL e il grosso di tali somme è stato corrisposto dallo Stato¹⁰³ (oltre l'80 per cento nella maggior

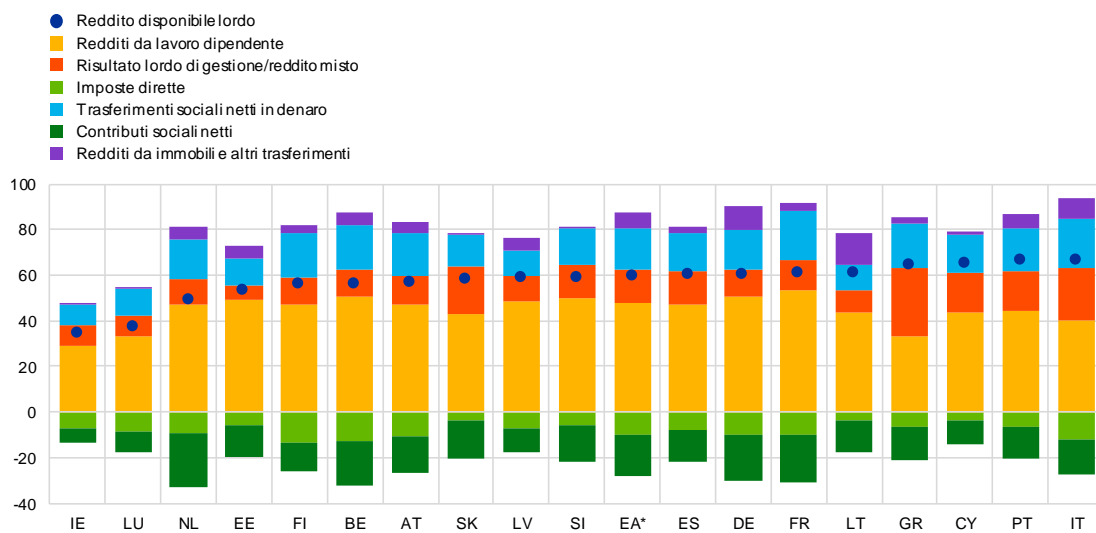
¹⁰³ I trasferimenti sociali in contanti vengono corrisposti alle famiglie anche dalle società finanziarie e non finanziarie (ad esempio prestazioni pensionistiche del secondo pilastro, sussidi per malattia e invalidità e benefit per la famiglia e le cure sanitarie a favore dei propri dipendenti) nonché da istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

parte dei paesi dell'area). Solo nei Paesi Bassi la quota di trasferimenti a carico dello Stato è significativamente inferiore (60 per cento circa), a causa della rilevanza del secondo pilastro del sistema pensionistico (privato) nel pagamento delle prestazioni pensionistiche (cfr. riquadro 2).

Grafico B

Reddito disponibile lordo delle famiglie e sue componenti

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: i dati per Malta non sono disponibili.

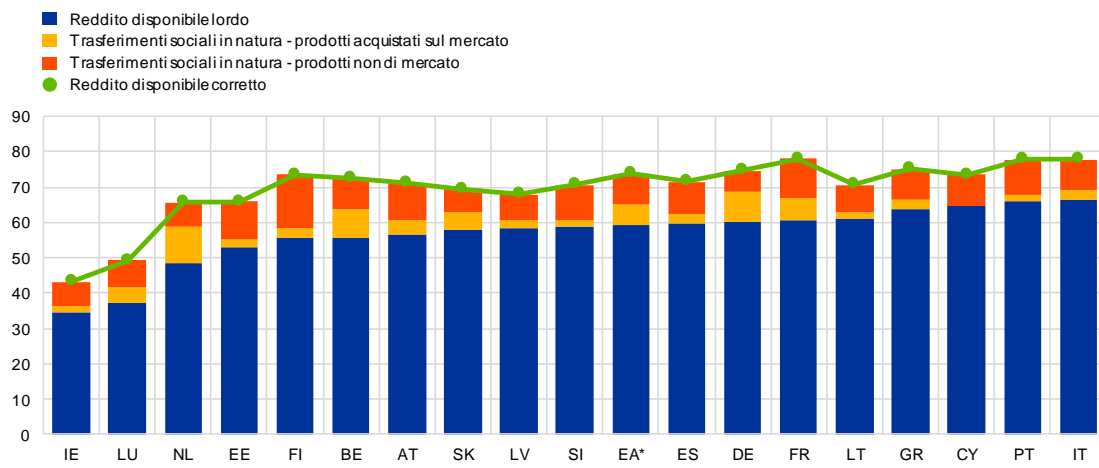
* L'aggregato dell'area dell'euro esclude Malta.

Al fine di correggere per gli effetti delle diverse pratiche di contabilizzazione dei trasferimenti sociali in denaro e in natura sul reddito disponibile delle famiglie, è possibile derivare un ulteriore aggregato per le famiglie (il “reddito disponibile corretto delle famiglie”), aggiungendo al reddito disponibile delle famiglie i trasferimenti sociali in natura (per i paesi dell’area dell’euro nel 2017, cfr. grafico C). I trasferimenti sociali in natura oscillano tra il 9 e il 18 per cento del PIL e accrescono in misura significativa il reddito disponibile corretto delle famiglie. La media dell’area dell’euro è pari al 14 per cento del PIL. I pagamenti in natura attraverso prodotti acquistati sul mercato sono più elevati in alcuni paesi (Paesi Bassi, Germania, Belgio e Francia) rispetto ad altri. Ciò dipende anche dal modello di finanziamento della previdenza sociale adottato (cfr. sezione 3 per i diversi schemi di finanziamento delle cure sanitarie).

Grafico C

Reddito disponibile lordo e reddito disponibile corretto delle famiglie (2017)

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: i dati per Malta non sono disponibili.

* L'aggregato dell'area dell'euro esclude Malta.

3 I sistemi previdenziali dell'area dell'euro nel dettaglio

I sistemi previdenziali adottati dai paesi dell'area dell'euro e le loro riforme influenzano il profilo e i livelli della spesa pubblica.

La spesa destinata alla sanità o all'istruzione da ciascun paese riflette un ampio spettro di fattori di mercato, politici e sociali, nonché le diverse strutture di finanziamento e organizzative dei singoli sistemi nazionali. Il confronto tra la spesa pubblica sociale dei diversi paesi richiede un'interpretazione cauta, che tenga conto dei diversi sistemi e modelli previdenziali esistenti. Questa sezione fornisce uno sguardo di insieme sui diversi sistemi pensionistici, sanitari e di istruzione nell'area dell'euro e analizza le modalità attraverso cui la spesa pubblica può essere influenzata dalla scelta di un determinato modello.

Pensioni

L'assetto del sistema pensionistico varia significativamente tra i diversi paesi dell'area dell'euro.

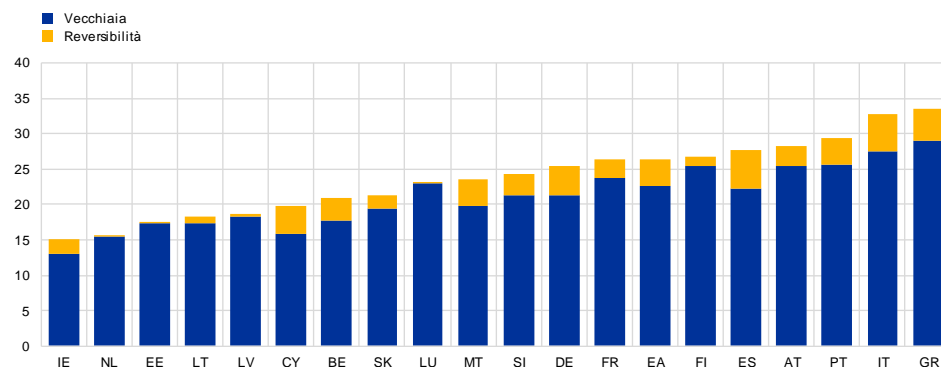
Tale varietà è riconducibile sia a differenze storiche sia ai diversi stadi di attuazione delle riforme del sistema pensionistico nei vari paesi. In particolare, l'organizzazione dei sistemi pensionistici in piani pubblici e privati produce un impatto sui rischi di sostenibilità. In tutti i paesi dell'area dell'euro, gli schemi pensionistici gestiti dalla pubblica amministrazione ricoprono un ruolo importante nella fornitura di prestazioni pensionistiche. Nel 2017, la spesa pubblica

per le pensioni di vecchiaia e di reversibilità¹⁰⁴ variava dal 15,1 per cento della spesa pubblica complessiva in Irlanda, al 33,5 per cento in Grecia (cfr. grafico 5).

Grafico 5

Spesa pubblica per le pensioni (2017)

(percentuale della spesa pubblica totale)



Fonte: Eurostat.

I sistemi pensionistici vengono tradizionalmente suddivisi in tre pilastri¹⁰⁵. Il primo pilastro consiste in un piano di previdenza sociale pubblica obbligatoria basato sul principio della ripartizione. Si tratta generalmente di regimi a prestazione definita, sebbene nei paesi dell'area dell'euro siano presenti anche sistemi a contribuzione nozionale definita e sistemi a punti. I sistemi a ripartizione comprendono spesso le pensioni di vecchiaia, di reversibilità e di disabilità. Il secondo pilastro include schemi di previdenza sociale aziendali, generalmente definiti dalle aziende in favore dei propri dipendenti. Tali schemi sono per lo più a capitalizzazione e possono essere a prestazione definita o a contribuzione definita. Il secondo pilastro comprende anche gli schemi a favore dei dipendenti pubblici, sia a capitalizzazione sia a ripartizione. Gli schemi privati volontari costituiscono il terzo pilastro, ma non rientrano nei piani di previdenza sociale¹⁰⁶. Essi assumono rilevanza nei paesi in cui l'Amministrazione pubblica incoraggia tali piani di risparmio fornendo ulteriore sostegno finanziario, ad esempio sussidi e incentivi fiscali (quali Germania, Lussemburgo, Italia, Malta, Austria, Portogallo e Slovacchia).

¹⁰⁴ Sebbene in molti paesi le pensioni di invalidità rientrino nei piani di previdenza sociale, tali dati sono esclusi per motivi di comparabilità, poiché nei dati COFOG i sussidi di invalidità sono riportati assieme ad altri sussidi per malattia.

¹⁰⁵ Gli schemi pensionistici possono essere classificati in base a diversi parametri. Oltre alla classificazione su tre pilastri, essi possono essere a ripartizione, quando le prestazioni correnti sono finanziate dai contributi correnti, o a capitalizzazione, quando i contributi correnti vengono investiti per finanziare prestazioni future. Gli schemi pensionistici possono anche essere suddivisi in regimi a prestazione definita e regimi a contribuzione definita. Nei regimi a prestazione definita, le prestazioni sono determinate da una formula, cui si può aggiungere un importo minimo garantito (SEC 2010 17.57). Nei regimi a contribuzione definita, le prestazioni sono definite esclusivamente in base al montante dei contributi versati e agli incrementi di valore risultanti dall'investimento degli stessi (SEC 2010 17.54).

¹⁰⁶ I contributi a tali piani di risparmio provengono dal reddito disponibile delle famiglie. Le prestazioni corrisposte non rientrano nella spesa pubblica, ma nelle assicurazioni sulla vita e nei diritti a rendite delle famiglie. Le assicurazioni sulla vita e i diritti a rendite consistono in attività finanziarie che i sottoscrittori delle polizze e i beneficiari delle rendite detengono nei confronti di aziende che forniscono tali servizi (SEC 2010 5.174).

Esistono inoltre piani di riduzione della povertà che prevedono la corresponsione di una pensione di base o la fornitura di assistenza sociale indipendentemente dai contributi degli schemi aziendali. Generalmente questi piani non rientrano nel sistema di previdenza sociale ma la spesa per tali prestazioni può essere inclusa nella spesa pensionistica.

La tavola 2 riassume gli schemi pensionistici dei paesi dell'area dell'euro ripartiti tra il primo e il secondo pilastro. Tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di schemi pensionistici del primo pilastro che coprono ampie quote delle forze di lavoro. Essi rappresentano la quota di spesa pubblica di gran lunga più ampia per quanto riguarda le pensioni di vecchiaia, di reversibilità e di invalidità. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro questi regimi sono a prestazione definita. In tre paesi (Irlanda, Grecia e Paesi Bassi) le prestazioni per pensionamento vengono corrisposte a tariffazione forfettaria, indipendentemente dai contributi o dai criteri che ne determinano il livello. Tali pensioni a tariffazione forfettaria possono essere integrati con altri schemi pubblici o privati. In alcuni paesi vigono anche sistemi a contribuzione nozionale definita e a punti¹⁰⁷.

¹⁰⁷ Nei sistemi a punti, le prestazioni sono determinate da un punteggio acquisito in base agli anni e all'ammontare dei contributi versati o in base ad altri criteri.

Tavola 2

Schemi pensionistici del primo e secondo pilastro nei paesi dell'area dell'euro

	Primo pilastro	Secondo pilastro		
	Schemi di previdenza sociale obbligatoria	Altri schemi di previdenza sociale aziendali		
	Sistemi a ripartizione	Per dipendenti pubblici, a ripartizione ¹	A capitalizzazione	
Gestiti dalla pubblica amministrazione			Gestiti da privati	
BE	PD	PDP		PD, CD
DE	Punti	PDP		PD, CD, PDP
EE	PD	PDP		CD
IE	Tariff. fortettaria	PDP		CD, PD
GR²	Tariff. fortettaria + PD + NCD	PDP		CD, PD
ES	PD	PDP		CD, PD
FR	PD, Punti	PDP		
IT	NCD			CD, PD
CY³	Punti	PDP		CD, PD
LV	NCD	PDP		CD, PD
LT	Punti	PDP		CD
LU	PD	PDP		CD, PD
MT	PD	PDP		
NL	Tariff. fortettaria	PDP		CD, PD, PDP
AT	PD	PDP		CD, PD
PT	PD	PDP	CD	CD, PD, PDP
SI	DB		CD	CD
SK	DB	PDP		CD
FI⁴	PD			CD, PD

Fonti: Sistema europeo di banche centrali (SEBC); Eurostat: Pensions in National Accounts; tavola 29 delle schede informative; Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA): Database of pension plans and products in the EEA; Statistical Summary, dicembre 2014; Commissione europea (Direzione generale per gli affari economici e finanziari): The 2018 Ageing Report.

Note: PAYG, sistemi a ripartizione (pay-as-you-go); PD, sistemi a prestazione definita; CD, sistemi a contribuzione definita; NCD, sistemi nozionali a contribuzione definita; PDP, sistemi a prestazione definita per dipendenti pubblici.

1) Questi regimi sono a metà strada fra i sistemi pensionistici pubblici (primo pilastro) e quelli professionali (secondo pilastro). Ai fini del presente articolo, essi sono inclusi nel secondo pilastro e classificati tra i regimi aziendali, ma mostrati separatamente rispetto agli altri regimi di quel pilastro.

2) Il sistema nozionale a contribuzione definita (NCD) in Grecia è un regime pensionistico obbligatorio complementare.

3) Il regime (a prestazione definita) riservato ai dipendenti pubblici si applica a tutti i dipendenti a tempo indeterminato assunti in data precedente o uguale al 1° ottobre 2011.

4) Il regime del primo pilastro è con patrimonio previdenziale a copertura parziale.

Inoltre, i deflussi dai regimi a ripartizione previsti per i dipendenti pubblici in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro (eccetto l'Italia, la Slovenia e la Finlandia) e gli schemi pensionistici a capitalizzazione gestiti dalla pubblica amministrazione esistenti in Portogallo e in Slovenia sono anch'essi conteggiati nella spesa pubblica per le pensioni. Gli schemi pensionistici aziendali a capitalizzazione non esistono in Francia e a Malta.

Alla fine del 2018 l'Eurostat ha pubblicato un nuovo dataset sui diritti pensionistici maturati nella previdenza sociale. Esso fornisce informazioni sui

diversi schemi pensionistici adottati dai paesi dell'UE (primo e secondo pilastro) alla fine del 2015 e agevola la comparabilità tra paesi. I dati sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Grecia e Lussemburgo. Sebbene si riferiscano ai diritti pensionistici delle famiglie, essi illustrano anche l'importanza relativa degli schemi pensionistici rispetto alla spesa pubblica. Il riquadro 2 illustra il nuovo set di dati e i suoi possibili usi.

Riquadro 2

I diritti pensionistici maturati dalle famiglie nei diversi paesi dell'area dell'euro

a cura di István Vincze

L'Eurostat ha pubblicato un nuovo e dettagliato dataset, armonizzato, sui diritti pensionistici maturati nell'ambito della previdenza sociale alla fine del 2018¹⁰⁸. La nuova serie di dati mira a fornire una rilevazione esaustiva e coerente dei diritti pensionistici maturati nell'ambito delle assicurazioni sociali (primo e secondo pilastro) e ad agevolarne la comparabilità tra paesi¹⁰⁹. Essa contribuisce ad analizzare la composizione della ricchezza delle famiglie prescindendo dall'organizzazione dei sistemi pensionistici nazionali. Esso inoltre integra le informazioni disponibili sulle finanze pubbliche. È tuttavia opportuno sottolineare che i risultati della rilevazione non costituiscono una misura diretta della sostenibilità dei sistemi pensionistici a ripartizione né della sostenibilità complessiva delle finanze pubbliche dei paesi¹¹⁰. A tale scopo occorrerebbe ampliare il concetto di diritti pensionistici al fine di includere anche quelli che saranno maturati in futuro (passività implicite) distinguendoli dai futuri versamenti di imposte e contributi sociali (attività implicite)¹¹¹. A livello europeo, l'impatto dei sistemi pensionistici sulla sostenibilità delle finanze pubbliche è misurato dal rapporto sull'invecchiamento, curato dal Comitato di politica economica sulla base di stime complesse delle prestazioni e dei contributi pensionistici futuri nonché delle variazioni demografiche¹¹².

Il nuovo dataset raccoglie dati concernenti sistemi pensionistici classificati nel primo e nel secondo pilastro della struttura a tre pilastri tradizionalmente utilizzata ai fini di una descrizione esaustiva dei sistemi di reddito pensionistico. Essa fornisce informazioni sui regimi pensionistici che rientrano nel secondo pilastro e sono già inclusi nel "nucleo principale" dei dati di contabilità nazionale (SEC 2010) insieme alle informazioni sui sistemi pensionistici pubblici a ripartizione e sulle pensioni di previdenza sociale (primo pilastro). I sistemi pensionistici che rientrano nel terzo pilastro non sono compresi nella nuova serie di dati, in quanto in tal caso l'adesione è su base volontaria.

La tavola A illustra la classificazione dei sistemi pensionistici sulla base di vari criteri. Innanzitutto i sistemi pensionistici si distinguono in regimi facenti a capo ad

¹⁰⁸ I requisiti di rilevazione sono definiti nella tavola 29 del programma di trasmissione dei dati SEC 2010 ([ESA 2010 Transmission programme of data](#)): "Accrued-to-date pension entitlements in social insurance" (diritti pensionistici maturati nell'ambito della previdenza sociale).

¹⁰⁹ I primi risultati sono pubblicati sul [sito Internet](#) di Eurostat.

¹¹⁰ Cfr. anche Mink, R., M. Rodríguez-Vives, E. Barredo e J. Verrinder (2008), *Reflecting Pensions in National Accounts – Work of the Eurostat/ECB Task Force*, documento presentato alla trentesima conferenza generale dell'Associazione internazionale per la ricerca sul reddito e sulla ricchezza (International Association for Research in Income and Wealth, IARIW) tenutasi ad agosto 2008.

¹¹¹ Cfr. l'articolo *Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali*, nel numero di gennaio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

¹¹² Cfr. l'articolo *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

amministrazioni non pubbliche (colonne da A a C) e regimi facenti a capo ad amministrazione pubbliche (colonne da D ad H), in base alla classificazione dell'ente su cui ricade la responsabilità ultima di eventuali carenze di finanziamento. I regimi pensionistici sono ulteriormente suddivisi in regimi a contribuzione definita (colonne A e D) e regimi a prestazione definita (colonna B e colonne da E ad H). I sistemi pensionistici istituiti dalle Amministrazioni pubbliche per i propri dipendenti sono raggruppati nelle colonne da E a G e suddivisi in regimi con patrimonio previdenziale gestiti da fondi pensione (colonna E) o da Amministrazioni pubbliche (colonna F) e regimi senza patrimonio previdenziale (colonna G). I regimi di previdenza sociale nazionali senza copertura patrimoniale sono raggruppati nella colonna H.

Tavola A

Classificazione dei regimi pensionistici rilevati nella nuova serie di dati

Rilevazione	Inclusi nella contabilità nazionale						Non inclusi nella contabilità nazionale		
Ente di gestione	Amministrazioni non pubbliche			Amministrazioni pubbliche					
Tipo di fondo pensione	Regimi a contribuzione definita	Regimi a prestazione definita e regimi ibridi	Totale	Regimi a contribuzione definita	Regimi a prestazione definita per dipendenti delle Amministrazioni pubbliche			Regimi pensionistici di previdenza sociale	Tutti i regimi pensionistici
	A	B	C	D	Classificato come società finanziaria	Classificato come amministrazione pubblica	Classificato come amministrazione pubblica	H	I
					E	F	G		

La tavola riporta diritti pensionistici già maturati. Tale impostazione tiene conto delle prestazioni pensionistiche da erogare in futuro a soggetti già pensionati e a persone in età lavorativa unicamente in base ai contributi versati finora (passività potenziali)¹¹³.

Nel caso dei regimi pensionistici a prestazione definita sono necessari calcoli attuariali al fine di stimare il valore corrente dei diritti pensionistici maturati. Tali calcoli si basano su vari fattori¹¹⁴, quali il tasso di attualizzazione, la crescita delle retribuzioni e le variabili demografiche, che hanno un impatto sul risultato finale. Finora la scelta di tali fattori è stata per quanto possibile armonizzata fra tutti i paesi dell'area dell'euro al fine di garantire una migliore comparabilità. Per stimare il valore attuale di tutte le prestazioni pensionistiche da erogare in futuro (l'anno base per la prima pubblicazione di questa serie di dati è il 2015) viene utilizzato un tasso di attualizzazione reale del 3 per cento (pari a un tasso nominale del 5 per cento). La crescita salariale rileva in quanto le prestazioni pensionistiche future saranno generalmente calcolate in percentuale della retribuzione complessiva, della retribuzione media in un determinato periodo di impiego o di quanto percepito nel corso della vita lavorativa. Le assunzioni circa la crescita delle retribuzioni (che riflette la crescita della produttività pro capite) considerate dal gruppo di lavoro sull'invecchiamento della popolazione forniscono le basi per un approccio armonizzato e consentono di arginare l'inevitabile eterogeneità delle traiettorie di crescita all'interno dell'area dell'euro. Anche l'aspettativa di vita futura ha un peso rilevante, in quanto determina il numero medio atteso di anni per i quali le prestazioni pensionistiche dovranno essere erogate. Per stimare fattori quali l'aspettativa di vita

¹¹³ Cfr. Mink, R. e Rodríguez-Vives, M. (a cura di), *Workshop on Pensions – 29-30 April 2009 – European Central Bank*, BCE/Eurostat, 2010.

¹¹⁴ Indicazioni dettagliate sui fattori di cui tener conto sono reperibili nella guida *Technical Compilation Guide for Pension Data in National Accounts*, elaborata congiuntamente dalla BCE ed Eurostat.

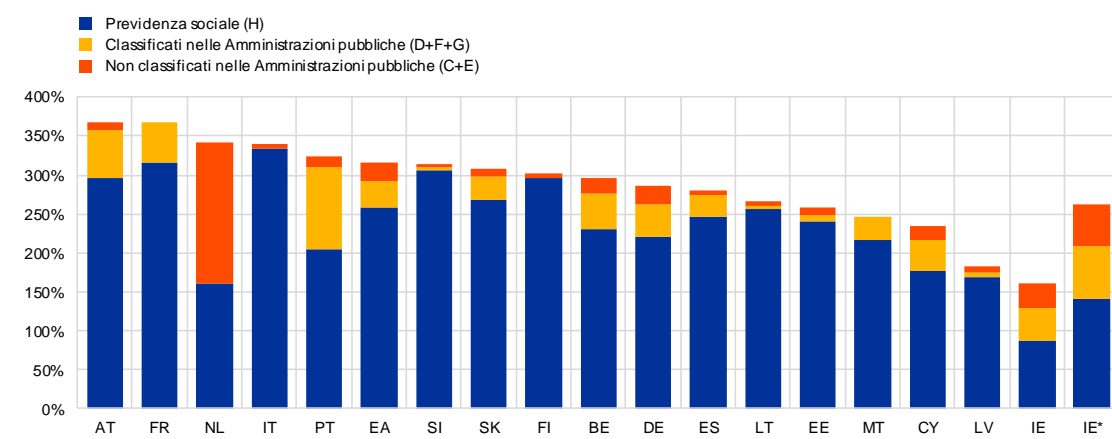
futura, i tassi di fecondità, i tassi di mortalità e i flussi migratori sono utilizzate le più recenti proiezioni demografiche di Eurostat (EUROPOP2015)¹¹⁵.

La gran parte dei diritti pensionistici stimati totali è costituita da pensioni di previdenza sociale (colonna H) e varia dall'86 per cento del PIL del 2015 (in Irlanda)¹¹⁶ al 333 per cento (in Italia), con valori superiori al 200 per cento nella maggior parte dei paesi (cfr. grafico A). I diritti maturati in altri regimi pensionistici gestiti da Amministrazioni pubbliche (colonne D, F e G) mostrano valori massimi del 60 per cento del PIL nella maggior parte dei paesi, ad eccezione del Portogallo (106 per cento). Tale categoria comprende i sistemi pensionistici appositamente istituiti dalle Amministrazioni pubbliche per i propri dipendenti. In Italia, Slovenia e Finlandia tali sistemi non esistono. La terza categoria è costituita da regimi pensionistici non gestiti dalle amministrazioni pubbliche. I diritti pensionistici maturati nell'ambito di tali regimi sono limitati, con l'eccezione del caso dei Paesi Bassi, in cui essi rappresentano più del 50 per cento del totale dei diritti pensionistici.

Grafico A

Scomposizione delle consistenze stimate totali di diritti pensionistici (fine del 2015)

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai diritti pensionistici maturati in Grecia e Lussemburgo non sono ancora stati pubblicati e non sono inclusi negli aggregati dell'area dell'euro.

Per l'Irlanda sono riportate due colonne, nella seconda delle quali (IE*) come denominatore viene utilizzato il reddito nazionale lordo modificato.

I nuovi dati possono contribuire a fornire un'indicazione della ricchezza delle famiglie sommando la ricchezza finanziaria totale di queste ultime, così come registrata e pubblicata nella contabilità nazionale (SEC 2010), e i diritti pensionistici maturati e non rilevati dalla contabilità nazionale (colonne G e H). La ricchezza finanziaria rilevata nella contabilità nazionale e accantonata attraverso vari tipi di strumenti finanziari, perlopiù depositi, titoli di debito, azioni e diritti maturati nell'ambito di regimi pensionistici aziendali diversi dalle assicurazioni sociali (secondo pilastro) e dalle assicurazioni sulla vita (terzo pilastro) varia da 11.000 euro pro capite in Slovacchia

¹¹⁵ Dati e ulteriori informazioni sul tema sono disponibili sul [sito Internet](#) di Eurostat.

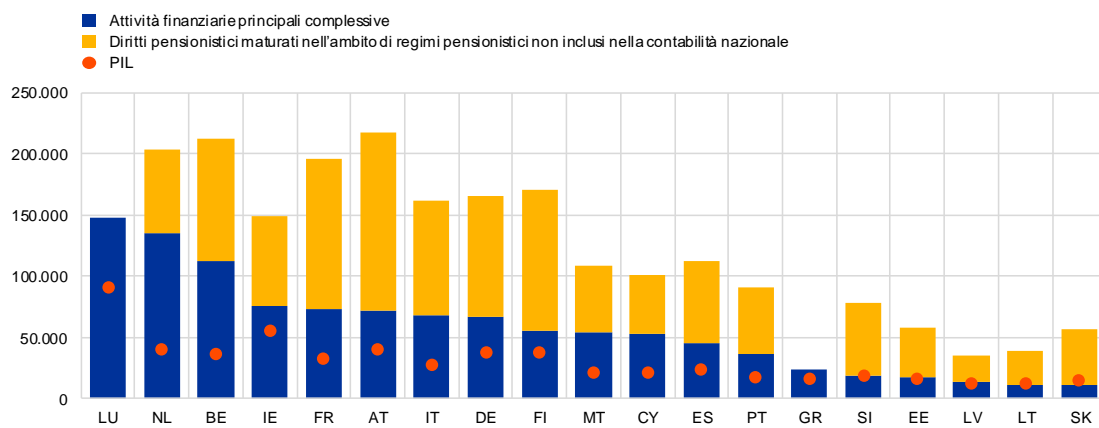
¹¹⁶ Il PIL dell'Irlanda è significativamente elevato per via degli effetti della globalizzazione. Al fine di escludere questi ultimi, è possibile utilizzare il [reddito nazionale lordo modificato](#) come indicatore alternativo delle dimensioni dell'economia irlandese. Il rapporto fra diritti pensionistici stimati totali e reddito nazionale lordo modificato è pari al 262 per cento, mentre la percentuale dei diritti maturati nei regimi di previdenza sociale è pari al 140 per cento.

a 148.000 euro pro capite in Lussemburgo¹¹⁷. Aggiungendo i diritti pensionistici maturati in regimi di previdenza sociale si ottiene un'indicazione della ricchezza massima potenziale delle famiglie nei paesi dell'area dell'euro.

Grafico B

Raffronto fra diritti pensionistici di previdenza sociale maturati e ricchezza finanziaria delle famiglie (a fine 2015)

(euro pro capite)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: i dati relativi ai diritti pensionistici maturati in Grecia e Lussemburgo non sono ancora stati pubblicati.

Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, le riforme delle pensioni nell'ultimo decennio si sono focalizzate sull'innalzamento dell'età pensionabile.

In molti paesi l'età pensionabile è legata, o lo sarà in futuro, alle variazioni delle aspettative di vita (ad esempio in Belgio, in Estonia, in Germania, in Grecia, in Italia, a Cipro, nei Paesi Bassi, a Malta, in Portogallo, in Slovacchia e in Finlandia). La tavola 3 riporta l'età pensionabile legale nei paesi dell'area dell'euro nel 2019, insieme all'età di pensionamento anticipato e all'età media di pensionamento effettiva, che tiene conto dei pensionamenti precedenti o successivi alla data legale. In molti paesi dell'area dell'euro l'età pensionabile è diversa per uomini e donne, anche se nella maggior parte di questi è in atto una tendenza a parificare le due età in futuro.

Gli incentivi ad andare in pensione prima o dopo l'età pensionabile definita per legge influiscono sull'età di pensionamento effettiva.

Alcuni paesi consentono il pensionamento anticipato con la corresponsione della prestazione piena al raggiungimento di un determinato numero di anni di contributi versati. In oltre la metà dei paesi dell'area, tuttavia, il pensionamento anticipato comporta una riduzione delle prestazioni pensionistiche corrisposte, mentre potrebbero essere previsti benefici aggiuntivi se si posticipa il pensionamento oltre l'età pensionabile. L'età media di pensionamento effettiva è al di sotto dell'età pensionabile legale nella

¹¹⁷ Inoltre, anche le attività non finanziarie, come le proprietà immobiliari, possono essere utilizzate per accantonare ricchezza per l'età avanzata. Tali attività sono particolarmente rilevanti in paesi con elevati tassi di proprietà dell'abitazione di residenza, ma la loro incidenza non è analizzata in dettaglio nel presente articolo.

maggior parte dei paesi; ciò indica che si fa ampio ricorso ai piani di prepensionamento.

Oltre all'innalzamento dell'età pensionabile collegato alle aspettative di vita, possono essere presenti misure di sostenibilità aggiuntive, talvolta automatiche, integrate nei sistemi pensionistici. In molti paesi sono previste formule che mettono in stretta correlazione i diritti pensionistici con la carriera contributiva. I tassi di sostituzione aggregati¹¹⁸ riportati nella tavola 3 mostrano che il reddito pensionistico proveniente dai tre pilastri sostituisce il reddito percepito in età lavorativa, in una percentuale che va dal 33 per cento in Irlanda all'86 per cento in Lussemburgo. In Irlanda e nei Paesi Bassi gran parte delle pensioni statali obbligatorie (primo pilastro) sono a tariffazione forfettaria, ovvero pensioni il cui importo non è correlato al reddito precedente il pensionamento; ciò spiega anche le basse quote di spesa per le pensioni di vecchiaia in rapporto alla spesa pubblica complessiva (cfr. grafico 5, più indietro)¹¹⁹. Nel resto dei paesi, i livelli delle prestazioni corrisposte dipendono dalla durata della carriera lavorativa e dai contributi versati nel corso dell'intera vita lavorativa o nella sua ultima o maggior parte.

¹¹⁸ Il tasso di sostituzione del reddito delle prestazioni pensionistiche indica in che percentuale il reddito percepito dalla persona in età lavorativa negli anni precedenti la pensione viene sostituito dalle prestazioni pensionistiche corrisposte. Il tasso di sostituzione supera il 60 per cento in Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo e Slovacchia. Le specifiche regole applicate possono determinare la collocazione del pensionato su un percentile più o meno elevato della distribuzione dei redditi al momento del pensionamento.

¹¹⁹ In ogni caso, la partecipazione agli schemi pensionistici del secondo pilastro è ampiamente diffusa e assicura un reddito aggiuntivo durante il pensionamento nei Paesi Bassi e, in misura minore, in Irlanda (cfr. riquadro 2).

Tavola 3

Età pensionabile, incentivi per il pensionamento anticipato/posticipato, tasso di sostituzione del reddito e proporzione della popolazione in età pensionabile

	Anno dell'ultima riforma delle pensioni	Età pensionabile legale (età pensionamento anticipato) 1° gennaio 2019, uomini/donne, se differisce	Incentivi		Età media di pensionamento effettiva 2012-2017, uomini/donne	Tasso di sostituzione aggregato 2017 (valori percentuali)	Percentuale di popolazione 65+ 2018 (valori percentuali)
			Penalizzazione per pensionamento anticipato	Gratifica per pensionamento posticipato			
BE	2015	65 (63)			62/60	50	19
DE	2019	65,6 (63)	X	X	64/63	46	21
EE	2010	63,5 (60,5)	X	X	66/65	45	20
IE	2018	66			66/64	33	14
GR	2016	67 (62)	X		61/60	62	22
ES	2013	65,7 (65)	X	X	62/62	69	19
FR	2014	67 (62)	X	X	61/61	68	20
IT	2018	67 ⁽¹⁾			62/61	71	23
CY	2012	65 (63)	X	X	66/61	43	16
LV	2014	63,5 (61,5)	X		63/62	43	20
LT	2019	63,8 (58,8) / 62,7 (57,7)	X	X	63/62	43	20
LU	2012	65 (57)			60/61	86	14
MT	2016	63 (61)		X	63/63	56	19
NL	2015	66,3			64/63	52	19
AT	2012	65 (60) / 60	X	X	63/61	64	19
PT	2007	66,4 (60)	X	X	70/66	67	22
SI	2012	65 (60)	X	X	62/61	46	19
SK	2019	62,5 (60,5) / ² (2)	X	X	61/59	62	16
FI	2014	63 (61)	X	X	64/63	53	21

Fonti: anno dell'ultima riforma alle pensioni ed età di pensionamento legale e anticipato: Sistema europeo di banche centrali (SEBC); incentivi: Commissione europea (The 2018 Ageing Report); età media di pensionamento effettiva: stime dell'OCSE basate sui risultati delle indagini nazionali sulle forze di lavoro; tasso di sostituzione aggregato: Eurostat (banca dati EU-SILC); percentuale di popolazione 65+: Eurostat.

Note: l'età media di pensionamento effettiva è la somma di tutte le età di pensionamento ponderata per la proporzione di tutte le fuoriuscite anticipate dalle forze di lavoro che si verificano in corrispondenza di tale età su un periodo di cinque anni. Il tasso di sostituzione aggregato è dato dal rapporto tra la mediana delle singole pensioni lorde della coorte di popolazione tra i 65 e i 74 anni e la mediana delle singole retribuzioni lorde della coorte di popolazione tra i 50 e i 59 anni, al netto di altre prestazioni previdenziali.

1) Il pensionamento anticipato è possibile a qualunque età, a condizione che siano stati accumulati almeno 43 anni e 1 mese (per gli uomini) e 42 anni e 1 mese (per le donne) di contributi.

2) L'età pensionabile è più bassa per le donne che hanno avuto figli e dipende dal numero di figli.

Inoltre, l'evoluzione del tasso di sostituzione durante il pensionamento è determinata dalle regole di indicizzazione.

La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro applica regole di indicizzazione alle prestazioni pensionistiche. Tali regole sono collegate all'aumento dei prezzi, dei salari, alla crescita del PIL o alla combinazione di tali fattori. D'altro canto, esistono meccanismi di sostenibilità che riducono le prestazioni pensionistiche in base alle aspettative di vita al tempo del pensionamento o al rapporto tra contributi e pensioni in Germania, Finlandia, Spagna, Italia, Lettonia e Portogallo (cfr. The 2018 Ageing Report¹²⁰).

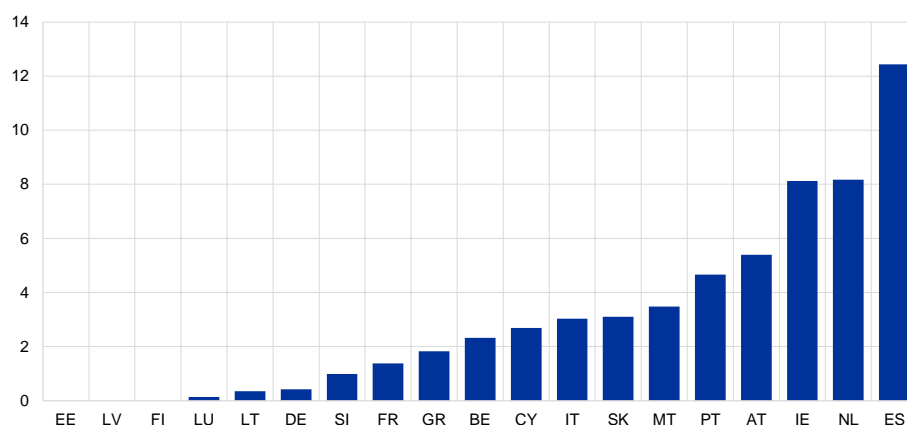
¹²⁰ "The 2018 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)", *Institutional Paper*, n. 079, Commissione europea, maggio 2018.

Nella maggior parte dei paesi dell'area sono inoltre previste pensioni minime che vengono corrisposte in caso di reddito molto basso o in condizioni di indigenza. Ciò significa che la prestazione viene corrisposta solo se il reddito, o la ricchezza, della persona è al di sotto di una certa soglia. Le pensioni minime sono finalizzate ad attenuare il rischio di povertà in età avanzata e rientrano nell'assistenza sociale. Tra i paesi dell'area dell'euro, la percentuale di spesa più elevata per le pensioni di vecchiaia corrisposte in seguito all'accertamento di condizioni di indigenza si osserva in Spagna (12 per cento, cfr. grafico 6), seguita da Irlanda e Paesi Bassi (entrambi al di sopra dell'8 per cento). D'altra parte, in molti paesi non è previsto il pagamento di pensioni in seguito all'accertamento di condizioni di indigenza (Estonia, Lettonia e Finlandia) o consiste in cifre molto esigue (Lussemburgo, Lituania e Germania). Tuttavia la maggior parte della spesa derivante dall'accertamento delle condizioni di indigenza è correlata all'erogazione di sussidi di assistenza sociale volti a contrastare l'emarginazione, che vengono corrisposti anche oltre l'età pensionabile.

Grafico 6

Spesa per le pensioni di vecchiaia in condizioni di indigenza (2016)

(percentuale della spesa pubblica totale per le pensioni di vecchiaia)



Fonte: Eurostat.

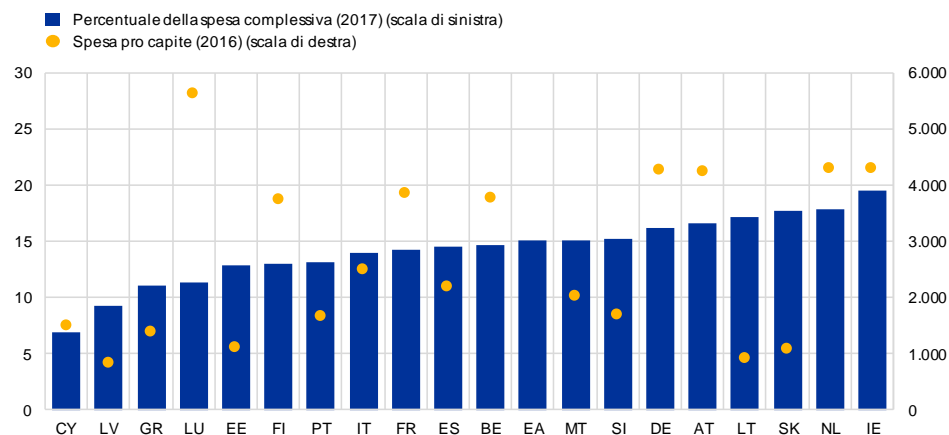
Sanità

La spesa per la sanità pubblica è la seconda categoria di spesa pubblica più elevata nell'area dell'euro, che nel 2017 ha raggiunto il 15 per cento della spesa complessiva. Essa varia tra il 7 per cento a Cipro e il 20 per cento in Irlanda (cfr. grafico 7). In euro, la spesa pro capite più elevata nel 2016 (oltre 4.000 euro) si è registrata in Lussemburgo, Germania, Austria, Paesi Bassi e Irlanda, mentre è stata inferiore ai 1000 euro pro capite in Lettonia e in Lituania.

Grafico 7

Spesa pubblica per la sanità (2017)

(scala di sinistra: percentuale della spesa pubblica complessiva; scala di destra: euro pro capite)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati pro capite per Malta sono relativi al 2015.

La spesa sanitaria è suddivisa tra l'Amministrazione pubblica e le famiglie in proporzione variabile a seconda dei regimi di finanziamento in vigore nei diversi paesi.

Il finanziamento diretto da parte dell'Amministrazione pubblica è più comune nei paesi dove tutti hanno accesso alle cure sanitarie. Ciò significa che i servizi sanitari vengono erogati e pagati direttamente dall'Amministrazione pubblica, che gestisce anche gli ospedali (di proprietà o in affitto) e provvede al pagamento del personale medico. In altri paesi il finanziamento può avvenire principalmente attraverso l'assicurazione sanitaria obbligatoria; in questi casi lo Stato non eroga direttamente i servizi sanitari ma li acquista da fornitori privati. Generalmente rientrano nella spesa pubblica sia il finanziamento diretto da parte dello Stato che l'assicurazione sanitaria obbligatoria. La spesa pubblica può anche essere integrata con prestazioni e piani assicurativi sanitari privati pagati direttamente dalle famiglie (esborsi diretti).

Nel 2016 il finanziamento diretto da parte dell'amministrazione pubblica e le assicurazioni sanitarie obbligatorie costituivano oltre il 50 per cento della spesa complessiva per la sanità in tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Cipro (42 per cento)¹²¹.

In circa la metà dei paesi dell'area dell'euro, il principale canale di finanziamento della spesa sanitaria era rappresentato dalle assicurazioni sanitarie obbligatorie, come mostrato nel grafico 8 (Germania, Francia, Paesi Bassi, Lussemburgo, Slovacchia, Belgio, Estonia, Austria, Slovenia e Lituania). Il finanziamento diretto da parte dello Stato ha invece costituito la maggioranza della spesa sanitaria in Finlandia, Italia, Irlanda, Spagna, Portogallo, Malta e Lettonia. In Grecia la spesa sanitaria è sostanzialmente distribuita tra finanziamento da parte dello Stato, assicurazioni obbligatorie ed esborsi diretti da parte delle famiglie, mentre a Cipro è pressoché equamente suddivisa tra il finanziamento diretto da parte dello Stato e gli esborsi sostenuti direttamente dalle famiglie. In quattro paesi (Malta, Grecia, Lettonia e Cipro) gli esborsi diretti da parte delle famiglie

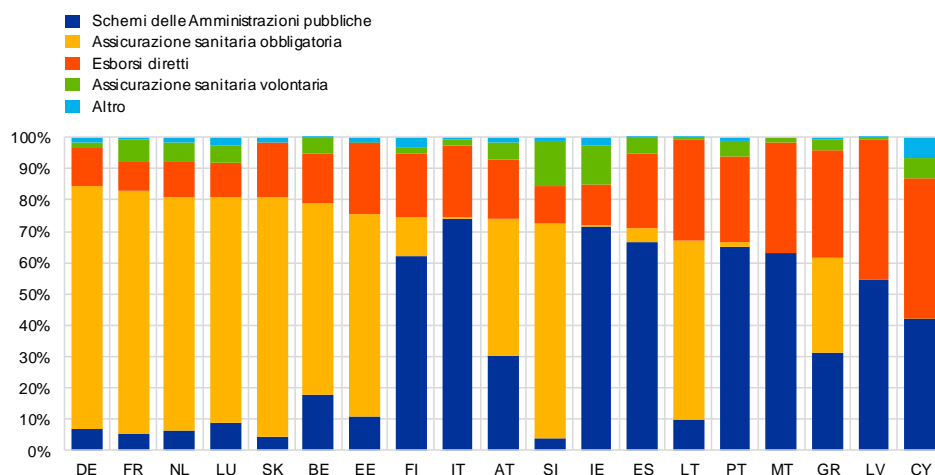
¹²¹ Cfr. *Health at a Glance: Europe 2018: State of Health in the EU Cycle*, OCSE/UE, novembre 2018.

rappresentano oltre un terzo della spesa sanitaria. In Slovenia e in Irlanda l'assicurazione sanitaria volontaria copre oltre il 10 per cento della spesa sanitaria complessiva.

Grafico 8

Fonti di finanziamento della spesa sanitaria (2016)

(percentuale della spesa sanitaria complessiva)



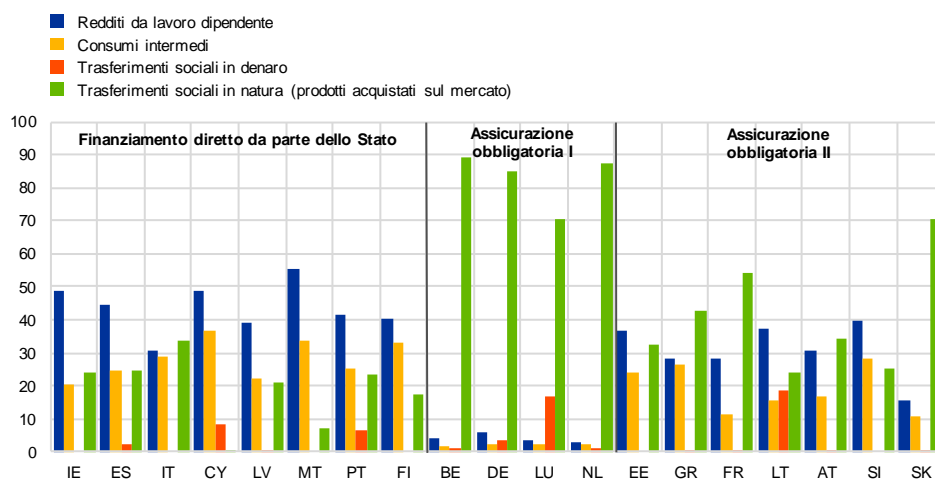
Fonti: OCSE (*Health at a Glance: Europe 2018*); statistiche OCSE sulla sanità del 2018; banca dati Eurostat; banca dati sulla spesa sanitaria mondiale dell'Organizzazione mondiale della sanità.
Nota: i paesi sono classificati in base alla quota combinata di schemi pubblici e assicurazione sanitaria obbligatoria nell'ambito della spesa sanitaria attuale.

Le differenze nei modelli di finanziamento dei servizi sanitari hanno anche un impatto sulla spesa sanitaria pubblica. Il grafico 9 mostra le categorie di spesa relative alla spesa sanitaria pubblica per tre gruppi di paesi dell'area dell'euro: un gruppo in cui la spesa sanitaria è sostenuta in prevalenza direttamente dallo Stato e due gruppi in cui il finanziamento è affidato all'assicurazione sanitaria obbligatoria. Per i paesi del primo gruppo (Irlanda, Spagna, Italia, Cipro, Lettonia, Malta, Portogallo e Finlandia), la quota di redditi da lavoro dipendente nella spesa sanitaria complessiva è piuttosto elevata e varia fra il 30 e il 55 per cento. Al tempo stesso, è significativa anche la quota dei consumi intermedi, ovvero le spese correlate all'acquisto di beni e servizi utilizzati nella produzione di servizi sanitari finali (20-37 per cento). In questi paesi, i trasferimenti sociali riconducibili alla spesa sanitaria, che vengono corrisposti prevalentemente in natura (rimborsi di acquisti di beni e servizi medici), sono relativamente contenuti.

Grafico 9

Spesa sanitaria per categoria in diversi modelli di finanziamento (2017)

(percentuale della spesa sanitaria totale)



Fonte: Eurostat.

Nota: il grafico si compone di tre sezioni: finanziamento diretto da parte dello Stato (la spesa sanitaria è in prevalenza a carico dell'amministrazione pubblica); assicurazione obbligatoria I (gli ospedali non appartengono al settore dell'amministrazione pubblica); assicurazione obbligatoria II (gli ospedali pubblici appartengono al settore dell'amministrazione pubblica).

Tra i paesi in cui la spesa sanitaria pubblica è finanziata principalmente attraverso assicurazioni sanitarie obbligatorie può essere operata un'ulteriore distinzione a seconda del fatto che gli ospedali pubblici siano registrati o meno come appartenenti al settore dell'amministrazione pubblica ai fini statistici.

I paesi del primo gruppo (Belgio, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi) si caratterizzano per una bassissima percentuale di spesa destinata ai redditi da lavoro dipendente (dal 3 al 6 per cento) e ai consumi intermedi (dal 2 al 3 per cento). Tali cifre sono giustificate dal fatto che gli ospedali, inclusi quelli pubblici, sono considerati produttori che operano sul mercato e forniscono i propri servizi su base commerciale. La loro spesa, quindi, non rientra nella spesa pubblica per la sanità. La percentuale di spesa più ampia (oltre il 70 per cento) assume la forma di trasferimenti sociali in natura, costituiti da prestazioni e rimborsi erogati dalle compagnie di assicurazioni sanitarie in favore delle famiglie per beni e servizi medici. Nel secondo gruppo di paesi in cui il finanziamento della spesa sanitaria pubblica avviene principalmente tramite assicurazione sanitaria obbligatoria (Estonia, Grecia, Francia, Lituania, Austria, Slovenia e Slovacchia), la struttura della spesa sanitaria è differente, poiché gli ospedali pubblici appartengono al settore della pubblica amministrazione. Di conseguenza, le quote relative ai redditi da lavoro dipendente (dal 16 al 40 per cento) e ai consumi intermedi (dall'11 al 28 per cento) della spesa sanitaria complessiva sono più elevate rispetto al primo gruppo e i trasferimenti sociali in natura sono generalmente più contenuti. Un'eccezione è rappresentata dalla Slovacchia, dove i trasferimenti sociali in natura superano il 70 per cento.

In prospettiva, le riforme del sistema sanitario potrebbero avere un impatto sui salari del personale medico e non medico, sui prezzi dei prodotti medici e sugli investimenti di capitali e potrebbe delinearsi un percorso legislativo che modifichi la spesa sanitaria in futuro.

Istruzione

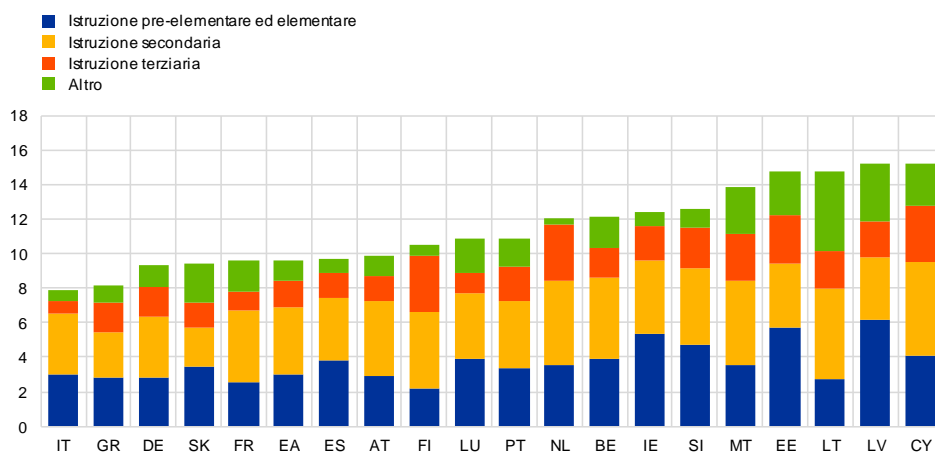
La spesa sostenuta dalle Amministrazioni pubbliche rappresenta il grosso della spesa per l'istruzione in tutti i paesi dell'area dell'euro. Essa è integrata dalla spesa privata sostenuta da organizzazioni, altri enti non didattici e famiglie. Il contributo della spesa privata è molto più elevato nell'istruzione terziaria, ad esempio i corsi di studio universitari, che nei livelli di istruzione più bassi. A Cipro, in Spagna, in Italia, nei Paesi Bassi e in Portogallo la quota della spesa privata nell'istruzione terziaria supera il 30 per cento¹²².

Nell'area dell'euro, la quota media della spesa pubblica destinata all'istruzione nel 2017 si aggirava intorno al 10 per cento, con variazioni tra il 7,9 per cento in Italia e oltre il 15 per cento in Lettonia e a Cipro (cfr. grafico 10). Il grosso della spesa è destinato all'istruzione pre-elementare, elementare e secondaria e, in misura minore, all'istruzione terziaria. Questo dipende dai tassi di scolarità quasi corrispondenti alla capacità piena nell'istruzione elementare e secondaria, a causa dell'obbligo di frequenza. Anche a livello pre-elementare (dai quattro anni in su), tuttavia, i tassi di scolarità nei paesi dell'area dell'euro sono superiori o prossimi all'80 per cento¹²³. In Finlandia e nei Paesi Bassi la spesa per l'istruzione terziaria supera il 3 per cento della spesa pubblica totale.

Grafico 10

Spesa per l'istruzione suddivisa per livello (2017)

(percentuale della spesa pubblica)



Fonte: Eurostat.

Tutte le Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro destinano quote significative della spesa complessiva per l'istruzione ai redditi da lavoro dipendente (circa il 60-80 per cento). Tali quote sono relative, in particolare, a stipendi e salari di insegnanti e altro personale impegnato nella didattica. Altre categorie di spesa consistenti sono rappresentate dai consumi intermedi e gli investimenti. I trasferimenti sociali ricoprono un ruolo molto minore nell'istruzione

¹²² Raccolta di dati sull'istruzione unificata tra Istituto delle statistiche dell'UNESCO (Unesco Institute for Statistics, UIS), Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ed Eurostat.

¹²³ Cfr. "Education and training in the EU – facts and figures", Eurostat, 2018.

rispetto a quanto avviene per sanità e previdenza sociale, e ammontano al 4,8 per cento circa della spesa complessiva per l'istruzione nell'area dell'euro.

Il calo dei tassi di crescita della spesa per l'istruzione discusso nella sezione 2 non si traduce necessariamente in una riduzione della spesa per singolo studente, dal momento che i giovani costituiscono una quota sempre minore della popolazione. Sebbene la sezione 2 metta chiaramente in luce la tendenza a contenere la spesa destinata all'istruzione, la maggiore efficienza delle politiche di spesa favorevoli alla crescita potrebbe, nonostante tutto, condurre a risultati complessivamente migliori. Inoltre, alcuni dei paesi che hanno effettuato i tagli più pesanti alle spese per l'istruzione dopo la crisi finanziaria sono anche quelli che avevano registrato gli aumenti più consistenti durante il periodo di espansione che l'ha preceduta.

4 Conclusioni

La composizione e i livelli della spesa sociale variano significativamente da paese a paese. Le tendenze identificate a livello dell'area dell'euro sono eterogenee se si considerano i singoli paesi e riflettono differenze nelle situazioni di partenza e nelle preferenze sociali. Nel complesso, negli ultimi dieci anni i paesi non hanno realizzato una convergenza per quel che riguarda l'architettura dei rispettivi sistemi sociali. Da un confronto tra i diversi paesi emerge che, per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche prevista nel Patto di stabilità e crescita, definendo al contempo un equilibrio tra stabilizzazione economica e obiettivi di equità, i paesi devono adottare politiche di bilancio differenziate e commensurate all'architettura dei rispettivi sistemi sociali. Gli orientamenti di policy contenuti nelle raccomandazioni specifiche per paese, formulate annualmente nell'ambito del Semestre europeo, sono altresì rilevanti in questo contesto. Le raccomandazioni indicano le riforme specifiche necessarie ad affrontare le principali sfide in ciascuno Stato membro nei successivi 12-18 mesi.

I cambiamenti osservati nella spesa pubblica dell'area dell'euro a partire dal 2001 illustrano i rischi che le vulnerabilità di bilancio comportano per la sostenibilità delle politiche di spesa favorevoli alla crescita. La spesa per le pensioni è al suo massimo storico in diversi Stati membri e continuerà a crescere in molti paesi in assenza di riforme. L'impatto dell'invecchiamento raggiungerà il suo picco al pensionamento della generazione del "baby-boom", che avverrà intorno al 2040 in alcuni paesi dell'area dell'euro e più tardi in altri. L'impatto sarà particolarmente avvertito nei paesi in cui vigono sistemi pensionistici pubblici a ripartizione, dove sorgeranno questioni di equità intergenerazionale, dal momento che il rapporto contribuenti/beneficiari continua a scendere e le recenti stime sulle passività accumulate in ambito previdenziale indicano valori superiori al 200 per cento del PIL nella maggior parte dei paesi. Per di più, l'invecchiamento dovrebbe comportare un aumento della spesa per la sanità e una diminuzione dell'offerta di lavoro, della crescita e dell'innovazione, nonché un potenziale aumento del risparmio precauzionale.

Molti paesi devono costruire margini di bilancio, evitare di vanificare gli effetti benefici, in termini di sostenibilità, delle riforme precedentemente applicate ai rispettivi sistemi previdenziali e intraprendere eventuali altre riforme necessarie per rafforzare i rispettivi assetti nazionali. Ciò è particolarmente rilevante alla luce delle proposte di riforme strutturali e di bilancio contenute nelle raccomandazioni specifiche per paese nei casi in cui il rapporto debito pubblico/PIL è già elevato e il margine di bilancio è limitato. Particolare attenzione dovrebbe essere rivolta ad assicurare risorse sufficienti da destinare all'istruzione, dal momento che tale spesa ha dimostrato di avere effetti positivi sulla crescita economica di lungo periodo. Per garantire la sostenibilità dei sistemi sanitari saranno necessarie ulteriori misure di policy finalizzate a migliorarne l'efficienza. Le raccomandazioni invitano inoltre a un uso ancora più mirato ed efficiente delle risorse in tutte le categorie di spesa sociale e promuovono la generale attuazione di ulteriori riforme strutturali volte a incrementare la partecipazione alle forze di lavoro.

3 Il fenomeno delle cripto-attività, rischi connessi e problematiche di misurazione

a cura di Maria Teresa Chimienti, Urszula Kochanska e Andrea Pinna

Il presente articolo discute il fenomeno delle cripto-attività nell'ottica di comprenderne i rischi potenziali e migliorarne il monitoraggio. In primo luogo, descrive le caratteristiche del fenomeno, al fine di arrivare a una chiara definizione della portata delle attività di monitoraggio. In secondo luogo, definisce quali sono i rischi fondamentali insiti nelle cripto-attività che richiedono un monitoraggio continuo in quanto capaci di influenzare la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario ed economico, e individua i collegamenti che possono generare una propagazione dei rischi. In terzo luogo, l'articolo discute in che modo e in quale misura i dati pubblicamente disponibili permettano di soddisfare le esigenze di monitoraggio individuate e, attraverso l'esempio offerto da alcuni indicatori che monitorano gli andamenti di mercato, consente di approfondire specifiche questioni, come la disponibilità e l'affidabilità dei dati. L'articolo esamina, infine, alcune iniziative statistiche che cercano di superare le sfide attuali.

1 Introduzione

La BCE ha analizzato con attenzione il fenomeno delle cripto-attività nell'ottica di identificare e monitorare le sue potenziali implicazioni per la politica monetaria e i rischi che tali attività potrebbero rappresentare per il regolare funzionamento delle infrastrutture di mercato e dei pagamenti e per la stabilità del sistema finanziario¹²⁴. Il primo passo dell'attività di analisi ha riguardato la definizione di un quadro di riferimento per il monitoraggio, capace di fornire dati ed evidenze necessari a valutare nel continuo la misura e la concretezza dei rischi connessi all'evoluzione delle cripto-attività, nell'ottica di un'adeguata preparazione a qualsiasi scenario avverso.

Per le sue attività di monitoraggio, la BCE si basa in larga misura sui dati aggregati disponibili pubblicamente, diffusi da terze parti. Sui siti web pubblici sono disponibili molte informazioni aggregate, ad esempio metriche relative ai network dedicati alle cripto-attività, stime relative alla capitalizzazione di mercato, ai prezzi e ai volumi registrati sulle piattaforme di scambio delle cripto-attività e dati sull'entità dei fondi raccolti al momento dell'offerta al pubblico di una cripto-attività, nell'ambito delle cosiddette "initial coin offerings" (attività di prima emissione, ICO). Tali fonti differiscono, fra l'altro, per metodologie usate, completezza della copertura dei dati e possibilità di accedere alle informazioni grezze sottostanti. L'uso dell'informazione grezza sottostante (quando disponibile) comporta una considerevole incertezza riguardo alla disponibilità e alla qualità dei dati riconducibile, in parte, alla mancanza di regolamentazioni applicabili ad alcuni attori

¹²⁴ Nel 2018 la BCE ha costituito una task force interna sulle cripto-attività (Internal Crypto-Assets Task Force, ICA-TF), con lo scopo di approfondirne l'analisi. Per un riassunto sui risultati delle analisi dell'ICA-TF, cfr. "Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures", *Occasional Paper Series*, n. 223, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2019.

della catena del valore delle cripto-attività, che agendo senza supervisione, in un contesto privo di barriere, spesso rendono più difficoltoso l'accesso a informazioni attendibili. Le statistiche e i meccanismi delle segnalazioni di vigilanza di solito non riguardano le cripto-attività (ovvero le esposizioni degli enti vigilati ad attività di questo tipo).

Definire un quadro di riferimento per il monitoraggio delle cripto-attività richiede per tali motivi una certa cautela e un approccio graduale per colmare le lacune. Anzitutto, è importante identificare le necessità di monitoraggio a partire da una precisa descrizione delle cripto-attività, che consenta di definirne l'ambito in modo chiaro. Sulla base di tale descrizione, una volta identificate le fonti dei dati rilevanti, è possibile raccogliere i dati ed effettuare controlli per assicurare la loro qualità e la coerenza delle metodologie e delle definizioni. Laddove possibile, la BCE integra i dati aggregati con suddivisioni granulari per consentire il calcolo di indicatori personalizzati. Tuttavia, nell'attuale quadro di riferimento restano irrisolte importanti carenze, come quella relativa ai dati sulle esposizioni delle istituzioni finanziarie. Occorre un'analisi ulteriore per trarre indicazioni utili dai network pubblici.

L'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 descrive le caratteristiche del fenomeno delle cripto-attività, per arrivare a una chiara definizione della portata delle attività di monitoraggio. Sulla base di queste caratteristiche, la sezione 3 cerca di identificare i rischi rilevanti connessi alle cripto-attività e i collegamenti economici, le funzioni svolte dai cosiddetti "punti di accesso" o da altri possibili canali attraverso i quali tali rischi possono propagarsi al sistema finanziario o all'economia in generale. La sezione 4 discute gli indicatori per il monitoraggio delle cripto-attività, che si basano su dati pubblicamente disponibili, la disponibilità e l'affidabilità dei dati (compresi esempi basati su alcuni indicatori selezionati, volti a monitorare gli sviluppi del mercato), le carenze informative e le iniziative statistiche in atto per cercare di superare le sfide attuali. Infine, l'articolo trae alcune conclusioni e delinea il percorso futuro del monitoraggio delle cripto-attività.

2 Tratti distintivi delle cripto-attività

È possibile definire e analizzare il fenomeno delle cripto-attività sotto vari punti di vista: in particolare le tecnologie sottostanti, le loro caratteristiche e le loro possibili implicazioni economiche¹²⁵. Sebbene l'uso della crittografia sia implicito nel termine "cripto"-attività, anche attività tradizionali, come la moneta e gli strumenti finanziari possono essere registrati utilizzando la medesima tecnologia, di norma la tecnologia del "libro mastro decentrato" (distributed ledger technology, DLT). Pertanto, la DLT non è un fattore distintivo del nuovo fenomeno rispetto ad altre attività che vengono registrate digitalmente utilizzando tecnologie più tradizionali. Inoltre, in linea di principio, l'emittente di qualsiasi attività registrata digitalmente può modificare la tecnologia impiegata per la sua registrazione. Ciò implica che l'uso della DLT come elemento definitorio delle cripto-attività

¹²⁵ Nel presente articolo il termine "attività" è impiegato per designare qualcosa a cui alcuni operatori di mercato attribuiscono valore e non in senso giuridico o contabile.

ostacolerebbe la comparabilità dei dati nel tempo e ne limiterebbe il contenuto informativo.

Per assicurare la coerenza delle analisi nel tempo e al di là delle varie tecnologie impiegate, la BCE ha scelto di definire le cripto-attività¹²⁶ come “un nuovo tipo di attività registrate in forma digitale e rese possibili dall’uso della crittografia, che non sono e non rappresentano un’attività né una passività finanziaria nei confronti di un soggetto identificato”. Pertanto l’accento viene posto sulla dimensione regolamentare, economica e societaria delle cripto-attività, considerate come una nuova classe di attività, piuttosto che sull’uso di tecnologie che, sebbene siano attualmente necessarie alla loro esistenza, non le contraddistinguono nello specifico. Il fatto che le cripto-attività non rappresentino un credito nei confronti di un soggetto determinato implica che il loro valore è dato unicamente dall’aspettativa che, in un periodo futuro, altri utenti siano disposti a pagare per tali attività, e non da un flusso di cassa futuro sulla base del quale gli utenti possano formare le proprie aspettative.

Il principale tratto distintivo di una cripto-attività è che essa non rappresenta un credito nei confronti dell’operatore che l’ha emessa o che la custodisce. Chi la utilizza, tuttavia, le attribuisce valore nella convinzione che la sua offerta rimarrà limitata e che gli altri operatori di mercato concorderanno su chi è autorizzato a vendere le unità in circolazione. La scarsità delle cripto-attività e la possibilità di provare chi può collocare ciascuna delle sue unità rendono possibile l’esistenza di un mercato delle cripto-attività, dove gli utenti dal lato dell’offerta possono mettere in vendita le loro unità e quelli dal lato della domanda possono fare le proprie offerte.

Normalmente, un contabile fiduciario (trusted book keeper) supporterebbe tali convinzioni tenendo un registro accentrato relativo al numero di unità emesse di una certa attività e a chi le detiene in ciascun momento. È possibile che gli operatori di mercato tentino di vendere unità che non possiedono o di vendere più volte nello stesso momento le unità di cui sono in possesso. Tali comportamenti si verificano difficilmente nel caso di beni fisici, perché per contraffarli occorrono abilità e risorse fisiche specifiche, e perché, di solito, questi beni vengono esaminati da esperti capaci di distinguere una copia dall’unità originale. Quando l’attività è in forma digitale, la contraffazione è semplice ed economica come copiare e incollare l’originale. Per questa ragione, nel caso di attività in forma digitale, il controllo del numero delle unità (funzione notarile) e la responsabilità di mantenere traccia di chi la possiede (funzione contabile) vengono attribuite a una parte centrale fiduciaria (trusted central party).

Nella registrazione delle cripto-attività, al posto del contabile fiduciario si usano tecniche crittografiche, che evitano che le cripto-attività emesse sul libro mastro decentrato aumentino in modo inatteso e consentono al network di utenti di sapere chi detiene ciascuna unità (eliminando in tal modo la necessità di un contabile fiduciario). Un libro mastro decentrato è essenzialmente un registro di informazioni (o banca dati) condiviso tra gli utenti del network che

¹²⁶ Cfr. “Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures”, *ibid.*

elimina la necessità che una parte centrale si occupi del processo di validazione. La principale innovazione introdotta dalla DLT è la capacità di distribuire il processo di validazione della registrazione della nuova attività e dei suoi successivi trasferimenti tra diversi utenti che non sono necessariamente legati da un rapporto di reciproca fiducia e che potrebbero avere interessi contrastanti. È possibile, come nel caso tipico delle cripto-attività, che non vi siano restrizioni di accesso al network di utenti e che chiunque possa partecipare alla validazione, senza necessità di identificazione. La validazione richiede una votazione da parte degli utenti del network DLT, il cui potere di voto individuale dipende dal protocollo impiegato e dovrebbe evitare che si creino coalizioni in grado di assumere il controllo del network.

Nel caso dei network DLT senza restrizioni, come quelli normalmente usati per registrare le cripto-attività, non esiste una governance chiara. Di fatto, la validazione distribuita è, normalmente, il solo strumento di governance a disposizione di chi possiede un numero qualsiasi di unità. Ciò limita l'usabilità delle cripto-attività. Dal momento che il meccanismo di validazione è finalizzato a impedire che un singolo utente (o una coalizione relativamente limitata di utenti) riesca a modificare il contenuto e il funzionamento di un libro mastro decentrato, è difficile coordinare qualsiasi cambiamento. Anche se un numero sufficiente di utenti convenisse di aggiornare il protocollo usato, gli altri sarebbero liberi di decidere se accettare le nuove regole o continuare ad applicare quelle precedenti. In tal caso, si genererebbe un "bivio", poiché i due gruppi di utenti farebbero affidamento su set di informazioni differenti circa le disponibilità individuali e potrebbero non essere più in grado di riconciliare i loro punti di vista.

Attraverso la DLT è possibile registrare qualsiasi attività in forma digitale, senza che ciò comporti alcuna differenza in termini di impatto economico e natura legale rispetto alle attività registrate in modo diverso; pertanto in linea di principio sarebbe possibile applicare la medesima regolamentazione.

Registrare un'attività su un libro mastro decentrato non modifica le sue caratteristiche economiche né i rischi a essa connessi, da sottoporre all'attenzione dei regolatori. Indipendentemente dalla tecnologia impiegata per la registrazione contabile, le attività che rappresentano crediti nei confronti di un determinato soggetto non ricadono nella definizione e nell'analisi delle cripto-attività proposta nel presente articolo, che pertanto non si occupa di attività finanziarie private, come gli strumenti finanziari e i fondi sotto forma di moneta elettronica o di moneta delle banche commerciali. Il presente articolo non si occupa nemmeno di moneta di banca centrale sotto forma di riserve bancarie, contante o moneta digitale di banca centrale, concetto che è stato oggetto di molte ricerche ma che per il momento resta teorico.

3 Rischi connessi alle cripto-attività e collegamenti da monitorare

Il sistema finanziario potrebbe essere soggetto ai rischi relativi alle cripto-attività, nella misura in cui siano tra loro interconnessi; gli effetti di propagazione potrebbero coinvolgere anche l'economia reale. In particolare, tali

attività potrebbero avere impatti sulla stabilità finanziaria e interferire con il funzionamento delle infrastrutture di pagamento e di mercato, nonché avere ripercussioni sulla politica monetaria. L'analisi della BCE¹²⁷ evidenzia che, mentre questi rischi sono attualmente contenuti e/o gestibili all'interno del quadro di regolamentazione e di supervisione esistente, i collegamenti con il settore finanziario regolato potrebbero svilupparsi e crescere nel tempo e avere delle ripercussioni in futuro. Potrebbe risentirne la capacità dell'Eurosistema di adempiere alle proprie responsabilità, in particolare la definizione e l'implementazione della politica monetaria e la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, e di svolgere i propri compiti nell'area della supervisione bancaria e della stabilità finanziaria. Di conseguenza, l'analisi conclude che la BCE dovrebbe continuare a monitorare le cripto-attività, accrescere la consapevolezza dei rischi ad esse connessi e prepararsi a qualsiasi futuro scenario avverso. La presente sezione si propone di esaminare i rischi originati da tali attività e identificare le principali connessioni che potrebbero facilitare la trasmissione di tali rischi al sistema finanziario e all'economia, con lo scopo di caratterizzare e calibrare gli sforzi di monitoraggio.

I rischi connessi alle cripto-attività derivano fundamentalmente dal fatto che:
a) tali attività non hanno un credito sottostante; b) la loro natura è in parte non soggetta a regolamentazione e c) non hanno una governance formale.

a. Dal momento che non hanno un credito sottostante, ad esempio il diritto a percepire un flusso di cassa futuro o ad adempiere una obbligazione di pagamento, le cripto-attività di fatto mancano di valore intrinseco. Ciò rende la loro valutazione complessa e passibile di speculazione. Di conseguenza, i loro corsi possono registrare movimenti eccezionalmente ampi (rischio di volatilità), esponendo così coloro che le detengono a perdite potenzialmente ingenti. A seconda delle circostanze, gli effetti di un possibile crollo dei corsi potrebbero essere trasmessi ai creditori di coloro che detengono tali attività (se tale posizione implica un indebitamento) o ad altri soggetti.

b. Le cripto-attività, come definite nel presente articolo, difficilmente soddisfano le caratteristiche necessarie a essere impiegate come strumenti finanziari e di pagamento¹²⁸ e, pertanto, esulano dall'ambito di applicazione della regolamentazione attuale¹²⁹. Visto che tali attività non sono soggette a regolamentazione, chi le detiene non beneficia della protezione legale connessa agli

¹²⁷ Cfr. "Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures", *ibid.*

¹²⁸ Nel suo "Report with advice to the European Commission on crypto-assets" (gennaio 2019), l'Autorità bancaria europea (ABE) afferma che, per essere qualificate come moneta elettronica, le attività devono soddisfare la definizione di moneta elettronica della seconda Direttiva sulla moneta elettronica (sezione 2.1.1). In particolare, occorre che esse rappresentino un credito nei confronti di chi le ha emesse, il che esclude le cripto-attività come definite nel presente articolo. Parallelamente, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) ritiene che difficilmente attività come i bitcoin possano essere qualificate come strumenti finanziari (cfr. "Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets", ESMA, paragrafo 80, gennaio 2019).

¹²⁹ Fanno eccezione i requisiti relativi alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo (anti-money laundering/countering the financing of terrorism, AML/CFT) stabiliti dalla quinta direttiva europea anti riciclaggio, Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE (GU L 156, 19.6.2018, p. 43).

strumenti che vi sono sottoposti. Ad esempio, se un fornitore di servizi che controlla l'accesso alle disponibilità in cripto-attività dei propri clienti (ad esempio un fornitore di servizi di custodia del borsellino elettronico o "custodian wallet provider") diventa insolvente o subisce un attacco informatico, tali disponibilità non sono soggette a misure preventive (ad es. di salvaguardia o di segregazione) né possono beneficiare di schemi o altri accordi a copertura di eventuali perdite. Considerato l'assetto legislativo attuale, le autorità pubbliche hanno un margine di regolamentazione limitato in materia¹³⁰. Ogni eventuale intervento potrebbe essere reso ancor più complesso dalla mancanza di governance e dall'architettura distribuita delle cripto-attività (cfr. di seguito), oltre che dalla loro dimensione transnazionale.

c. Visto che l'uso della DLT permette alle cripto-attività di fare a meno di un soggetto responsabile, non è possibile allocare nel loro network dedicato ruoli e competenze relativi all'individuazione, all'attenuazione e alla gestione dei rischi, almeno non in modo chiaro. Da questa caratteristica derivano, tra gli altri, maggiori rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, nella misura in cui non esiste alcun organo di supervisione accentrata che sia responsabile del monitoraggio e dell'identificazione dei profili delle transazioni sospette, né una sede o un soggetto (amministratore) centrale sul quale le forze dell'ordine possano concentrarsi per svolgere indagini o confiscare attività¹³¹. Data la mancanza di una governance formalizzata, può essere difficile anche far fronte ai rischi operativi, compresi quelli in materia di sicurezza informatica, nonché al rischio di frode. Di fatto, nell'ecosistema allargato delle cripto-attività, l'offerta di alcuni servizi (ad esempio il trading) è spesso centralizzata. In questi casi, identificare chi offre tali servizi e ritenere tale soggetto responsabile del proprio operato è possibile, mentre non è sempre praticabile nel caso di modelli decentralizzati, che minimizzano o eliminano del tutto il ruolo degli intermediari.

La misura in cui il sistema finanziario e l'economia possono essere esposti ai rischi connessi alle cripto-attività dipende dal loro grado di interconnessione. In particolare, i collegamenti principali fra il mercato delle cripto-attività da un lato e i sistemi finanziari e l'economia in generale dall'altro sono: a) la disponibilità di cripto-attività, b) i veicoli di investimento e c) i pagamenti al dettaglio.

a. La legislazione europea non proibisce ai privati e alle istituzioni finanziarie, compresi gli enti creditizi e le imprese di investimento, nonché agli istituti di pagamento e di moneta elettronica di detenere o investire in cripto-attività¹³². Chiunque può aver accesso alle cripto-attività attraverso un collegamento internet, senza necessità di aprire un conto con un fornitore di servizi. Le istituzioni finanziarie

¹³⁰ Sulla base del parere dell'ABE e dell'ESMA (cfr. nota 5), il Vicepresidente della Commissione europea Dombrovskis ha annunciato nel suo [intervento in occasione del Seminario di alto livello organizzato da Eurofi nel 2019](#) a Bucarest, in Romania, che la Commissione ha avviato uno studio di fattibilità su un possibile approccio regolativo comune a livello di Unione europea.

¹³¹ Cfr. ["Virtual Currencies – Key Definitions and Potential AML/CFT Risks"](#), Gruppo di azione finanziaria internazionale, giugno 2014. In seguito, il Gruppo di azione finanziaria internazionale ha aggiornato gli standard internazionali per chiarire in che modo essi si applicano alle attività virtuali e ai fornitori di servizi ad esse dedicati, emendando la raccomandazione 15 denominata "Nuove tecnologie", e aggiungendo due definizioni al Glossario del GAFI.

¹³² Cfr. ["Report with advice for the European Commission on crypto-assets"](#), ibid.

possono investire in cripto-attività e/o impegnarsi in attività di scambio (trading) o di supporto agli scambi (market making). Gli enti creditizi possono anche finanziare l'acquisto di tali attività da parte dei loro clienti o concedere loro prestiti garantiti da cripto-attività, nonché erogare prestiti a soggetti che interagiscono con attività di questo tipo. Inoltre, le istituzioni finanziarie possono fornire altri servizi connessi alle cripto-attività (ad es. servizi di custodia) che potrebbero accrescerne la disponibilità e favorirne l'uso, incentivando in tal modo la detenzione di cripto-attività e gli investimenti a esse associati. Attività di questo tipo possono essere incentivate, fra l'altro, da un interesse delle istituzioni finanziarie per le applicazioni che si basano sulla DLT.

b. **Attraverso derivati e veicoli di investimento gli investitori entrano in contatto con il mercato delle cripto-attività senza detenerle direttamente.** Tra i veicoli di investimento vi sono i prodotti indicizzati quotati (exchange-traded products, ETPs) e i contratti per differenza (contracts for difference, CFDs) che tengono traccia dei prezzi delle cripto-attività. Dal 2017, inoltre, gli investitori hanno manifestato notevole interesse per le ICO – procedure scarsamente regolate che le società usano per raccogliere capitali generando nuove cripto-attività, in modo simile alle offerte pubbliche iniziali – a causa degli elevati rendimenti da esse generati. Occorre, tuttavia, notare che queste “monete” possono avere caratteristiche e funzioni molto diverse: per esempio, possono rappresentare forme di investimento in società connesse a dei titoli, o garantire semplicemente accesso a prodotti o servizi che l'emittente offrirà in futuro. Ai nostri fini è sufficiente notare che queste “monete” non ricadono nella definizione di cripto-attività data nella sezione 2, nella misura in cui a esse corrisponde un emittente.

c. **In alcune circostanze, le cripto-attività possono essere utilizzate per i pagamenti al dettaglio.** Tale impiego può interessare i pagamenti commerciali, le rimesse internazionali e i pagamenti transnazionali tra imprese (business-to-business, B2B), ma anche i micro-pagamenti e i pagamenti tra macchine (machine-to-machine, M2M)¹³³, e potrebbe anche essere favorito dalla maggior efficienza riconducibile alla DLT, dal momento che questi segmenti sono caratterizzati in genere da complessità e costi elevati. Anche se chi detiene cripto-attività può trasferirne delle unità senza ricorrere a un intermediario, accedendo direttamente al network decentralizzato dedicato, bisogna notare l'emergere, per maggiore comodità dell'utente, di fornitori di servizi che agevolano l'impiego di attività di questo tipo nei pagamenti, ad esempio gestendo i pagamenti per conto degli esercenti che le accettano e riducendo la loro esposizione alla volatilità dei prezzi. In ogni caso gli utenti finali spesso effettuano e/o ricevono ancora i pagamenti in moneta nazionale e non hanno necessità di detenere cripto-attività, dal momento che esse rappresentano solo un canale alternativo per la transazione, soprattutto nel caso di pagamenti transnazionali¹³⁴.

¹³³ Cfr. “2nd Global Cryptoasset Benchmarking Study”, Cambridge Centre for Alternative Finance, 2019.

¹³⁴ Lo studio “Global Cryptocurrency Benchmarking Study” del Cambridge Centre for Alternative Finance (2017) segnalava che l'86 per cento delle società intermediarie nei pagamenti partecipanti usava i bitcoin come “binario di pagamento” principale per le operazioni transfrontaliere.

Intermediari nuovi ed esistenti svolgono funzioni di “punto di accesso” che agevolano le interconnessioni fra cripto-attività da un lato ed economia e mercati finanziari dall’altro. Tra i vari servizi connessi a tali attività, le funzioni di punto di accesso – ossia la vendita e la custodia/mantenimento delle cripto-attività – sono quelle che agevolano i flussi in ingresso e in uscita dal mercato delle cripto-attività verso i sistemi finanziari e l’economia reale (e viceversa). Altre funzioni (ad esempio il cosiddetto mining) o servizi (quali la promozione delle ICO) esulano da questo gruppo, perché si svolgono esclusivamente all’interno dell’ecosistema delle cripto-attività. I servizi di pagamento, a loro volta, fanno affidamento alle funzioni svolte dai punti di accesso per promuovere l’uso di tali attività come mezzo di scambio.

Le piattaforme di scambio rappresentano canali di ingresso e di uscita attraverso i quali gli utenti possono comprare e vendere cripto-attività¹³⁵ in cambio di monete fiduciarie o di altre cripto-attività. Tali piattaforme possono avere modelli imprenditoriali e offrire servizi diversi. Alcune di loro pubblicano quotazioni di mercato sulla base delle attività di negoziazione dei loro clienti e, in tal modo, facilitano la formazione dei prezzi. È possibile distinguere tali piattaforme anche in base al fatto che detengano o meno cripto-attività per conto dei propri clienti, e che utilizzino o meno i propri registri per le operazioni, in alternativa ai network DLT. Alcune piattaforme centralizzate offrono servizi di custodia oltre l’ammontare richiesto per eseguire/regolare un’operazione commerciale; in tal caso esse svolgono in via permanente anche il ruolo di custodian wallet provider (cfr. di seguito).

I custodian wallet provider permettono di custodire le chiavi crittografiche necessarie a concludere operazioni in cripto-valute. Chi investe in tali attività di solito richiede per comodità il contributo di un custodian wallet provider, confidando nel fatto che esso renda più difficile il furto delle chiavi crittografiche rispetto all’uso di un supporto individuale. La custodia delle chiavi può avvenire online (per mezzo dei cosiddetti “hot wallets”, che comportano la conservazione delle chiavi su un supporto connesso a internet, che permette di intraprendere una transazione in qualsiasi momento) oppure offline (tramite i “cold wallets”, in cui le chiavi vengono conservate senza connessione a internet fino a quando l’utente non intende autorizzare una transazione). Gli hot wallet sono vulnerabili agli attacchi informatici via internet. D’altro canto, anche se i cold wallet sono al riparo dai pirati informatici e possono essere conservati su supporti da custodire fisicamente in cassaforte, il loro uso frequente è meno agevole. In alcuni casi, attraverso la relativa chiave crittografica, il depositario detiene direttamente per conto dell’investitore le unità di cripto-attività.

L’ampiezza e la profondità delle interconnessioni e dei punti di accesso sopra descritti possono avere conseguenze sulla stabilità del sistema finanziario,

¹³⁵ Cfr. “2nd Global Cryptoasset Benchmarking Study”, ibid.

sulla politica monetaria e sulla sicurezza e l'efficienza delle infrastrutture di mercato e di pagamento¹³⁶:

- Esposizioni potenzialmente estese e prive di copertura da parte delle istituzioni finanziarie nei confronti delle cripto-attività potrebbero avere conseguenze per la stabilità finanziaria; tanto più che al momento non esiste uno specifico trattamento prudenziale per tali esposizioni delle istituzioni finanziarie. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), nelle sue dichiarazioni in materia, pur ammettendo che le esposizioni dirette delle banche sono molto limitate, ha formulato una serie di aspettative nei confronti delle banche che acquisiscono esposizioni in cripto-attività o forniscono servizi collegati, tra le quali figurano la due diligence, la governance e la gestione dei rischi, la trasparenza e il dialogo con l'autorità di vigilanza¹³⁷. L'Autorità bancaria europea (ABE) prevede anche la definizione di uno schema per il monitoraggio che le autorità competenti possono sottoporre alle istituzioni finanziarie per identificare e misurare il livello e il tipo di operazioni connesse alle cripto-attività¹³⁸.
- In uno scenario estremo, se nelle operazioni di pagamento al dettaglio il contante in euro e gli strumenti di pagamento elettronici venissero ipoteticamente sostituiti da attività di questo tipo, potrebbero esservi conseguenze significative per la politica monetaria e l'attività economica¹³⁹. Date però le caratteristiche del fenomeno delle cripto-attività, in particolare l'alta volatilità dei prezzi, è difficile concepire che nel futuro immediato esse possano ricoprire il ruolo di attività monetarie. Detto questo, i nuovi sviluppi, che tentano di mitigare i rischi legati alla volatilità (ad esempio i cosiddetti "stablecoins"), potrebbero renderle più attraenti e adatte come strumenti di pagamento.
- Infine, le infrastrutture dei mercati finanziari (IMF), soprattutto i sistemi di pagamento, i sistemi di regolamento in titoli e le controparti centrali, sono soggette ai rischi connessi alle cripto-attività e potrebbero agire da canali di trasmissione di tali rischi nei confronti del sistema finanziario. In primo luogo, le infrastrutture dei mercati finanziari potrebbero essere esposte a rischi in seguito a operazioni condotte dai loro partecipanti con tali attività, nella misura in cui le condizioni avverse sul mercato delle cripto-attività o altri eventi sfavorevoli potrebbero compromettere la capacità di tali operatori di rispettare le proprie obbligazioni. In tal caso, gli shock originati sul mercato delle cripto-attività potrebbero essere trasmessi da un partecipante o da una infrastruttura agli altri. In secondo luogo, le infrastrutture dei

¹³⁶ Per una valutazione di tali implicazioni, cfr. "[Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures](#)", ibid. Effettivamente, le cripto-attività potrebbero avere conseguenze in termini di rischi a un livello più ampio; ad esempio, potrebbero minare l'integrità del sistema finanziario o prestarsi al riciclaggio di denaro o al finanziamento del terrorismo e destare timori per la tutela dei consumatori e degli investitori. L'analisi della BCE non pone l'accento primario su tali rischi.

¹³⁷ Cfr. "[Statement on crypto-assets](#)", Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 13 marzo 2019.

¹³⁸ Cfr. "[Report with advice for the European Commission on crypto-assets](#)", ibid.

¹³⁹ In "[Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures](#)", ibid, cfr. la sezione 4.1 dal titolo "Potential implications for monetary policy".

mercati finanziari potrebbero porre rischi se dovessero compensare i prodotti connessi alle cripto-attività o se utilizzassero questo tipo di attività come mezzo di regolamento, collaterale o investimento. Nella situazione attuale, la legislazione europea di fatto limita il loro uso come attività di regolamento nelle infrastrutture dei mercati finanziari e stabilisce dei requisiti per l'uso come collaterale o investimento che al momento le cripto-attività non soddisfano¹⁴⁰. Inoltre, per compensare i prodotti connessi a tali attività le controparti centrali europee dovrebbero essere autorizzate dalle rispettive autorità nazionali, dopo aver dimostrato in che modo soddisfino i requisiti di gestione dei rischi alla luce delle caratteristiche specifiche da affrontare.

4 Problematiche attuali della misurazione del fenomeno delle cripto-attività

Per valutare correttamente i rischi connessi alle cripto-attività e il loro potenziale impatto sul sistema finanziario e sull'economia, occorre integrare l'analisi qualitativa sui collegamenti sopra descritta (cfr. la sezione 3) con informazioni quantitative. Da una parte, la natura pubblica dei network DLT dedicati a tali attività garantisce in genere trasparenza, ossia permette al pubblico di accedere ai dati relativi alle operazioni e di verificarli. Dall'altra, a causa della natura decentralizzata e (in parte) non soggetta a regolamentazione delle operazioni in cripto-attività, è difficile ricavare dati di dettaglio (ad esempio, il numero dei singoli utenti) e organizzare la raccolta dei dati in modo sistematico. In tale contesto, i siti web pubblici, che tengono traccia dei prezzi di tali attività, forniscono solo un'indicazione approssimativa degli andamenti di mercato. Nel complesso, i dati disponibili relativi alle cripto-attività non hanno le caratteristiche di completezza e affidabilità necessarie a monitorare gli andamenti di mercato con il livello di dettaglio necessario a valutarne i rischi. Inoltre, dato il grado molto limitato di segregazione per paese, essi consentono di monitorare solo le tendenze a livello mondiale. La presente sezione esamina le lacune esistenti nella raccolta e nell'esame dei dati, fornendo esempi concreti, e propone alcune possibili opzioni per superare le principali difficoltà.

¹⁴⁰ In particolare, le cripto-attività non compaiono nella lista delle garanzie stanziabili dalle controparti centrali stabilita dal Regolamento delegato (UE) 2016/2251 della Commissione, del 4 ottobre 2016, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle tecniche di attenuazione dei rischi per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale (C/2016/6329) (GU L 340, 15.12.2016, pagg. 9–46). In modo simile, gli investimenti ammessi da parte delle controparti centrali sulla base del Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201, 27.7.2012, pagg. 1–59) non contemplano le cripto-attività. In ["Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures"](#), cfr. la sezione 4.4 dal titolo "Risks to financial market infrastructures".

4.1 Un approccio graduale al quadro di monitoraggio delle crypto-attività

I dati aggregati disponibili pubblicamente forniscono già alcuni strumenti di misurazione dei rischi connessi alle crypto-attività e dei loro collegamenti con il sistema finanziario soggetto a regolamentazione. Questi dati, sottoposti a controlli di qualità minima e integrati con altri provenienti da fonti commerciali, rappresentano la base di un set di dati costituito dalla BCE come primo passo nel definire il proprio approccio al monitoraggio di questo fenomeno. Usando le application programming interfaces (API)¹⁴¹ e le tecnologie big data, è stato possibile creare una serie di procedure automatiche di raccolta, gestione e integrazione di diverse raccolte dati per ricavarne indicatori personalizzati. La BCE ha raccolto dati provenienti da fonti pubbliche e commerciali, tenendo conto della documentazione disponibile, dell'estensione e della disponibilità di aggregati molto granulari. La granularità dei dati, unita alle misure di controllo della qualità applicate, hanno consentito il calcolo di indicatori personalizzati e metodologicamente coerenti. Per costruire tali indicatori è stato necessario mappare le informazioni e armonizzarle¹⁴².

Gli indicatori relativi alle crypto-attività progettati in funzione di questo esercizio di monitoraggio sono stati raggruppati in quattro categorie che riguardano a) mercati, b) punti di accesso, c) collegamenti e d) ICO.

a) Gli indicatori relativi al mercato riguardano le informazioni relative ai prezzi e alle operazioni, anche sul mercato degli strumenti derivati. Lo strumento di monitoraggio permette di selezionare qualsiasi gruppo o singola crypto-attività tra le oltre 2.000 attualmente scambiate e di costruire indicatori relativi alle quotazioni, ai volumi scambiati e alla capitalizzazione di mercato espressi in termini di alcune monete fiduciarie o di crypto-attività. Il gruppo include anche indicatori che riguardano operazioni in moneta fiduciaria. Per quanto riguarda i derivati, gli indicatori offrono un'analisi dettagliata dei contratti future sui bitcoin scambiati nei mercati istituzionalizzati del Chicago Mercantile Exchange (CME) e del Chicago Board Options Exchange (CBOE).

b) Gli indicatori relativi ai punti di accesso riguardano le piattaforme di scambio e i wallet e includono anche alcune informazioni relative ai pagamenti. Gli indicatori relativi alle piattaforme mostrano i volumi e le quotazioni degli scambi su ogni singola piattaforma o su un insieme di piattaforme raggruppate per nazionalità, per tipo di commissione praticata, per tipologia (centralizzata o decentralizzata) o per altri fattori. Inoltre, sono stati sviluppati indicatori relativi agli arbitraggi. Con riferimento ai wallet, vengono raccolte informazioni relative alla loro classificazione per tipo, tipo di crypto-attività ammessa e caratteristiche di sicurezza. Il segmento dei pagamenti

¹⁴¹ Le API permettono agli utenti di accedere alle basi dati dei fornitori mediante un set di richieste automatiche fornite tramite protocollo di trasferimento ipertestuale (Hypertext Transfer Protocol, HTTP – il protocollo sottostante i siti internet) e restituiscono loro i dati richiesti.

¹⁴² Ad esempio, il calcolo della capitalizzazione di mercato ha richiesto una mappatura trasversale e un'armonizzazione degli identificatori e delle convenzioni in uso per indicare le crypto-attività, poiché è stato necessario aggregare dati provenienti da fonti diverse per fare in modo che l'offerta in circolazione potesse essere usata come componente privilegiata di tale indicatore. Anche l'armonizzazione delle unità ha aggiunto un ulteriore livello di complessità, perché ha comportato il calcolo di tassi di cambio sintetici per tutte le attività incluse nella serie di dati.

include indicatori relativi al numero e alla localizzazione degli ATM abilitati a questo tipo di attività, che consentono all'utente di acquistare o vendere una certa cripto-attività contro valuta fiduciaria. Vengono inoltre incluse alcune informazioni relative alle carte abilitate alle cripto-attività, che consentono di effettuare pagamenti in valuta fiduciaria usando depositi in cripto-attività. Vengono, infine, forniti alcuni indicatori basati sulle operazioni registrate sui libri mastri decentrati.

c) Una categoria importante di indicatori cerca di individuare, per quanto possibile, una misura del grado di collegamento esistente tra i mercati delle cripto-attività e i sistemi finanziari e il settore dell'economia reale. Gli indicatori che appartengono a questa categoria, ad esempio, riguardano le ETP che offrono esposizioni in attività di questo tipo e gli indicatori basati sulle statistiche relative alle consistenze di titoli¹⁴³.

d) L'ultima parte riguarda gli indicatori relativi alle ICO, ovvero il volume dei fondi raccolti e le loro caratteristiche, ad esempio la forma legale, il tipo di blockchain sottostante e la nazionalità.

Tuttavia esistono ancora significative carenze informative, soprattutto su alcune interconnessioni e sulle operazioni di pagamento; tra queste, alcune riguardano l'uso di protocolli stratificati (cfr. la sezione 4.2). Una prima importante carenza informativa riguarda le interconnessioni con i settori reale e finanziario, ivi compresi il volume delle consistenze in cripto-attività che banche e società finanziarie detengono direttamente e le informazioni relative ai prestiti che finanziano investimenti in attività di questo tipo. Un'altra area riguarda le operazioni con carte abilitate alle cripto-attività, le vendite degli esercenti che accettano tali attività e il valore delle transazioni di prelievo svolte da ATM abilitati. Infine, per cogliere la dimensione reale dell'uso dei network DLT dedicati alla cripto-valute nelle attività di regolamento, occorre analizzare le informazioni relative alle operazioni che ricorrono a protocolli stratificati. La serie di dati raccolta nell'ambito del monitoraggio delle cripto-attività è, per definizione, in continua evoluzione, per tenere conto dei cambiamenti delle esigenze di monitoraggio che mutano, a causa dei rapidi cambiamenti nel mercato, pur mantenendosi proporzionale ai rischi potenziali che tale mercato potrebbe generare.

Il secondo passo previsto per creare un quadro di riferimento per il monitoraggio delle cripto-attività dovrebbe consistere nel colmare le principali carenze informative. Nel complesso, la prima fase del ciclo di trattamento dati è stata completata, creando le premesse per i prossimi sviluppi, che comportano un'ulteriore analisi degli indicatori e dei dati, che dovrebbe colmare le carenze informative emerse. Alcune azioni suggerite dai riscontri forniti dal ciclo di elaborazione dei dati dovrebbero migliorare l'infrastruttura statistica e analitica. L'analisi continuerà a elaborare ulteriormente gli indicatori, avvalendosi dei dati granulari provenienti dalle piattaforme di scambio, dalle blockchain, dalle raccolte di dati ufficiali e dalle statistiche relative al mercato delle cripto-attività, in modo coerente rispetto alle necessità di monitoraggio e proporzionato ai rischi potenziali che questo mercato potrebbe generare.

¹⁴³ Per maggiori informazioni, cfr. [Securities holdings statistics](#) sul sito Internet della BCE.

4.2 Disponibilità e affidabilità dei dati relativi alle operazioni on-chain, off-chain e su protocolli stratificati

Per valutare la disponibilità e l’attendibilità dei dati relativi alle crypto-attività, è importante cogliere la differenza tra le operazioni in crypto-attività “on-chain” e quelle “off-chain”. Le operazioni on-chain sono registrate direttamente sul libro mastro decentralizzato. Le operazioni off-chain vengono registrate o sul libro mastro di un soggetto, ad esempio nel caso delle operazioni che avvengono su piattaforme di scambio, o in un network privato di utenti che ricorre al libro mastro decentralizzato solo in una fase successiva, per registrare le operazioni nette tra i suoi partecipanti.

Le operazioni on-chain

Le informazioni relative ai dati on-chain sono spesso disponibili al pubblico, anche se la loro analisi può essere complessa. La maggior parte dei protocolli DLT si differenzia dalla registrazione tipica dei sistemi di conto finanziario, nei quali una certa quantità di attività viene trasferita sottraendo dal conto di chi invia un importo preciso e accreditando tale importo sul conto di chi riceve. Le crypto-attività, solitamente, vengono trasferite in modo simile a quello delle operazioni in contante: quando un utente riceve una certa quantità di attività di un certo tipo, queste unità non sono divisibili e devono essere inviate tutte assieme in un’operazione successiva¹⁴⁴. Pertanto, chi invia deve specificare quale parte delle unità della crypto-attività ottenute congiuntamente nell’operazione precedente deve essere trasferita al destinatario o ai destinatari e quale deve essere recuperata come “resto”.

Al momento è difficile identificare il valore di un’operazione in crypto-attività e capire se diversi wallet di crypto-attività appartengano o meno allo stesso soggetto (o ente). È probabile, tuttavia, che tale operazione diventi ancor più difficile in futuro. Il resto potrebbe sia essere restituito sullo stesso wallet dal quale l’operazione ha avuto origine oppure venir reindirizzato verso un altro wallet controllato dal mittente¹⁴⁵. La comunità degli utenti di crypto-attività ha intrapreso varie iniziative volte a rendere l’identificazione di queste operazioni più complessa, che includono la possibilità che un certo numero di mittenti metta insieme le proprie operazioni in crypto-attività¹⁴⁶.

I dati registrati on-chain sul libro mastro decentralizzato di una crypto-attività possono fare riferimento a operazioni in attività diverse, registrate e trasferite per mezzo di un protocollo stratificato a esse associato. Mentre il libro mastro decentralizzato è comunemente utilizzato per registrare solo una crypto-attività nativa, è possibile registrare le sue operazioni come testo libero. In concreto, questo testo

¹⁴⁴ Tali unità indivisibili vengono chiamate a volte “output di transazione non spesi” (unspent transaction outputs, UTXO).

¹⁴⁵ Comprendere quale parte dell’output di una transazione si intende trasferire e quale costituisce un resto per l’emittente è tutt’altro che semplice. Cfr. Athey, S., Parashkevov, I., Sarukkai, V. e Xia, J., “Bitcoin Pricing, Adoption, and Usage: Theory and Evidence”, *Working Paper*, n. 3469, Stanford Graduate School of Business, agosto 2016.

¹⁴⁶ Cfr. le iniziative [Pay-to-Endpoint](#) e [Coinjoin](#).

può contenere la conferma del trasferimento di altre attività attraverso un protocollo diverso¹⁴⁷. Poiché un'analisi superficiale delle operazioni registrate on-chain mostrerebbe solo una transazione trascurabile nella cripto-attività nativa, occorre interpretare l'operazione conoscendo i dettagli del protocollo stratificato per dedurre che forse è stata conclusa una transazione relativa a un'attività secondaria.

Le operazioni off-chain

Per raccogliere e fornire informazioni molto rudimentali sulle quotazioni e la capitalizzazione di mercato di una cripto-attività vengono operate diverse scelte metodologiche. In generale, le informazioni relative al prezzo aggregato delle attività di questo tipo risentono, tra l'altro, della selezione operata tra le piattaforme di scambio considerate, dei volumi di operazioni sottostanti, delle convenzioni riguardo l'orario di conclusione giornaliera delle attività, dei meccanismi adottati in caso di scarsa liquidità e del malfunzionamento delle piattaforme, dei dati e delle connessioni. Se non si applica alcun criterio selettivo, la dispersione delle quotazioni delle cripto-attività è elevata¹⁴⁸. A loro volta le informazioni relative alle quotazioni alimentano il calcolo dell'indicatore relativo alla capitalizzazione di mercato, assieme alle informazioni che riguardano l'offerta delle attività, per le quali si dispone di opzioni diverse.

Le operazioni off-chain sono un fenomeno in crescita che tenta di superare i limiti dei libri mastri decentrati utilizzati per le cripto-attività. In un network DLT aperto, per poter preservare l'integrità del sistema, la validazione delle nuove operazioni risulta necessariamente costosa e relativamente lenta, perché occorre lasciare tempo sufficiente alla condivisione degli ultimi blocchi di transazioni valide tra tutti gli utenti del sistema prima che un nuovo blocco possa essere soggetto a validazione. Sono stati introdotti alcuni "canali" che consentono ad alcuni gruppi di utenti di regolare al proprio interno più velocemente le operazioni e usare il libro mastro decentrato aperto solo per la regolazione "definitiva" delle operazioni nette, come avviene nei sistemi a regolamento netto differito, tipici di alcune infrastrutture di mercato.

Informazioni relative alle quotazioni e agli scambi

Talvolta, anche quando un'attività connessa alle cripto-attività è sottoposta a regolamentazione, come dovrebbe avvenire per le piattaforme di scambio dedicate a tali attività, non esiste un soggetto responsabile che agisce in qualità di operatore. È il caso di alcune piattaforme di scambio "decentrate" che si affidano, per l'esecuzione delle operazioni, alla validazione operata dagli utenti del network DLT. Le operazioni concordate su piattaforme di scambio decentrate, inoltre, comportano di solito il mutuo trasferimento di due attività, che vengono regolate

¹⁴⁷ Il medesimo approccio potrebbe essere usato per registrare o trasferire sia attività tradizionali che cripto-attività.

¹⁴⁸ Cfr. Makarov, I. e Shoar, A., *Trading and Arbitrage in Cryptocurrency Markets*, maggio 2018.

come due singole transazioni, e identificare queste transazioni come una singola operazione è difficile.

Tra i principali fattori che differenziano maggiormente le attività di negoziazione e i relativi prezzi figurano le caratteristiche delle commissioni praticate dalle piattaforme di scambio. Tra queste piattaforme, quelle che non praticano commissioni o che applicano commissioni in mining potrebbero porre problemi in termini di affidabilità dei dati relativi alle quotazioni e ai volumi di scambio. Sulle piattaforme che non applicano commissioni, gli operatori possono concludere transazioni in modo gratuito, indipendentemente dal numero di scambi che realizzano, il che potrebbe far crescere il loro volume. In modo analogo, le piattaforme di scambio che applicano commissioni in mining compensano le commissioni con gettoni nativi della piattaforma di scambio. Una compensazione di questa natura potrebbe incentivare gli operatori a effettuare più scambi per ricevere gettoni che offrono opzioni appetibili, quali i diritti di voto sulla piattaforma o un dividendo. Entrambe le forme possono indurre manipolazioni del mercato attraverso l'acquisto e la vendita in contemporanea di una medesima attività, che realizza un'attività di mercato fuorviante e artificiale, detta anche operazione fittizia.

La quotazione delle crypto-attività è complessa anche per via di fenomeni quali la scarsa liquidità, le variazioni inconsuete di prezzo e l'instabilità degli scambi sull'arco delle 24 ore. A differenza degli altri mercati, quello delle crypto-attività opera 24 ore al giorno, senza orari di "chiusura" standardizzati. Gli aggregatori dei dati forniscono i dati meno tempestivamente, ad esempio su base giornaliera, secondo convenzioni orarie predefinite, che potrebbero non coincidere con quelle di altri provider. Per risolvere il problema della scarsa liquidità, chi fornisce i dati corregge nell'indicatore generale del prezzo di una crypto-attività il contributo riconducibile agli scambi meno liquidi. Le variazioni inconsuete di prezzo registrate nelle quotazioni e l'instabilità degli scambi vengono corretti anche applicando limiti o altri criteri di esclusione sulla base di punti di riferimento rappresentati, ad esempio, dagli indicatori relativi al traffico sul sito internet o dal parere di esperti. Anche l'assenza di convenzioni per indicare le crypto-attività e i loro identificativi contribuisce alla difficoltà di ottenere dati affidabili.

La fornitura continua di dati da parte delle piattaforme di scambio potrebbe risentire di problemi tecnici connessi ai rischi concreti di attacchi informatici, frodi e pirateria informatica¹⁴⁹. Nel caso di attacchi informatici, come quelli che impediscono l'accesso a un servizio, gli autori cercano di rendere indisponibile un elaboratore o una risorsa di rete a chi intende usarli, interrompendo il servizio di un server connesso a internet, di solito inondando di richieste l'elaboratore o la risorsa cui si intende mirare. L'attacco di pirateria informatica sul profilo di un utente o di una piattaforma può causare il fallimento di una piattaforma di scambio, soprattutto nel caso di piattaforme caratterizzate da un'infrastruttura tecnologica poco adatta a operare in un ambiente virtuale di dimensioni globali, pieno di incertezze giuridiche.

¹⁴⁹ Cfr. Moore T. e Christin, N., "Beware the Middleman: Empirical Analysis of Bitcoin-Exchange Risk", in Sadeghi, A.R. (ed.) *Financial Cryptography and Data Security*, Lecture Notes in Computer Science, vol. 7859, Springer, Berlino, Heidelberg, 2013. Gli autori hanno rilevato che il volume delle operazioni è correlato positivamente con il verificarsi di violazioni. Al tempo stesso, il volume medio delle operazioni è correlato negativamente con la probabilità che una piattaforma di scambio chiuda prematuramente.

Si stima che i furti, la criminalità informatica e altre attività criminali abbiano interessato il 6 per cento dell'offerta totale di bitcoin e questo dato non include i casi non segnalati di individui che hanno perso i propri bitcoin a opera di pirati informatici. Con riferimento all'interruzione dell'approvvigionamento di dati, le criticità tipicamente sperimentate dagli aggregatori di dati o dai mercati assumono la forma di interruzioni di servizio, errori di connessione e instabilità del funzionamento delle API.

Informazioni relative alla capitalizzazione di mercato

Per il calcolo della capitalizzazione di mercato occorre integrare il prezzo di una cripto-attività con informazioni relative all'offerta aggregata, che può essere misurata in diversi modi. Nello specifico, si possono individuare quattro principali misure dell'offerta: a) offerta in circolazione, b) offerta totale, c) offerta massima e d) variazione dell'offerta corretta per l'inflazione, che tiene conto dell'offerta futura in uno specifico orizzonte temporale (di solito quinquennale). L'offerta in circolazione è la migliore approssimazione del numero di unità di un certo tipo di cripto-attività in circolazione sul mercato o detenute dal pubblico. L'offerta totale rappresenta il numero di unità esistenti in un certo istante. Oltre all'offerta in circolazione, nell'offerta totale sono incluse le unità immobilizzate, tenute a disposizione o che non possono essere vendute sui mercati aperti al pubblico, mentre sono escluse quelle unità delle quali è stata constatata la distruzione. L'offerta massima è un'approssimazione del volume massimo di unità che esisteranno nell'arco della vita utile di un certo tipo di cripto-attività, che è predeterminato a seconda del protocollo usato. Nel caso dell'offerta corretta per l'inflazione, all'offerta in circolazione viene aggiunta l'offerta ulteriore prevista, ad esempio, per i prossimi cinque anni. Per alcune cripto-attività, infine, l'offerta massima non esiste, perché il protocollo non impone limiti alla loro creazione.

Contratti future sui bitcoin e ETP basati sulle cripto-attività in Europa

Le informazioni fornite da fonti affidabili, come i mercati istituzionalizzati che commerciano contratti future sui bitcoin o ETP, potrebbero non essere del tutto comparabili per via delle differenze esistenti nelle definizioni dei contratti o degli investimenti sottostanti. Sulle piattaforme di scambio, come BitMEX e BitflyerFX, e nei mercati istituzionalizzati, ad es. CBOE e CME, vengono scambiati contratti future sui bitcoin. Tali contratti hanno caratteristiche diverse in termini di unità contrattuali, limiti di prezzo, tassi marginali e dimensione di scostamento, e ciò rende le loro quotazioni sui due mercati non direttamente comparabili¹⁵⁰. Altre differenze sono riconducibili alle diverse basi di regolamento e agli orari di chiusura

¹⁵⁰ Ad esempio, per i future sui bitcoin scambiati sul CME le unità contrattuali e le date di regolamento sono cinque bitcoin e metà mese, mentre nel caso di CBOE sono un bitcoin e fine mese.

adottati¹⁵¹. Gli ETP vengono scambiati in mercati istituzionalizzati, ad esempio SIX Swiss Exchange¹⁵² o Nasdaq Nordic¹⁵³ in Europa, offrono esposizioni verso bitcoin e Ethereum e le loro quotazioni si basano su fonti diverse¹⁵⁴.

Indicatori aggregati delle crypto-attività

Molti indicatori cercano di rappresentare il mercato complessivo delle crypto-attività. Tali indicatori sono forniti su internet da siti commerciali¹⁵⁵ o non commerciali, che mettono a disposizione informazioni relative alle crypto-attività, da fondi che investono in attività di questo tipo¹⁵⁶, da gruppi di ricerca¹⁵⁷ e da accademici¹⁵⁸. Per tali indicatori, le scelte metodologiche più importanti riguardano il set di attività da includere e le fonti da usare per la loro quotazione, il loro bilanciamento nell'indice e gli schemi di ponderazione. Nella selezione delle crypto-attività si ricorre soprattutto al criterio della capitalizzazione di mercato. Le fonti relative alle quotazioni sono scelte sulla base di parametri quali liquidità, affidabilità e rispondenza a vari criteri, come ad esempio il rispetto delle pratiche di contrasto del riciclaggio. Anche gli schemi di ponderazione si basano sulla capitalizzazione di mercato, spesso attraverso l'applicazione di limiti e di volumi di scambio. Il bilanciamento viene svolto periodicamente, di solito con cadenza mensile, ma può anche avvenire quasi in tempo reale.

Riassumendo, dall'analisi delle problematiche relative alla misurazione del fenomeno delle crypto-attività emergono due aspetti da approfondire in futuro.

Il primo riguarda la necessità di fare i conti con la complessità e le crescenti sfide in termini di analisi delle transazioni on-chain e che avvengono su protocolli stratificati. Con riferimento alle operazioni off-chain, viste le varie opzioni metodologiche, occorre concentrarsi su come accrescere la disponibilità e la trasparenza dei dati riportati e delle metodologie usate, come armonizzare e arricchire i metadati, e come sviluppare buone prassi relative agli indicatori connessi alle crypto-attività.

¹⁵¹ I contratti scambiati sul CME vengono regolati sulla base prezzo ricavato dall'indice Bitcoin Reference Rate (BRR), che aggrega le attività di negoziazione in bitcoin avvenute tra le ore 15:00 e le 16:00 (ora dell'Europa centrale) di un campione rappresentativo di mercati che trattano tali attività. I contratti scambiati sul CBOE sono regolati sulla base del prezzo ricavato dal mercato Gemini alle ore 16:00 (ora dell'Europa centrale) nel giorno del regolamento conclusivo.

¹⁵² Per ulteriori informazioni sugli ETP scambiati, cfr. [SIX Swiss Exchange](#).

¹⁵³ Cfr. [certificati tracker](#).

¹⁵⁴ Ad esempio, Amun ETP segue la metodologia del [CryptoCompare's Aggregate Pricing Index \(CCCAGG\)](#). XBT Provider AB, che emette certificati in crypto-attività, segue le quotazioni di alcune piattaforme, ossia OKCoin, Kraken, Bitstamp, Bitfinex, ItBit, Gemini e GDAX per i bitcoin, e Poloniex, Kraken, Bitfinex, GDAX e Gemini per Ethereum, che soddisfano diversi criteri di selezione (ovvero si tratta di mercati che devono a) pubblicare, su base costante e regolare, i differenziali denaro-lettera e l'ultimo prezzo praticato in dollari statunitensi; b) non devono essere stati dichiarati illegali; c) devono rappresentare almeno il 5 per cento del volume cumulativo totale mensile delle piattaforme e d) devono regolare in moneta fiduciaria e operare i trasferimenti rispettivamente entro sette e due giorni feriali su base locale).

¹⁵⁵ Cfr. ad esempio, il [Bloomberg Galaxy Crypto Index](#) o il [CryptoCompare's Aggregate Pricing Index \(CCCAGG\)](#).

¹⁵⁶ Cfr. ad esempio, [Bitwise Cryptoasset Index Methodology](#).

¹⁵⁷ Cfr. ad esempio, [CCI30 Crypto Currency Index 30](#).

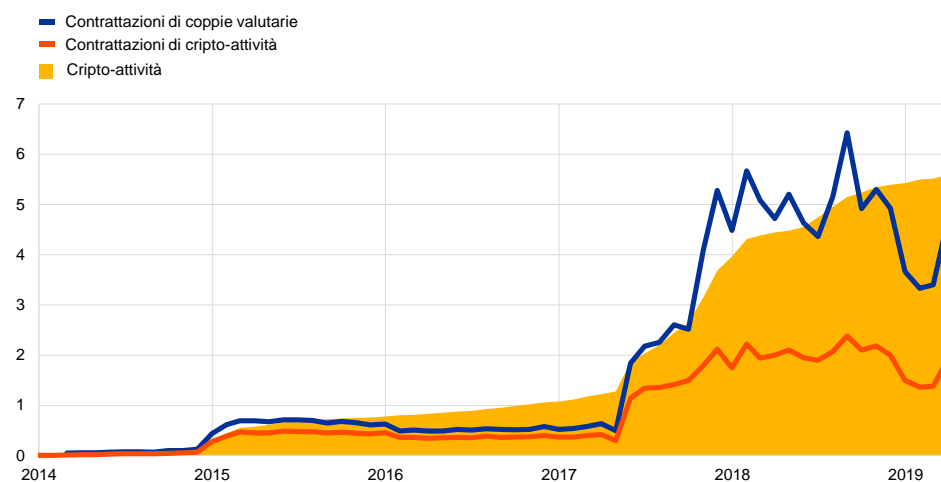
¹⁵⁸ Cfr. ad esempio, [CRIX](#), Index for Cryptocurrencies, Simon Trimborn, Wolfgang Karl Härdle, *Journal of Empirical Finance*, vol. 49, dicembre 2018, pagg. 107-122.

4.3 Alcune problematiche di misurazione relative agli indicatori rudimentali degli andamenti del mercato delle crypto-attività

Anche se spesso si utilizza il numero crescente di crypto-attività create nel tempo come indicatore di base delle dimensioni di tale mercato, solo una parte delle crypto-attività viene scambiata in modo costante. Nell'ultimo periodo sulle piattaforme di scambio è stato negoziato il 35 per cento circa delle migliaia di crypto-attività create finora (cfr. grafico 1) e, dall'inizio del 2018, solo il 5 per cento è stato scambiato con frequenza giornaliera. Anche l'indicatore relativo al numero di coppie valutarie (trading pair) mostra andamenti simili. Rispetto ai livelli minimi di circa 1.300 crypto-attività scambiate su base giornaliera (ossia nell'intervallo di 24 ore), registrati tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019, ad aprile 2019 si è osservato un recupero che ha portato il dato appena sopra 2.200, ovvero su un valore relativamente prossimo al livello record di 2.456 scambi giornalieri di settembre 2018. Con riferimento alla persistenza degli scambi, dall'inizio del 2019 sono state negoziate ogni giorno circa 700 crypto-attività, un terzo delle quali era stata scambiata giornalmente dall'inizio del 2018. In termini di scambio di coppie valutarie, i numeri recenti indicano oltre 5.100 coppie negoziate su base giornaliera, in rialzo rispetto alle 3.000 dell'inizio del primo trimestre del 2019. Dall'inizio del 2019, sono state scambiate ogni giorno 1.603 coppie valutarie, un terzo delle quali era stata negoziata quotidianamente dall'inizio del 2018.

Grafico 1
Scambi di crypto-attività

(aprile 2019; migliaia)



Fonti: Cryptocompare ed elaborazioni della BCE.

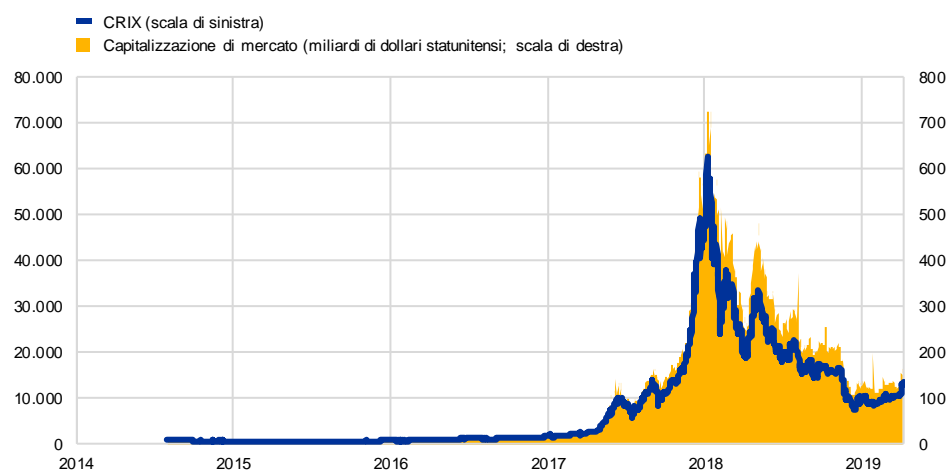
Se si ricorre alla capitalizzazione di mercato quale indicatore alternativo per valutare la dimensione del mercato delle crypto-attività, si rileva un'oscillazione del 20 per cento, a seconda che si scelga come sottostante l'offerta in circolazione o quella massima. Di recente, la capitalizzazione di mercato calcolata in base all'offerta in circolazione (stimata in 165 miliardi di dollari statunitensi) è tornata sui livelli del 2017, dopo essere cresciuta sensibilmente a fine 2018, soprattutto di riflesso all'andamento delle quotazioni delle crypto-attività misurate, ad

esempio, dall'indice CRIX¹⁵⁹ (cfr. grafico 2). Cinque cripto-attività rappresentano i tre quarti della capitalizzazione di mercato e metà dell'offerta in circolazione totale di tali attività (cfr. grafico 3). Il solo bitcoin rappresenta il 50 per cento della capitalizzazione di mercato totale e la relativa offerta in circolazione ammonta a poco meno di un terzo del totale delle cripto-attività. Le quotazioni di queste cinque cripto-attività sono fortemente influenzate dagli andamenti delle quotazioni generali su tali mercati. Se si utilizza l'offerta massima per calcolare la capitalizzazione di mercato, si registra un aumento del 20 per cento del valore dell'indicatore, riconducibile per metà al bitcoin. Secondo il protocollo bitcoin, l'offerta massima di tale cripto-valuta dovrebbe essere raggiunta nel 2140.

Grafico 2

Capitalizzazione di mercato e indice dei prezzi delle cripto-attività

(aprile 2019)



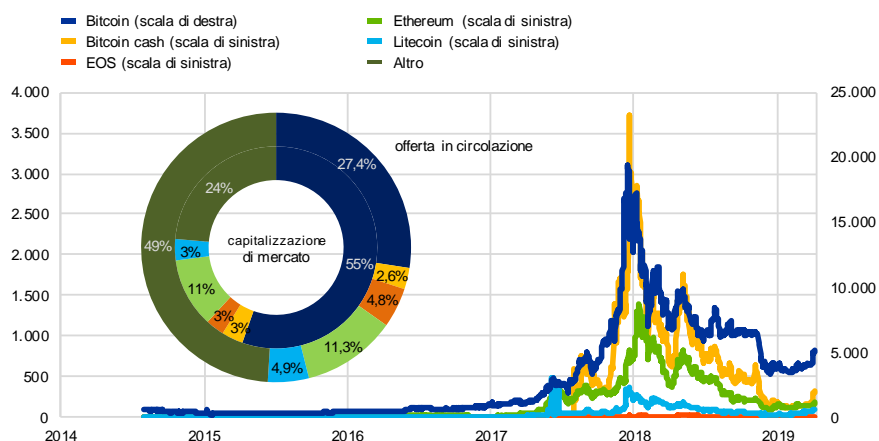
Fonti: Cryptocompare, CRIX, Coinmarketcap ed elaborazioni della BCE.
Nota: la capitalizzazione di mercato si basa sull'offerta in circolazione.

¹⁵⁹ CRIX, Index for Cryptocurrencies, ibid.

Grafico 3

Quotazioni, capitalizzazione di mercato e offerta in circolazione di alcune crypto-attività

(aprile 2019; dollari statunitensi)



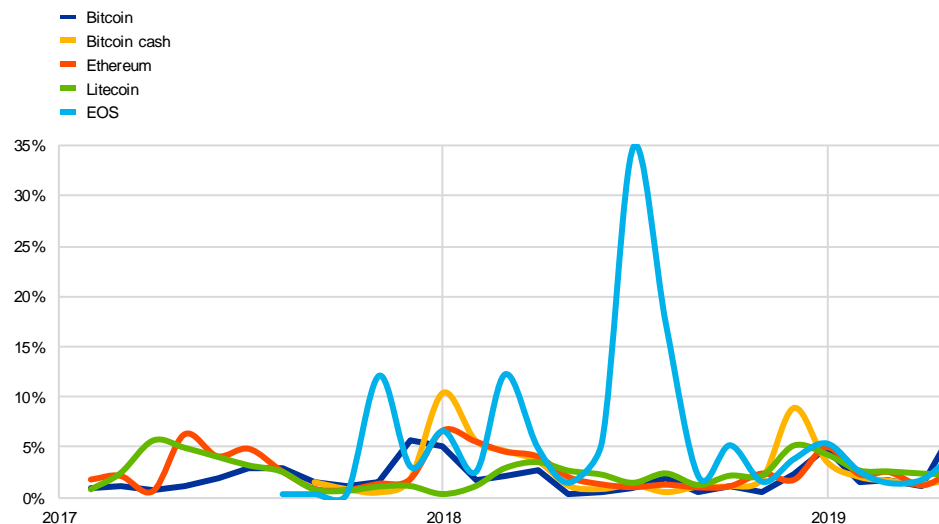
Fonti: Cryptocompare, Coinmarketcap ed elaborazioni della BCE.

Gli andamenti complessivi di quotazioni e capitalizzazione di mercato hanno risentito molto delle quotazioni aggregate di ciascuna delle summenzionate cinque crypto-attività, che prese singolarmente hanno evidenziato considerevoli oscillazioni tra le diverse piattaforme di scambio. Trascurando le differenze tra le piattaforme in termini di commissioni applicate agli scambi e alle operazioni, di tempistiche e di potenziali scostamenti di prezzo tra operazioni, l'eterogeneità delle quotazioni di tali attività è notevole (cfr. grafico 4). Ad aprile 2019 per le cinque principali crypto-attività gli intervalli interquartili normalizzati delle quotazioni in dollari sono aumentati, anche se non hanno raggiunto i livelli di fine 2018, prossimi al 5 e 9 per cento (valore, quest'ultimo, relativo al bitcoin cash). Nel 2019 la dispersione fra le quotazioni di ciascuna di queste attività sulle piattaforme di scambio si è ridotta rispetto ai livelli del 2018 e ai valori massimi raggiunti al volgere dell'anno.

Grafico 4

Dispersione fra le quotazioni di alcune cripto-attività

(aprile 2019)



Fonti: Cryptocompare ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli intervalli interquartili delle quotazioni delle cripto-attività sulle piattaforme di scambio sono normalizzati rispetto alla quotazione media tra piattaforme ponderata per volumi di scambio.

Sulle piattaforme dedicate alle cripto-attività rimangono vivaci le attività di conversione in valuta fiduciaria, sebbene meno che in passato;

contemporaneamente si ritiene che il numero delle operazioni fittizie sia significativo.

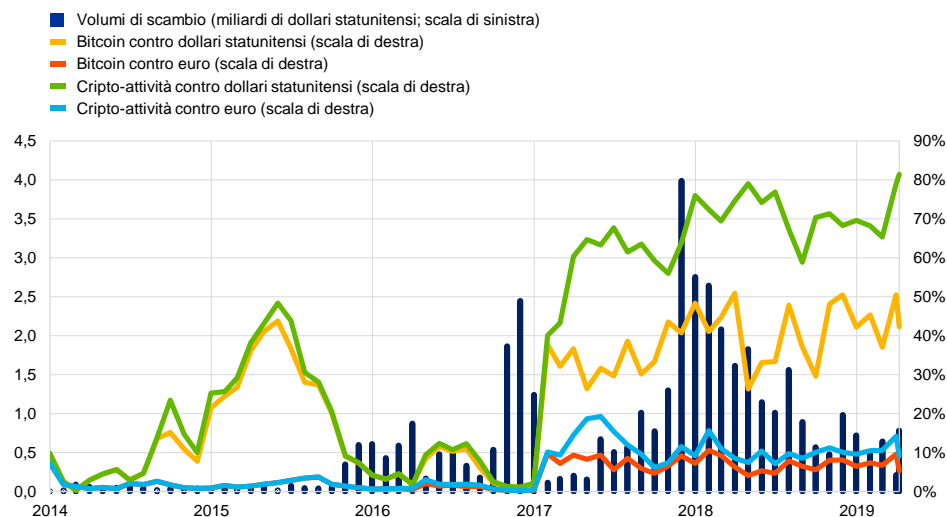
Dalla prospettiva della banca centrale, è importante monitorare i volumi di tali attività regolate in euro e in altre valute fiduciarie. Gli scambi di cripto-attività contro euro hanno raggiunto nel complesso il 10 per cento del totale delle conversioni in valuta fiduciaria, rispetto alla quota crescente di scambi contro il dollaro, che ha raggiunto l'81 per cento. Metà dei volumi in valuta fiduciaria è stata impiegata per convertire bitcoin. Gli scambi hanno avuto luogo, per lo più, su piattaforme di negoziazione centralizzate. Le attività sulle piattaforme di scambio decentrate, tuttavia, sembrano essere in crescita, anche se rappresentano tuttora meno dell'1 per cento dei volumi scambiati. Dal punto di vista geografico, il 24 per cento delle negoziazioni ha avuto luogo su piattaforme collocate in Europa, con i volumi di scambio più consistenti registrati su piattaforme situate a Malta e nel Regno Unito, mentre il 30 per cento è avvenuto su piattaforme non attribuibili ad alcun paese. Per quanto riguarda le operazioni fittizie, alcune analisi¹⁶⁰ indicano che un numero molto elevato di scambi sarebbe stato influenzato da questo tipo di manipolazione di mercato.

¹⁶⁰ Cfr. ad esempio, <https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/smysearca201901-5164833-183434.pdf>.

Grafico 5

Volumi di scambio contro dollaro statunitense, euro e altre valute fiduciarie

(aprile 2019)



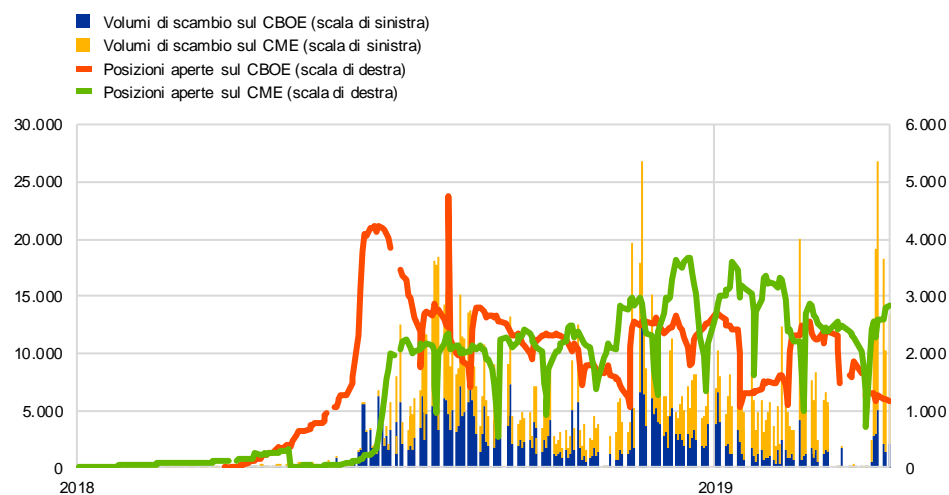
Fonti: Cryptocompare ed elaborazioni della BCE.

Sui mercati istituzionalizzati, ad aprile 2019 le attività di negoziazione di contratti future sui bitcoin e di ETP con sottostante in cripto-attività sono aumentate; il CBOE, tuttavia, ha sospeso gli scambi di contratti future sui bitcoin, mentre l'attività di negoziazione di ETP sul mercato SIX Swiss è debole. Il mercato dei contratti future sui bitcoin ha subito una leggera contrazione a partire dalla fine del 2018. Ad aprile 2019, invece, sono cresciuti significativamente i volumi di scambio sul mercato CME, in seguito all'annuncio della futura sospensione dei contratti future da parte di CBOE, che ha ricondotto tale scelta ad alcuni miglioramenti nell'approccio ai derivati di cripto-valuta (cfr. grafico 6). Venendo alle attività di scambio di ETP sui mercati europei, misurate dal numero di transazioni, mentre l'attività è intensa sul Nasdaq Nordic, dove ha superato in aprile le 17.000 transazioni, gli scambi sul mercato SIX Swiss sono deboli (cfr. grafico 7).

Grafico 6

Volumi di scambio e posizioni aperte in contratti future sui bitcoin

(aprile 2019)



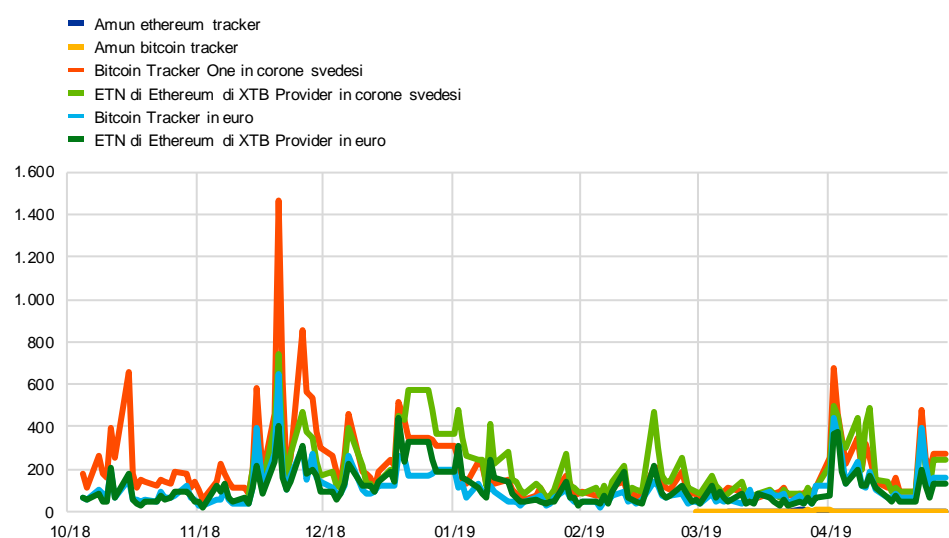
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: volumi di scambio e posizioni aperte si riferiscono ai contratti in essere per il mese successivo.

Grafico 7

Scambi di ETP sui mercati istituzionalizzati europei

(aprile 2019; numero di transazioni)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Anche se non sono disponibili dati quantitativi sulle operazioni di acquisto di beni e servizi regolate in crypto-attività, alcuni indicatori sull'uso di queste attività segnalano che questo impiego è in leggera crescita. Tale crescita si riflette nel numero crescente di ATM abilitati ad attività di questo tipo, nella maggiore offerta di carte con caratteristiche compatibili, nei nuovi wallet che offrono una copertura più estesa e nella crescente disponibilità degli esercenti ad accettare crypto-attività. Il numero degli ATM abilitati alle crypto-attività cresce, con i numeri più significativi raggiunti negli Stati Uniti e in Canada (rispettivamente, 2.643 e 625). In

Europa il numero di ATM di questo tipo è prossimo a 1.000, che rappresentano la quota del 20 per cento rispetto agli ATM di questo tipo nel mondo, con una presenza più consistente nel Regno Unito e in Spagna. A proposito di carte abilitate alle cripto-attività, in Europa vengono proposte alcune tipologie innovative, che permettono di effettuare ricariche attraverso le principali cripto-attività, ad esempio bitcoin, Ethereum o litecoin. Con riferimento ai wallet, la maggior parte è dedicata alle cripto-attività principali e sta diventando più incline ad accettare più di un'attività. In alcuni casi sono abilitati verso quasi 100 tipi di cripto-attività diverse. Nella maggior parte dei casi, gli utenti mantengono le chiavi personali, mentre alcuni wallet, meno diffusi, prevedono che le chiavi personali vengano conservate da una parte terza. Anche se sembra che la disponibilità degli esercenti ad accettare le cripto-attività come forma di pagamento sia in aumento¹⁶¹ non esistono dati quantitativi sulle operazioni sottostanti. Si stima comunque che in Europa il numero di operazioni di acquisto di beni e servizi regolate in attività di questo tipo sia molto contenuto.

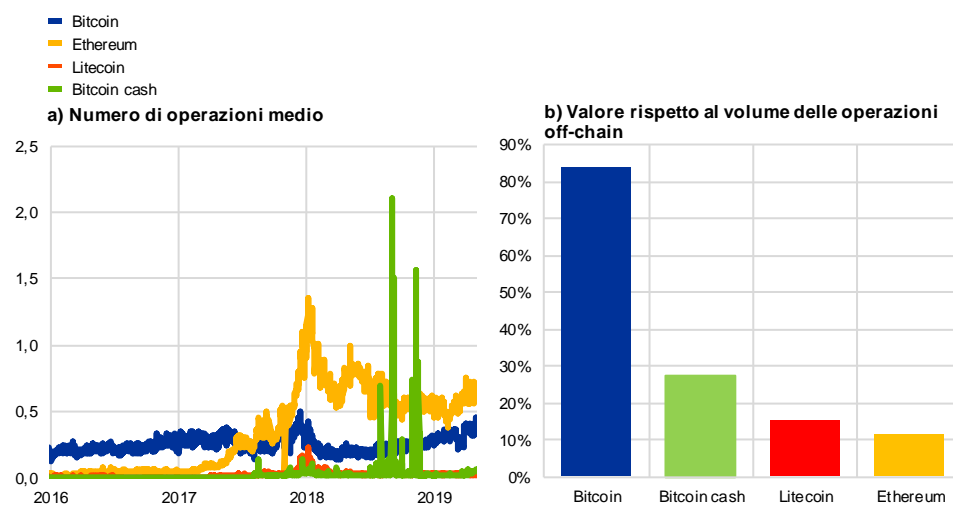
Il numero delle operazioni on-chain per le cripto-attività principali è in crescita, ma questo dato offre una rappresentazione solo parziale del totale delle operazioni perché trascura le operazioni off-chain. Il numero delle operazioni giornaliere sulla blockchain del bitcoin mostra una crescita costante a partire dalla primavera del 2018. Le operazioni sulla blockchain dell'Ethereum si collocano al momento su un livello pari a 500 mila, dopo aver raggiunto un massimo di 1,3 milioni al giorno a gennaio 2018. Di recente le transazioni sulla blockchain del bitcoin cash hanno mostrato un andamento al rialzo, da 4.000 a 38.000 operazioni al giorno, che ha seguito un picco molto pronunciato nell'inverno 2018, dopo la separazione di questa attività. Infine, le operazioni sulla blockchain litecoin sono rimaste relativamente stabili intorno al livello di 25.000 operazioni al giorno. Comparando i valori delle operazioni registrate per queste blockchain con quelli effettuati dalle piattaforme di scambio emerge che le operazioni on-chain rappresentano una piccola quota rispetto al valore delle operazioni off-chain (cfr. grafico 8).

¹⁶¹ "What drives bitcoin adoption by retailers", *Working Paper*, n. 585, De Nederlandsche Bank, 2018.

Grafico 8

Operazioni on-chain per alcune crypto-attività

(aprile 2019; riquadro di sinistra: milioni al giorno; riquadro di destra: percentuali)



Fonti: Bitinfocharts, Cryptocompare ed elaborazioni della BCE.

Nel complesso, gli indicatori selezionati evidenziano una buona tenuta del mercato delle crypto-attività, ma tale analisi va interpretata con cautela, soprattutto alla luce delle incertezze relative alla dispersione delle quotazioni, alle operazioni fittizie e all'indisponibilità di dati quantitativi sulle operazioni.

Nonostante il calo complessivo delle quotazioni off-chain delle crypto-attività, dopo il livello massimo di fine 2018, molte attività afferenti a tale mercato continuano a essere negoziate su base giornaliera sulle piattaforme di scambio e l'attività sui mercati istituzionalizzati è stabile. Tale valutazione può essere sostenuta anche alla luce dei valori crescenti delle operazioni giornaliere on-chain e off-chain per le principali crypto-attività. D'altra parte, la dispersione delle quotazioni di tali attività sulle piattaforme di scambio è significativa, e può essere in parte ricondotta a operazioni fittizie. Inoltre, la mancanza di informazioni dettagliate sulle operazioni regolate in crypto-attività complica l'analisi.

4.4 Iniziative in campo statistico volte a migliorare i dati sulle crypto-attività

Gli aspetti statistici legati al settore delle crypto-attività, anche nel più ampio contesto della tecnologia finanziaria, o fintech, sono stati oggetto di attenzione da parte delle banche centrali, ad esempio in seno all'Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics¹⁶². In particolare l'IFC ha istituito un gruppo di lavoro sui temi concernenti i dati nel settore della tecnologia finanziaria¹⁶³, con l'obiettivo di svolgere analisi e formulare raccomandazioni in relazione alla raccolta di statistiche da parte delle banche centrali. Lo scopo dell'attività dell'IFC è duplice. Innanzitutto,

¹⁶² Per maggiori informazioni cfr. [il sito Internet della BRI](#).

¹⁶³ Cfr. *2018 IFC Annual report*, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2019.

esso mira a tenere traccia delle fonti esistenti di dati e a valutare le ulteriori esigenze informative delle banche centrali, che dovrebbero essere rilevate attraverso un'apposita indagine condotta dall'IFC fra le banche centrali partecipanti al Comitato. In secondo luogo il gruppo di lavoro intende rilevare eventuali lacune nella disponibilità dei dati, unitamente ai costi e ai benefici delle iniziative intraprese per colmarle, oltre a fornire indicazioni per la messa a punto di opportune definizioni statistiche.

La comunità statistica¹⁶⁴ ha anche iniziato a studiare la classificazione statistica delle cripto-attività nell'ambito del Sistema dei conti nazionali (SNA), che può avere significative implicazioni sulla misurazione del PIL e su altri indicatori chiave, oltre a fornire maggiori informazioni sulle operazioni connesse alle cripto-attività. I conti nazionali costituiscono la fonte di dati cui si attinge per elaborare vari indicatori economici, come il PIL e le sue componenti e alcuni indicatori derivati che forniscono informazioni, ad esempio, sulle dimensioni dell'economia e sulle principali determinanti dell'attività economica. A seconda del metodo scelto la classificazione statistica delle cripto-attività e delle attività a esse collegate nell'ambito dell'SNA può avere un'incidenza significativa su alcuni importanti indicatori, tra cui il PIL per alcuni paesi¹⁶⁵. La complessità della classificazione statistica delle cripto-attività discende dalla natura intrinseca di queste ultime, che non rappresentano attività o passività finanziarie nei confronti di altri soggetti identificati. La messa a punto di un trattamento statistico armonizzato per le cripto-attività, coerente con le linee guida generali di contabilità nazionale relative a reddito, generazione di valore, creazione e accantonamento di attività, fornirebbe ulteriori indicazioni contribuendo ad affrontare le attuali sfide nel settore dell'analisi dei dati.

Nell'ambito del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) la BCE ha istituito una rete informale per la raccolta di dati sulle cripto-attività volta ad accrescere le informazioni disponibili. All'attività interna inizialmente svolta dalla BCE ha fatto seguito l'istituzione di una rete di collaborazione informale tra rappresentanti del SEBC volta a esaminare le possibili soluzioni per colmare le lacune rilevate nella disponibilità di dati sulle cripto-attività. Il lavoro della rete è incentrato sul miglioramento dei dati e degli indicatori esistenti, sullo studio di nuove fonti di analisi e di nuovi ambiti di collaborazione in relazione all'attività analitica legata alle statistiche. Nel medio termine, la rete intende svolgere una riflessione sugli aspetti legati alla classificazione delle cripto-attività nell'ambito delle statistiche elaborate dalle banche centrali.

Le iniziative delle banche centrali nel settore statistico possono fornire un contributo prezioso al fine di colmare in futuro le lacune rilevate nella disponibilità di dati sulle cripto-attività. In precedenza non era mai stata intrapresa alcuna iniziativa organica per l'elaborazione e la compilazione strutturata di statistiche sulle cripto-attività. In futuro le banche centrali potranno fornire un

¹⁶⁴ Ad esempio, nell'ambito del Gruppo di esperti sui conti nazionali della Commissione statistica delle Nazioni Unite.

¹⁶⁵ Cfr. ad esempio *How to deal with Bitcoin and other cryptocurrencies in the System of National Accounts?*, OCSE, 2018 e *Treatment of Crypto Assets in Macroeconomic Statistics*, FMI, 2018.

contributo in termini di nuove fonti di dati per la raccolta di informazioni sulle interconnessioni fra le cripto-attività. Attingendo dagli strumenti disponibili, le banche centrali possono contribuire a colmare le lacune esistenti attraverso iniziative volte a garantire una maggiore disponibilità e trasparenza di dati, indicatori, metodologie, migliori prassi nonché potenziali nuove statistiche.

5 Osservazioni conclusive

Le cripto-attività si avvalgono della tecnologia DLT e sono caratterizzate dalla mancanza di un sottostante. Alla luce delle implicazioni che potrebbero avere per la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario e dell'economia e ai fini dell'espletamento delle funzioni dell'Eurosistema, è opportuno un monitoraggio continuo di questo tipo di attività. A tal fine, la BCE ha creato un set di dati basato su dati aggregati disponibili pubblicamente, di elevata qualità, integrati con altri dati ottenuti da fonti commerciali, utilizzando API e altre tecnologie big data. Restano tuttavia considerevoli lacune e sfide da affrontare: le esposizioni delle istituzioni finanziarie alle cripto-attività, le interconnessioni con i settori finanziari regolamentati e le operazioni di pagamento che prevedono l'utilizzo di protocolli stratificati sono ambiti in cui la disponibilità di dati è molto scarsa.

Le sfide legate alla misurazione del fenomeno delle cripto-attività sono eterogenee e riguardano sia i dati on-chain sia quelli off-chain. In particolare è difficile recuperare dati pubblici relativi a segmenti del mercato delle cripto-attività che non rientrano nella sfera di azione delle autorità pubbliche; alcune piattaforme di negoziazione relativamente illiquide possono essere interessate da operazioni fittizie, mentre non vi è coerenza nella metodologia e nelle convenzioni utilizzate nell'ambito degli scambi regolamentati e da fornitori di dati commerciali. È inoltre possibile che, con la realizzazione di ulteriori progressi nel campo delle cripto-attività e delle innovazioni ad esse legate, emergano nuove e imprevedute esigenze in termini di raccolta di dati.

Le iniziative adottate in campo statistico dalla BCE e dalle banche centrali dovrebbero fornire un prezioso contributo agli sforzi tesi a ovviare all'attuale scarsità di dati sulle cripto-attività. In prospettiva, la BCE continuerà a lavorare su indicatori e dati per rispondere alla complessità e alle sfide sempre più impegnative evidenziate nell'analisi delle transazioni on-chain e su protocolli stratificati. Proseguiranno inoltre le attività di studio su nuove fonti di dati per reperire informazioni sulle interconnessioni fra le cripto-attività. Con riferimento alle operazioni off-chain, alla luce delle varie opzioni metodologiche disponibili, il lavoro mirerà ad accrescere la disponibilità e la trasparenza dei dati riportati e delle metodologie utilizzate, ad armonizzare e arricchire i metadati e a definire le migliori prassi per l'elaborazione di indicatori relativi alle cripto-attività.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW): <http://sdw.ecb.europa.eu/>

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	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	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 2° trim.	0,9	1,0	0,4	0,6	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	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
4° trim.	0,7	0,5	0,2	0,5	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2109 1° trim.	0,8	0,8	0,5	0,6	1,4	0,4	2,1	2,1	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
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.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
apr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
mag.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	2,0	0,7	.	1,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			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	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,3	3,1	5,2
2018 3° trim.	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,5
4° trim.	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,5
2109 1° trim.	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,0
2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	.	.	.
2019 feb.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	50,9	53,5	49,5	-1,7	0,8	-3,4
mar.	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,0
apr.	52,4	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,8	49,6	0,1	-1,1	0,9
mag.	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	.	.	.
giu.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,7	51,5	49,2	.	.	.
lug.	.	.	.	.	.	51,5	.	.	.	.	.	.

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 dic.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 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
apr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
mag.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
giu.	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07

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 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
apr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
mag.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
giu.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
apr.	379,0	3.458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2.903,8	21.964,9
mag.	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4
giu.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 giu.	0,03	0,46	0,34	0,63	6,04	16,84	4,51	5,64	6,11	2,27	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
lug.	0,03	0,46	0,33	0,64	6,00	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
ago.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
ott.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
dic.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 gen.	0,03	0,42	0,33	0,75	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
feb.	0,03	0,42	0,32	0,71	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
mar.	0,03	0,40	0,30	0,78	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
apr.	0,03	0,40	0,32	0,77	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
mag. ^(p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,82	16,67	5,59	5,76	6,34	2,34	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,73

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		1	2		3	4	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 giu.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,26	2,45	2,30	1,64	1,56	1,69	1,21	1,33	1,70	1,68
lug.	0,03	0,08	0,39	2,27	2,15	2,42	2,25	1,68	1,59	1,66	1,14	1,30	1,65	1,63
ago.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
ott.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 gen.	0,03	0,08	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
feb.	0,03	0,07	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,38	1,56	1,64
mar.	0,03	0,12	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
apr.	0,03	0,09	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,43	1,62
mag. ^(p)	0,03	0,10	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,58	1,64	1,10	1,17	1,50	1,57

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2018 dic.	1.222	505	174	.	72	424	47	285	107	73	.	36	44	26
2019 gen.	1.292	541	170	.	88	435	58	482	221	74	.	50	98	38
feb.	1.276	539	169	.	94	419	55	392	189	73	.	42	63	24
mar.	1.331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	45	79	40
apr.	1.318	562	167	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
mag.	1.337	574	168	.	115	422	59	433	195	61	.	56	83	37
A lungo termine														
2016	15.379	3.695	3.174	.	1.184	6.684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.359	3.560	3.048	.	1.243	6.865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.748	3.687	3.149	.	1.266	7.020	626	228	64	68	.	16	75	6
2018 dic.	15.748	3.687	3.149	.	1.266	7.020	626	192	60	94	.	15	20	3
2019 gen.	15.816	3.711	3.150	.	1.263	7.067	625	288	106	48	.	16	109	9
feb.	15.941	3.749	3.165	.	1.274	7.121	632	299	104	55	.	14	115	11
mar.	16.007	3.754	3.190	.	1.298	7.124	641	267	76	61	.	25	88	17
apr.	15.981	3.746	3.179	.	1.303	7.111	641	240	55	78	.	18	81	8
mag.	16.045	3.763	3.205	.	1.300	7.142	635	245	62	77	.	13	86	7

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
Consistenze											
2016	16.620,1	4.213,2	3.309,7	.	1.243,7	7.149,9	703,7	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6
2017	16.599,5	4.079,3	3.203,9	.	1.312,8	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.970,1	4.191,4	3.323,5	.	1.338,0	7.444,5	672,7	7.027,1	465,1	1.099,4	5.462,6
2018 dic.	16.970,1	4.191,4	3.323,5	.	1.338,0	7.444,5	672,7	7.027,1	465,1	1.099,4	5.462,6
2019 gen.	17.108,3	4.252,1	3.320,2	.	1.350,9	7.502,1	683,1	7.483,0	487,0	1.185,1	5.810,9
feb.	17.217,4	4.287,2	3.334,5	.	1.368,3	7.540,9	686,5	7.715,8	518,7	1.225,2	5.971,9
mar.	17.337,2	4.318,1	3.367,4	.	1.396,6	7.559,4	695,7	7.764,2	495,8	1.230,9	6.037,5
apr.	17.298,1	4.308,1	3.346,5	.	1.411,8	7.529,4	702,3	8.090,7	537,0	1.281,8	6.271,9
mag.	17.382,0	4.337,1	3.372,9	.	1.414,6	7.563,6	693,8	7.587,5	470,9	1.208,1	5.908,5
Tasso di crescita											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,2	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2018 dic.	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2019 gen.	2,1	2,1	2,1	.	3,5	2,3	-2,7	0,7	-0,1	2,8	0,4
feb.	2,6	3,0	2,3	.	4,6	2,5	-1,6	0,6	-0,1	2,6	0,3
mar.	2,5	3,0	2,7	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
apr.	2,3	2,9	1,8	.	3,9	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
mag.	2,7	3,9	2,5	.	3,5	2,0	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0

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	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9	
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0	
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8	
2018 3° trim.	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8	
4° trim.	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8	
2019 1° trim.	97,4	91,6	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1	
2° trim.	97,3	91,4	91,8	.	.	.	116,8	91,8	
2019 gen.	97,8	92,1	92,7	-	-	-	117,3	92,7	
feb.	97,4	91,7	92,3	-	-	-	116,6	92,0	
mar.	96,9	91,0	91,5	-	-	-	116,2	91,5	
apr.	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4	
mag.	97,4	91,4	91,9	-	-	-	117,0	91,9	
giu.	97,9	91,8	92,4	-	-	-	117,4	92,2	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2019 giu.	0,5	0,5	0,5	-	-	-	0,4	0,2	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2019 giu.	0,0	-0,8	0,1	-	-	-	0,6	-1,0	

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 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
2° trim.	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
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
apr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
mag.	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
giu.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
									<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>			
2019 giu.	1,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,7	-0,7	-0,8	2,2	-0,7	-1,0	-1,2	1,0
									<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>			
2019 giu.	3,2	0,3	-0,7	0,2	0,0	-5,0	-0,9	1,4	1,3	3,4	-3,4	-3,3

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2018 2° trim.	25.683,4	26.256,5	-573,2	10.999,6	9.039,5	8.752,4	10.907,1	-96,6	5.337,9	6.309,9	690,0	14.294,7
3° trim.	25.848,2	26.265,3	-417,1	10.967,4	8.923,6	8.891,9	10.984,8	-80,1	5.395,1	6.356,9	673,9	14.343,2
4° trim.	25.145,7	25.478,1	-332,4	10.679,9	8.813,7	8.481,9	10.369,2	-94,5	5.359,4	6.295,2	719,1	14.054,3
2019 1° trim.	26.292,8	26.450,1	-157,3	10.900,8	8.851,1	9.091,7	11.127,4	-100,1	5.659,2	6.471,6	741,1	14.431,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 1° trim.	225,5	226,8	-1,3	93,5	75,9	78,0	95,4	-0,9	48,5	55,5	6,4	123,8
<i>Transazioni</i>												
2018 2° trim.	205,0	163,2	41,8	47,9	32,2	3,7	-49,8	37,6	109,1	180,8	6,6	-
3° trim.	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
4° trim.	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 1° trim.	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
2018 dic.	-407,7	-464,5	56,8	-205,8	-161,4	-7,5	-109,5	2,0	-199,6	-193,6	3,1	-
2019 gen.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
feb.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
mar.	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
apr.	167,4	190,3	-22,9	29,9	73,2	9,5	-7,9	3,1	121,8	125,0	3,2	-
mag.	91,4	38,4	53,0	12,9	-7,8	-0,2	52,3	5,3	71,6	-6,2	1,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 mag.	200,5	-54,2	254,7	-230,1	-143,0	61,4	50,1	88,2	258,4	38,7	22,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2019 mag.	1,7	-0,5	2,2	-2,0	-1,2	0,5	0,4	0,8	2,2	0,3	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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2016	10.831,6	10.349,1	5.878,6	2.223,9	2.209,4	1.052,2	679,1	472,1	37,3	482,5	4.946,4	4.463,9
2017	11.216,1	10.717,5	6.060,5	2.286,9	2.325,0	1.119,9	714,3	485,0	45,2	498,6	5.306,9	4.808,3
2018	11.585,8	11.071,3	6.229,6	2.352,8	2.421,8	1.191,2	750,6	474,4	67,1	514,5	5.565,2	5.050,7
2018 2° trim.	2.891,6	2.756,8	1.552,7	587,3	601,7	296,2	187,2	116,9	15,1	134,7	1.386,0	1.251,2
3° trim.	2.907,4	2.786,7	1.561,5	589,1	611,2	300,8	190,0	119,0	24,9	120,7	1.401,4	1.280,8
4° trim.	2.923,9	2.800,6	1.571,8	595,3	622,1	305,8	191,6	123,3	11,4	123,2	1.417,8	1.294,6
2019 1° trim.	2.949,0	2.811,9	1.582,5	598,2	625,1	312,2	190,5	121,0	6,1	137,1	1.428,7	1.291,6
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2018	100,0	95,6	53,8	20,3	20,9	10,3	6,5	4,1	0,6	4,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,4	1,6	1,5	2,1	1,3	-	-	1,1	1,4
3° trim.	0,2	0,5	0,1	0,0	0,4	0,1	0,5	0,9	-	-	0,3	1,0
4° trim.	0,2	0,1	0,3	0,6	1,5	1,2	0,8	3,5	-	-	1,1	1,0
2019 1° trim.	0,4	0,3	0,5	0,1	0,1	1,4	-0,4	-2,4	-	-	0,7	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,9	2,3	1,9	1,8	3,9	2,6	5,8	4,3	-	-	3,0	4,1
2017	2,4	2,0	1,8	1,2	3,6	3,8	4,8	1,7	-	-	5,3	4,7
2018	1,9	1,5	1,3	1,0	2,1	3,1	4,3	-3,5	-	-	3,4	2,7
2018 2° trim.	2,2	0,5	1,4	1,1	-2,3	3,9	5,6	-22,7	-	-	4,2	0,5
3° trim.	1,7	1,8	1,0	0,7	3,1	2,1	4,2	3,9	-	-	3,3	3,7
4° trim.	1,2	1,7	1,1	1,1	3,9	3,0	2,6	8,3	-	-	2,1	3,3
2019 1° trim.	1,2	1,3	1,1	1,2	3,7	4,3	3,0	3,2	-	-	3,2	3,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1	-	-
2019 1° trim.	0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,9	2,2	1,0	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,3	-	-
2017	2,4	2,0	1,0	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	-	-
2018	1,9	1,4	0,7	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,1	0,5	-	-
2018 2° trim.	2,2	0,5	0,8	0,2	-0,5	0,4	0,4	-1,2	-0,1	1,8	-	-
3° trim.	1,7	1,7	0,5	0,1	0,6	0,2	0,3	0,2	0,4	0,0	-	-
4° trim.	1,2	1,6	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-
2019 1° trim.	1,2	1,3	0,6	0,2	0,8	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

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	9.720,0	158,4	1.963,1	486,5	1.839,6	452,1	468,6	1.100,3	1.066,1	1.849,2	336,1	1.111,7
2017	10.056,6	172,4	2.028,2	516,6	1.920,9	473,3	461,9	1.128,9	1.113,2	1.897,7	343,5	1.159,5
2018	10.381,9	172,7	2.080,8	554,4	1.981,6	495,7	462,5	1.163,0	1.163,1	1.958,0	350,0	1.203,9
2018 2° trim.	2.590,8	42,7	521,5	137,5	495,3	123,3	114,9	289,8	290,3	488,2	87,3	300,8
3° trim.	2.605,1	43,3	523,1	140,0	496,1	125,0	115,9	291,5	291,6	490,9	87,6	302,2
4° trim.	2.620,3	43,8	520,5	142,7	500,0	126,0	116,1	293,6	294,6	495,0	87,9	303,6
2019 1° trim.	2.641,7	44,5	522,9	146,0	503,9	127,0	116,5	296,2	297,5	498,7	88,7	307,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2018	100,0	1,7	20,0	5,3	19,1	4,8	4,5	11,2	11,2	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 2° trim.	0,4	0,0	0,2	1,1	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	0,1	-0,1	0,6
3° trim.	0,2	-1,0	-0,2	0,7	0,1	1,3	0,7	0,4	0,0	0,3	0,4	0,0
4° trim.	0,3	0,7	-0,5	1,1	0,4	0,5	0,1	0,3	0,7	0,3	0,2	0,1
2019 1° trim.	0,5	1,0	0,1	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,8	-1,4	3,2	1,5	1,9	4,1	0,2	0,5	2,3	1,2	0,5	2,8
2017	2,4	1,7	3,1	3,3	3,1	4,9	0,4	1,1	3,8	1,1	1,0	2,5
2018	1,9	0,9	1,7	3,4	2,3	4,4	0,9	1,3	3,2	1,1	0,7	1,6
2018 2° trim.	2,2	1,7	2,8	3,2	2,5	4,6	0,7	1,2	3,5	1,1	0,5	1,9
3° trim.	1,7	0,0	1,1	3,3	2,0	4,6	1,4	1,3	2,6	0,9	0,5	1,7
4° trim.	1,2	-0,1	-0,9	3,4	1,8	3,7	0,7	1,3	2,8	1,1	0,5	1,1
2019 1° trim.	1,3	0,7	-0,4	4,1	1,7	4,4	0,8	1,1	1,6	1,1	1,0	0,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,8	0,0	0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	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	0,4	0,2	0,0	-
2018 2° trim.	2,2	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,7	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personne occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,8	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	14,8	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	-0,1	-0,4	0,9	0,3	1,6	3,1	-0,3	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,5	1,2	1,9	1,7	3,3	-1,2	2,0	3,1	1,3	1,2
2018	1,5	1,8	-0,4	-0,3	1,4	2,7	1,5	3,2	-0,9	1,9	2,5	1,2	0,5
2018 2° trim.	1,6	1,9	-0,3	-0,3	1,6	2,6	1,4	2,8	-0,9	2,0	2,9	1,3	1,3
3° trim.	1,4	1,7	-0,3	0,1	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,1	1,7	2,3	1,2	0,0
4° trim.	1,4	1,6	-0,3	-0,2	1,3	3,1	1,5	3,5	-0,6	1,4	1,9	1,2	-0,4
2019 1° trim.	1,3	1,6	-0,1	0,3	1,3	2,5	1,2	3,8	-0,2	2,0	1,7	1,2	0,1
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,4	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	3,1	2,5	1,0	13,6	21,7	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,4	1,8	-0,3	-0,2	0,9	0,5	1,6	3,0	0,1	2,7	3,0	1,3	0,8
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,0	1,1	1,9	1,2	3,0	-1,7	2,1	2,8	0,8	0,5
2018	1,5	2,0	-0,6	0,3	1,4	3,0	1,2	3,2	-0,9	2,1	2,8	1,3	0,5
2018 2° trim.	1,8	2,3	-0,5	0,7	1,6	2,8	1,1	3,2	-0,5	2,3	3,5	1,5	1,9
3° trim.	1,7	2,1	-0,1	0,8	1,3	3,6	1,5	3,9	-0,9	2,3	3,1	1,3	0,7
4° trim.	1,6	2,0	-0,2	0,2	1,3	3,5	1,4	3,8	-0,2	1,2	2,4	1,4	0,6
2019 1° trim.	1,6	1,9	0,5	1,4	1,4	3,7	1,5	3,9	0,2	1,8	2,2	1,2	0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,5	0,1	-0,1	0,0
2017	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	-0,5	0,1	-0,4	-0,5	-0,7
2018	0,0	0,2	-0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,1	0,0
2018 2° trim.	0,2	0,4	-0,2	1,0	0,0	0,2	-0,2	0,4	0,4	0,2	0,6	0,2	0,6
3° trim.	0,3	0,4	0,3	0,7	0,0	0,9	0,0	0,2	0,2	0,6	0,8	0,1	0,7
4° trim.	0,2	0,4	0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,2	0,5	0,2	0,9
2019 1° trim.	0,3	0,3	0,6	1,1	0,1	1,1	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,4	0,0	0,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2016	162,028	4,3	16,257	10,0	5,0	13,292	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,666	18,8	7,636	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,492	8,6	2,1
2018 2° trim.	163,180	3,9	13,521	8,3	3,9	11,084	7,4	2,437	17,1	6,967	7,9	6,555	8,7	2,1
3° trim.	163,730	3,6	13,153	8,1	3,6	10,754	7,2	2,398	16,7	6,796	7,7	6,356	8,4	2,1
4° trim.	163,702	3,7	12,983	7,9	3,6	10,606	7,1	2,377	16,5	6,647	7,6	6,335	8,4	2,3
2019 1° trim.	163,278	3,6	12,680	7,7	3,5	10,352	6,9	2,327	16,1	6,465	7,4	6,215	8,2	2,3
2018 dic.	-	-	12,864	7,9	-	10,509	7,0	2,355	16,3	6,564	7,5	6,300	8,3	-
2019 gen.	-	-	12,805	7,8	-	10,462	7,0	2,343	16,3	6,530	7,4	6,275	8,3	-
feb.	-	-	12,712	7,8	-	10,382	6,9	2,330	16,1	6,488	7,4	6,224	8,2	-
mar.	-	-	12,523	7,6	-	10,213	6,8	2,309	15,9	6,378	7,3	6,145	8,1	-
apr.	-	-	12,451	7,6	-	10,145	6,8	2,306	15,9	6,331	7,2	6,121	8,0	-
mag.	-	-	12,348	7,5	-	10,053	6,7	2,295	15,7	6,279	7,1	6,069	8,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,4	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	2,0	0,6	0,8
2018 3° trim.	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,2	1,0	1,5	0,0	3,4
4° trim.	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,7	1,4	1,9	1,6	-9,4
2019 1° trim.	-0,3	0,0	-0,8	0,2	1,3	-2,7	5,1	-3,2	2,4	0,9	3,5	2,7	-3,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,7
2019 gen.	-0,4	-1,2	-1,4	-2,4	1,1	5,6	1,3	-2,8	2,2	1,6	2,4	3,9	-2,5
feb.	0,0	0,9	-0,7	1,1	3,3	-6,0	7,3	-3,8	2,9	0,9	4,6	2,6	-2,3
mar.	-0,5	0,3	-0,4	1,8	-0,3	-7,6	6,6	-3,0	2,0	0,4	3,7	1,6	-5,5
apr.	-0,4	-0,5	-1,3	-1,3	1,8	0,0	3,1	-1,8	1,8	2,1	1,5	1,5	-0,2
mag.	-0,5	-0,6	-2,6	-0,7	2,9	0,8	2,0	-5,2	1,3	0,0	2,2	-0,3	1,1
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,6
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 gen.	2,0	1,7	0,5	1,9	2,7	2,7	-1,4	-0,5	0,8	0,0	1,6	1,4	5,0
feb.	0,0	0,4	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,2	-1,5	0,7	0,2	1,2	-0,5	-0,1
mar.	-0,3	-0,3	0,0	0,7	-0,8	-0,6	-0,4	0,1	0,1	0,5	-0,3	-0,6	-3,6
apr.	-0,4	-0,7	-0,9	-1,4	0,2	1,6	-1,7	0,9	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	4,8
mag.	0,9	0,9	-0,2	1,3	2,6	0,7	-0,3	-2,1	-0,3	-0,5	-0,1	-1,3	2,8
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,7

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 3° trim.	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
4° trim.	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 1° trim.	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2° trim.	104,1	-4,3	.	-7,0	6,1	-0,7	11,6	.	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 feb.	106,2	-0,4	-	-6,9	6,6	-1,3	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9
mar.	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
apr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,7	47,9	48,0	52,8	51,5
mag.	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
giu.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,7	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
lug.	.	.	-	-6,6	.	.	.	-	46,4	47,0	53,3	51,5

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
2016	12,1	94,2	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	138,1	5,0	6,1	3,0
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	136,7	3,9	4,5	2,4
2018	11,9	93,4	1,6	1,9	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	135,4	2,0	7,7	1,2
2018 2° trim.	11,8	93,5	2,1	1,9	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	136,9	3,3	1,6	1,9
3° trim.	11,8	93,4	1,4	1,9	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	136,6	2,9	8,6	1,7
4° trim.	11,9	93,4	1,5	1,9	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	135,4	2,0	21,3	1,2
2019 1° trim.	12,4	93,0	2,7	2,2	7,7	3,6	4,0	33,9	6,3	135,0	1,8	5,5	1,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2018 2° trim.	1.034,2	948,0	86,2	579,0	510,6	226,8	198,3	200,3	174,6	28,2	64,4	8,3	8,8
3° trim.	1.038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
4° trim.	1.058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 1° trim.	1.061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
2018 dic.	348,2	323,0	25,2	199,5	174,8	77,5	69,4	61,4	53,5	9,9	25,3	14,5	23,6
2019 gen.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
feb.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
mar.	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
apr.	346,3	324,0	22,4	197,6	174,5	77,3	70,8	62,7	58,3	8,7	20,4	2,4	1,9
mag.	349,8	320,1	29,7	200,3	173,5	76,6	71,2	63,7	55,9	9,2	19,5	2,9	2,0
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2019 mag.	4.202,8	3.880,0	322,8	2.387,8	2.100,9	926,8	824,5	773,2	681,2	115,0	273,3	49,9	93,2
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2019 mag.	36,0	33,2	2,8	20,5	18,0	7,9	7,1	6,6	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

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 1	Importa- zioni 2	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 9	Beni di consumo 10	Industria manifattu- riera 11	Settore petroli- fero 12		
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 2° trim.	4,4	6,2	566,7	272,1	118,3	166,7	475,7	516,0	301,3	80,4	127,0	365,2	65,5
3° trim.	4,7	10,3	573,0	278,5	117,6	166,8	479,1	531,3	310,1	86,7	126,9	374,4	68,4
4° trim.	3,8	7,8	579,8	278,3	123,2	168,3	485,0	535,7	309,4	88,6	129,9	379,8	66,0
2019 1° trim.	4,1	5,0	588,2	284,1	120,4	172,7	492,9	531,8	306,4	84,9	132,5	380,7	64,2
2018 dic.	-2,0	2,7	193,0	91,8	42,2	56,2	161,6	177,3	101,5	29,8	42,7	126,1	20,9
2019 gen.	2,6	3,5	195,0	94,9	40,5	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,6	126,8	20,9
feb.	6,3	5,5	195,2	94,2	40,0	57,1	164,0	174,9	100,7	27,5	43,9	126,1	21,0
mar.	3,6	6,2	197,9	95,1	39,9	58,7	164,7	179,1	103,1	28,5	45,0	127,8	22,3
apr.	5,3	6,6	192,9	92,4	39,2	58,1	159,8	177,2	101,6	27,9	44,7	126,5	21,6
mag.	7,1	4,3	195,6	.	.	.	162,3	175,3	.	.	.	123,2	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 2° trim.	3,1	2,9	125,8	124,7	127,3	129,4	126,7	115,5	115,7	112,9	118,4	119,8	101,4
3° trim.	1,1	2,1	125,4	125,8	125,2	127,6	126,2	115,4	115,0	118,6	115,6	120,3	99,3
4° trim.	0,2	1,8	126,0	124,9	129,9	127,7	126,5	116,0	115,2	118,7	117,1	120,5	100,5
2019 1° trim.	0,1	1,3	126,9	127,0	126,0	129,4	126,9	116,4	116,6	113,8	118,8	120,3	107,9
2018 nov.	-1,4	-0,3	125,5	124,9	128,3	126,9	126,9	114,9	113,6	117,1	117,0	120,1	94,6
dic.	-5,0	0,4	125,5	123,7	132,1	127,6	125,5	116,5	116,0	118,8	115,5	119,5	108,8
2019 gen.	-1,0	1,9	126,3	127,1	127,7	128,4	126,8	117,4	118,1	117,3	116,8	120,1	111,3
feb.	2,0	1,3	126,4	126,3	125,5	128,4	126,7	115,1	115,0	110,9	118,8	120,0	105,9
mar.	-0,5	0,8	127,9	127,5	124,8	131,3	127,2	116,8	116,7	113,2	120,8	120,6	106,7
apr.	0,9	2,2	123,9	123,1	121,7	129,4	122,9	115,6	114,7	111,9	120,4	120,1	98,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)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 energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2,2	
2018 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	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4	
2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,6	-0,3	0,0	1,6	0,6	1,3	2,1	
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	2,5	
feb.	103,3	1,5	1,0	1,6	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,6	0,1	1,4	2,4	
mar.	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2	
apr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,4	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1	
mag.	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,0	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,1	
giu.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-1,2	0,5	1,1	2,2	

	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 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	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
2° trim.	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
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.	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	
apr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	
mag.	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	
giu.	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni 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					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 2° trim.	103,1	2,8	2,6	1,3	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,8	5,0
3° trim.	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,2
4° trim.	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 1° trim.	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
2018 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	0,9	1,1	1,6	1,4	0,4	0,0	0,9	7,4	-	-	-
feb.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-
mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,3	1,0	7,7	-	-	-
mag.	105,1	2,6	1,6	1,2	1,2	1,5	0,8	0,6	0,9	6,4	-	-	-
giu.	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,8	3,1	-	-	-

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				Esportazioni ¹⁾		Importazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	107,0	0,9	0,5	0,4	0,6	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,2	1,1	1,5	1,3	1,6	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,6	1,4	1,8	1,4	1,9	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 3° trim.	109,8	1,4	2,1	1,7	2,0	2,3	2,3	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
4° trim.	110,2	1,5	2,0	1,6	1,9	2,2	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 1° trim.	110,7	1,6	1,6	1,3	1,7	2,3	1,3	1,5	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	61,0	-1,6	-0,3	-2,8	0,0	4,9	-4,9
2019 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,2	3,9	-1,1	1,5	3,8	-0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	4,1	4,9	3,5	4,4	5,6	3,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,0	-2,9	-5,0	-2,2	2,8	-7,1
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,7	1,0	-5,8	-1,9	4,7	-8,4

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					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
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 3° trim.	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
4° trim.	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 1° trim.	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
2° trim.	4,6	7,1	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 feb.	9,0	8,1	9,2	12,4	20,4	53,9	58,1	52,7	52,7
mar.	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
apr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
mag.	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
giu.	3,3	5,4	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
lug.	.	.	.	.	.	46,1	56,9	48,7	52,1

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali 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 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 2° trim.	107,7	2,2	2,0	2,8	2,5	1,4	2,1
3° trim.	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
4° trim.	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 1° trim.	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3

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	105,5	0,8	0,8	-1,1	0,4	1,2	-0,6	1,7	5,8	1,2	1,5	2,1
2017	106,3	0,8	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,6	-0,9	3,0	1,7	1,8	1,9
2018	108,1	1,8	0,9	1,7	1,1	1,5	1,5	-0,2	4,3	2,1	2,2	2,2
2018 2° trim.	107,7	1,5	0,3	1,0	0,8	1,1	1,3	-0,1	3,8	2,0	2,2	2,4
3° trim.	108,5	2,2	2,3	2,4	1,7	2,0	1,6	-0,5	4,9	2,8	2,5	2,6
4° trim.	109,1	2,4	1,3	3,6	1,8	2,0	2,0	0,0	4,8	2,2	2,3	2,6
2019 1° trim.	109,5	2,3	1,1	3,9	1,3	2,4	0,8	-0,4	4,8	2,1	2,1	2,0
Redditi per occupato												
2016	109,4	1,3	-0,2	1,3	1,7	1,5	0,4	2,2	4,1	0,6	1,3	1,8
2017	111,2	1,6	1,4	1,7	1,3	1,4	2,3	0,7	2,0	2,4	1,6	1,7
2018	113,6	2,2	2,1	1,9	1,8	2,3	2,7	1,6	3,7	2,8	2,1	2,5
2018 2° trim.	113,3	2,1	2,3	2,2	1,4	2,3	3,1	1,6	3,0	2,7	2,0	1,6
3° trim.	114,2	2,5	2,2	2,3	2,3	2,6	2,6	2,1	4,4	3,2	2,2	3,1
4° trim.	114,6	2,2	1,4	1,4	2,1	2,3	2,2	1,3	4,8	3,1	2,1	3,5
2019 1° trim.	115,2	2,3	1,5	2,2	2,8	3,0	1,4	0,6	4,0	2,0	2,0	2,9
Produttività del lavoro per occupato												
2016	103,8	0,5	-1,0	2,4	1,3	0,3	1,0	0,5	-1,6	-0,6	-0,2	-0,3
2017	104,6	0,8	2,2	1,8	1,4	1,4	1,6	1,7	-0,9	0,7	-0,2	-0,2
2018	105,1	0,4	1,2	0,2	0,7	0,8	1,2	1,8	-0,6	0,7	-0,1	0,2
2018 2° trim.	105,3	0,6	2,0	1,2	0,6	1,2	1,8	1,6	-0,8	0,6	-0,2	-0,7
3° trim.	105,2	0,3	-0,1	-0,1	0,6	0,6	0,9	2,6	-0,5	0,3	-0,3	0,5
4° trim.	105,1	-0,2	0,1	-2,1	0,2	0,3	0,2	1,4	-0,1	0,9	-0,1	0,9
2019 1° trim.	105,2	-0,1	0,4	-1,7	1,5	0,5	0,6	1,0	-0,8	-0,1	-0,1	0,9
Redditi per ora lavorata												
2016	110,9	1,1	-0,8	1,1	1,7	1,0	0,4	1,9	3,7	0,2	1,4	1,7
2017	113,0	1,8	1,5	1,7	1,2	1,7	2,4	1,2	1,9	2,5	2,0	2,3
2018	115,2	2,0	1,7	1,9	1,2	2,3	2,5	1,6	3,1	2,4	1,9	1,9
2018 2° trim.	114,4	1,7	0,8	2,1	0,7	2,2	2,3	1,2	2,3	2,0	1,7	0,4
3° trim.	115,1	2,0	2,1	2,1	1,5	2,3	2,2	1,9	3,3	2,3	2,0	1,8
4° trim.	115,6	1,8	1,0	1,3	1,5	2,2	1,7	0,9	4,5	2,5	1,8	2,2
2019 1° trim.	116,2	1,9	0,0	2,1	1,9	2,5	1,2	0,2	3,8	1,6	1,9	2,5
Produttività per ora lavorata												
2016	105,6	0,5	-1,2	2,3	1,0	0,2	1,0	0,1	-2,2	-0,7	-0,1	-0,3
2017	106,9	1,2	2,7	2,0	1,4	1,9	1,9	2,2	-1,1	1,0	0,2	0,5
2018	107,4	0,4	0,7	0,3	0,4	1,1	1,2	1,8	-0,8	0,4	-0,2	0,2
2018 2° trim.	107,0	0,4	1,0	1,2	0,4	1,4	1,4	1,3	-1,0	0,0	-0,4	-1,3
3° trim.	106,8	0,0	-0,8	-0,1	-0,3	0,5	0,7	2,3	-1,1	-0,4	-0,4	-0,2
4° trim.	106,8	-0,4	-0,3	-2,2	-0,1	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,4	-0,4	-0,1
2019 1° trim.	107,0	-0,4	-0,7	-1,8	0,4	0,2	0,5	0,6	-0,6	-0,5	-0,1	0,5

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	11			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	6					7	8		9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
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	6.637,3	7.748,9	1.197,0	2.260,9	3.457,9	11.206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11.865,1
2018	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2018 3° trim.	1.150,6	7.009,8	8.160,3	1.126,6	2.284,6	3.411,2	11.571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12.198,8
4° trim.	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2019 1° trim.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,1	2.318,4	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	31,5	615,5	12.512,9
2° trim. ^(p)	1.188,4	7.417,6	8.606,1	1.110,8	2.338,5	3.449,3	12.055,4	74,9	512,3	37,0	624,2	12.679,6
2019 gen.	1.167,7	7.122,2	8.289,9	1.123,7	2.302,7	3.426,4	11.716,3	74,9	508,5	63,5	646,9	12.363,2
feb.	1.172,8	7.190,1	8.362,8	1.125,1	2.308,9	3.434,0	11.796,8	70,7	505,1	57,6	633,4	12.430,2
mar.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,1	2.318,4	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	31,5	615,5	12.512,9
apr.	1.182,2	7.307,4	8.489,6	1.126,4	2.327,0	3.453,4	11.943,0	73,9	511,1	39,4	624,4	12.567,4
mag.	1.185,4	7.366,0	8.551,4	1.124,7	2.334,8	3.459,5	12.010,9	70,7	511,5	46,0	628,2	12.639,1
giu. ^(p)	1.188,4	7.417,6	8.606,1	1.110,8	2.338,5	3.449,3	12.055,4	74,9	512,3	37,0	624,2	12.679,6
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	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 3° trim.	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
4° trim.	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 1° trim.	18,1	167,8	185,9	-17,4	20,9	3,5	189,4	-0,5	-16,8	-38,3	-55,5	133,9
2° trim. ^(p)	7,7	135,9	143,6	-3,1	19,8	16,7	160,3	0,8	4,5	5,9	11,2	171,5
2019 gen.	5,0	10,8	15,8	-4,7	5,3	0,6	16,4	0,3	-15,7	-9,3	-24,7	-8,3
feb.	5,1	66,2	71,3	0,7	6,2	6,8	78,2	-4,3	-3,5	-5,0	-12,8	65,3
mar.	8,0	90,8	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,0	-18,0	76,8
apr.	1,5	22,5	24,0	13,2	8,4	21,6	45,6	-0,5	3,3	7,6	10,4	56,0
mag.	3,2	58,8	62,0	-3,2	7,8	4,5	66,5	-3,2	0,4	5,3	2,4	68,9
giu. ^(p)	3,0	54,7	57,7	-13,1	3,7	-9,4	48,3	4,5	0,8	-6,9	-1,7	46,6
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	-3,4	0,8	4,1
2018 3° trim.	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
4° trim.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 1° trim.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,0	-48,7	-5,7	4,6
2° trim. ^(p)	4,7	7,6	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	0,6	-41,3	-3,7	4,5
2019 gen.	4,7	6,4	6,2	-6,3	2,1	-0,8	4,0	-4,0	-1,7	3,7	-1,5	3,7
feb.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,0	-4,7	-2,1	4,2
mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,0	-48,7	-5,7	4,6
apr.	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,4	-43,0	-5,5	4,7
mag.	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	0,7	-28,4	-2,7	4,8
giu. ^(p)	4,7	7,6	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	0,6	-41,3	-3,7	4,5

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	2.237,7	1.794,2	285,7	148,8	9,1	6.316,5	3.702,0	562,0	2.051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2018 3° trim.	2.309,7	1.886,3	267,9	148,7	6,8	6.545,8	3.946,3	524,6	2.073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
4° trim.	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 1° trim.	2.384,6	1.960,5	269,6	147,9	6,6	6.753,9	4.126,3	515,1	2.111,2	1,3	977,0	213,2	462,3
2° trim. ^(p)	2.408,3	1.986,9	264,4	149,6	7,4	6.844,3	4.203,9	510,3	2.128,2	1,8	1.012,8	217,4	459,0
2019 gen.	2.325,3	1.898,9	271,4	147,3	7,7	6.678,2	4.064,1	517,3	2.095,1	1,7	977,9	204,0	438,1
feb.	2.348,4	1.918,9	275,8	147,0	6,7	6.723,5	4.103,1	516,9	2.102,0	1,5	964,6	206,0	452,1
mar.	2.384,6	1.960,5	269,6	147,9	6,6	6.753,9	4.126,3	515,1	2.111,2	1,3	977,0	213,2	462,3
apr.	2.390,9	1.963,2	271,9	148,6	7,2	6.789,7	4.156,2	513,5	2.118,3	1,7	983,3	211,8	459,0
mag.	2.401,7	1.977,1	268,8	148,8	7,0	6.828,6	4.188,3	512,7	2.126,1	1,6	990,2	216,9	458,7
giu. ^(p)	2.408,3	1.986,9	264,4	149,6	7,4	6.844,3	4.203,9	510,3	2.128,2	1,8	1.012,8	217,4	459,0
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	178,5	181,4	-3,1	-0,8	1,0	255,5	304,9	-81,6	33,5	-1,3	55,1	6,3	26,9
2018	95,0	104,3	-6,9	-1,1	-1,4	325,7	324,5	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 3° trim.	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
4° trim.	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 1° trim.	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,6	21,4	0,1	-31,9	12,4	30,5
2° trim. ^(p)	26,0	28,3	-4,8	1,7	0,8	90,5	77,9	-4,8	16,8	0,6	35,9	4,5	-3,6
2019 gen.	-6,6	2,2	-9,1	0,4	-0,1	35,3	29,4	0,0	5,4	0,5	-27,1	3,4	6,8
feb.	22,5	19,6	4,4	-0,3	-1,1	44,9	38,8	-0,5	6,7	-0,1	-14,4	2,1	13,7
mar.	34,2	40,1	-6,6	0,8	-0,1	29,6	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,6	7,0	10,0
apr.	6,3	2,7	2,2	0,8	0,6	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,9	-1,5	-3,3
mag.	11,7	15,0	-3,2	0,1	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,8	5,1	-0,3
giu. ^(p)	7,9	10,6	-3,9	0,8	0,4	16,6	16,0	-2,0	2,2	0,3	24,3	0,9	0,1
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	8,5	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,7	3,2	7,0
2018	4,2	5,8	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,7	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 3° trim.	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
4° trim.	4,2	5,8	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,7	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 1° trim.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-15,7	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
2° trim. ^(p)	5,7	7,6	-4,8	1,7	3,0	5,8	8,6	-4,8	3,2	72,0	-0,8	-1,6	7,4
2019 gen.	2,6	4,5	-7,0	-0,1	-23,1	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,4	-1,7	-1,4	5,3
feb.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,0	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-15,7	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
apr.	5,8	7,1	-0,6	1,5	-8,3	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,3	0,1	-0,5	9,2
mag.	5,4	6,8	-1,2	1,1	-0,2	5,9	8,9	-4,6	3,2	19,7	-0,7	0,4	8,8
giu. ^(p)	5,7	7,6	-4,8	1,7	3,0	5,8	8,6	-4,8	3,2	72,0	-0,8	-1,6	7,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
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	11.167,4	4.325,4	5.600,0	839,1	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0
2018 3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,5	11.394,1	4.396,2	5.702,0	841,9	124,4	1.513,8	784,8
4° trim.	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0
2019 1° trim.	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.526,9	11.196,2	11.548,0	4.422,4	5.788,2	854,2	131,4	1.527,4	803,3
2° trim. ^(p)	4.633,6	1.000,5	3.621,5	13.638,4	11.289,5	11.664,3	4.461,5	5.822,1	874,6	131,3	1.546,2	802,7
2019 gen.	4.685,8	1.006,7	3.667,7	13.452,1	11.156,4	11.499,6	4.409,0	5.758,7	861,0	127,7	1.523,0	772,7
feb.	4.684,7	1.000,8	3.672,0	13.502,1	11.179,3	11.527,0	4.425,1	5.770,4	857,4	126,3	1.533,1	789,8
mar.	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.526,9	11.196,2	11.548,0	4.422,4	5.788,2	854,2	131,4	1.527,4	803,3
apr.	4.639,8	998,3	3.630,1	13.570,5	11.234,0	11.591,1	4.444,0	5.800,3	864,0	125,7	1.523,5	813,1
mag.	4.632,5	1.004,4	3.616,4	13.593,1	11.257,4	11.623,7	4.464,3	5.807,1	862,8	123,2	1.534,1	801,6
giu. ^(p)	4.633,6	1.000,5	3.621,5	13.638,4	11.289,5	11.664,3	4.461,5	5.822,1	874,6	131,3	1.546,2	802,7
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	-43,2	332,3	361,8	273,9	314,7	82,7	173,7	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018 3° trim.	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
4° trim.	40,8	4,0	36,8	65,9	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019 1° trim.	-40,4	-6,8	-33,6	107,6	83,0	78,7	25,1	50,1	6,0	1,8	-1,5	26,0
2° trim. ^(p)	-56,3	-1,2	-55,3	122,9	110,3	131,9	53,5	36,2	23,6	-3,0	16,8	-4,2
2019 gen.	-12,5	-2,3	-10,2	34,8	35,0	18,7	4,3	18,4	12,4	-0,2	0,1	-0,3
feb.	10,9	-4,8	15,3	46,3	24,9	32,2	17,5	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,5	23,2	27,9	3,3	18,8	-2,4	3,5	-8,7	12,0
apr.	-22,1	-3,2	-19,0	40,7	41,7	46,6	26,3	12,4	8,7	-5,7	-6,2	5,2
mag.	-8,4	6,0	-14,6	34,1	25,6	33,8	22,1	7,5	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
giu. ^(p)	-25,8	-4,0	-21,7	48,2	43,0	51,5	5,2	16,3	16,4	5,2	9,1	-3,9
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 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
2019 1° trim.	1,8	-2,4	3,1	2,8	2,6	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
2° trim. ^(p)	-0,2	-2,0	0,4	3,0	3,1	3,5	3,3	3,2	1,8	5,7	3,2	1,3
2019 gen.	2,4	-2,9	3,9	2,5	2,5	3,0	2,3	3,2	-1,8	13,0	5,3	-2,6
feb.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
mar.	1,8	-2,4	3,1	2,8	2,6	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
apr.	1,4	-2,6	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
mag.	0,7	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,6	3,1	0,5
giu. ^(p)	-0,2	-2,0	0,4	3,0	3,1	3,5	3,3	3,2	1,8	5,7	3,2	1,3

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
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
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	4.325,4	4.360,1	987,3	820,2	2.517,9	5.600,0	5.866,6	654,4	4.217,0	728,6
2018	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2018 3° trim.	4.396,2	4.459,8	999,7	836,2	2.560,4	5.702,0	5.979,1	678,6	4.311,7	711,7
4° trim.	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2019 1° trim.	4.422,4	4.509,0	980,0	852,1	2.590,3	5.788,2	6.065,6	694,2	4.391,9	702,0
2° trim. ^(p)	4.461,5	4.555,6	980,1	867,8	2.613,6	5.822,1	6.108,8	704,9	4.421,4	695,8
2019 gen.	4.409,0	4.490,0	980,0	846,5	2.582,6	5.758,7	6.037,2	687,5	4.367,2	703,9
feb.	4.425,1	4.505,9	980,5	851,2	2.593,4	5.770,4	6.051,7	690,7	4.375,6	704,1
mar.	4.422,4	4.509,0	980,0	852,1	2.590,3	5.788,2	6.065,6	694,2	4.391,9	702,0
apr.	4.444,0	4.528,3	985,2	859,1	2.599,7	5.800,3	6.083,0	695,6	4.405,2	699,4
mag.	4.464,3	4.547,0	982,9	866,1	2.615,3	5.807,1	6.098,3	700,9	4.409,3	696,8
giu. ^(p)	4.461,5	4.555,6	980,1	867,8	2.613,6	5.822,1	6.108,8	704,9	4.421,4	695,8
Transazioni										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 3° trim.	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
4° trim.	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 1° trim.	25,1	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,5	38,9	-0,3
2° trim. ^(p)	53,5	56,7	4,5	19,0	30,0	36,2	48,4	12,6	26,2	-2,7
2019 gen.	4,3	-2,1	-13,8	2,5	15,6	18,4	15,3	4,4	13,8	0,2
feb.	17,5	17,3	0,7	5,4	11,5	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
mar.	3,3	8,5	-1,2	2,4	2,1	18,8	16,1	3,8	16,0	-1,0
apr.	26,3	23,8	6,5	7,4	12,3	12,4	17,2	2,9	9,8	-0,3
mag.	22,1	19,0	-2,2	7,2	17,1	7,5	16,7	5,6	4,1	-2,2
giu. ^(p)	5,2	13,9	0,2	4,4	0,5	16,3	14,5	4,1	12,3	-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	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 3° trim.	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
4° trim.	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 1° trim.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
2° trim. ^(p)	3,3	3,8	0,4	5,6	3,7	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,2
2019 gen.	2,3	3,4	-0,4	3,6	2,9	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,2
feb.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
mar.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
apr.	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
mag.	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
giu. ^(p)	3,3	3,8	0,4	5,6	3,7	3,2	3,3	6,3	3,4	-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⁾
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	343,9	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2018 3° trim.	403,7	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
4° trim.	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2019 1° trim.	367,7	6.903,8	1.937,8	55,6	2.145,7	2.764,6	1.175,8	418,8	199,0	212,3
2° trim. ^(p)	359,9	6.983,6	1.953,7	57,7	2.132,6	2.839,7	1.317,8	433,3	191,5	207,8
2019 gen.	377,3	6.855,5	1.939,7	55,6	2.111,2	2.749,0	1.066,0	392,1	199,0	208,4
feb.	408,9	6.874,0	1.936,6	55,6	2.141,4	2.740,4	1.110,2	416,1	198,1	210,5
mar.	367,7	6.903,8	1.937,8	55,6	2.145,7	2.764,6	1.175,8	418,8	199,0	212,3
apr.	362,2	6.891,1	1.934,2	56,0	2.129,4	2.771,5	1.192,9	417,5	216,8	232,2
mag.	361,8	6.905,7	1.932,0	56,6	2.130,2	2.786,9	1.270,8	410,2	212,8	229,2
giu. ^(p)	359,9	6.983,6	1.953,7	57,7	2.132,6	2.839,7	1.317,8	433,3	191,5	207,8
Transazioni										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	45,0	-37,8	-4,9	17,0	70,7	64,6	45,1	21,8	24,2
2018 3° trim.	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
4° trim.	-24,1	16,3	-0,5	-0,9	3,4	14,2	34,7	21,7	9,7	11,9
2019 1° trim.	-11,1	50,8	-10,6	-0,3	45,2	16,6	111,9	-5,5	2,7	5,5
2° trim. ^(p)	-7,8	53,5	18,2	2,1	-2,0	35,3	111,4	39,2	-7,1	-4,5
2019 gen.	-1,6	19,6	-6,0	-0,4	20,5	5,4	20,6	-33,0	12,0	13,5
feb.	31,5	20,9	-3,2	0,0	26,3	-2,2	42,0	18,7	-0,9	2,1
mar.	-41,1	10,3	-1,4	0,0	-1,7	13,3	49,4	8,9	-8,4	-10,2
apr.	-5,5	-6,9	-3,3	0,4	-15,2	11,2	23,2	1,9	17,8	19,8
mag.	-0,4	9,2	-1,5	0,6	-0,5	10,6	62,2	-10,2	-4,1	-2,9
giu. ^(p)	-1,9	51,3	23,0	1,1	13,8	13,4	26,1	47,5	-20,8	-21,4
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	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 3° trim.	14,3	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	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 1° trim.	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,6	-	-	18,9	12,7
2° trim. ^(p)	10,0	2,2	-0,5	-1,2	3,2	3,5	-	-	5,1	6,7
2019 gen.	18,9	0,8	-1,9	-7,7	1,0	2,8	-	-	28,0	22,7
feb.	19,6	1,3	-1,8	-7,1	2,9	2,7	-	-	35,9	27,9
mar.	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,6	-	-	18,9	12,7
apr.	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,1	2,6	-	-	40,6	44,3
mag.	8,7	1,4	-1,7	-3,7	2,4	2,9	-	-	14,4	15,9
giu. ^(p)	10,0	2,2	-0,5	-1,2	3,2	3,5	-	-	5,1	6,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	12,5	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	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 2° trim.	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
3° trim.	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
4° trim.	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 1° trim.	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 2° trim.	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 1° trim.	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
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	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 2° trim.	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
3° trim.	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
4° trim.	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 1° trim.	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 1° trim.	12,6	11,0	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2° trim.	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
3° trim.	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
4° trim.	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 gen.	12,9	11,3	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
feb.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9
mar.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
apr.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
mag.	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
giu.	12,8	11,3	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	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 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8	
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2018 2° trim.	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5	
3° trim.	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9	
4° trim.	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2019 1° trim.	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2	
Debito pubblico										
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5	
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8	
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2018 2° trim.	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9	
3° trim.	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1	
4° trim.	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2019 1° trim.	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 2° trim.	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
3° trim.	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
4° trim.	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 1° trim.	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
Debito pubblico										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 2° trim.	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
3° trim.	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
4° trim.	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 1° trim.	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

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 24 luglio 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-19-005-IT-N (online)