

## **Bollettino economico**



### Indice

Andam	enti economici e monetari	2
C	Quadro generale	
1	Contesto esterno	6
2	Andamenti finanziari	16
3	Attività economica	21
4	Prezzi e costi	26
5	Moneta e credito	32
6	Andamenti della finanza pubblica	40
Riquadri		43
1	Il pacchetto di misure di politica monetaria di settembre	43
2	Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 17 aprile al 30 luglio 2019	48
3	Fattori interni ed esterni alla base del calo della produzione industriale nell'area dell'euro	54
4	L'attuale crescita dell'occupazione nell'area dell'euro: un confronto con gli andamenti storici	58
5	Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico	63
6	La relazione tra profitti e pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro	70
Articoli		74
1	Dati sulle operazioni in derivati e relativo uso nelle analisi delle banche centrali	74
2	Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria	91
Statistic	che	S1

### Andamenti economici e monetari

Sulla base di un'approfondita analisi delle prospettive economiche e

### Quadro generale

dell'inflazione per l'area dell'euro e tenendo conto delle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti, nella riunione di politica monetaria del 12 settembre scorso il Consiglio direttivo ha adottato diverse decisioni orientate al perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi.

Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la scorsa riunione del Consiglio direttivo indicano una più protratta debolezza dell'economia nell'area dell'euro, la persistenza di pronunciati rischi al ribasso e pressioni inflazionistiche contenute. Ciò trova riscontro nelle proiezioni formulate dagli esperti nel mese di settembre, che mostrano un ulteriore ridimensionamento delle prospettive di inflazione.

Al tempo stesso una robusta crescita dell'occupazione e un aumento delle retribuzioni continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. In tale contesto il Consiglio direttivo ha annunciato un ampio pacchetto di misure di politica monetaria in risposta a un livello di inflazione che continua a essere inferiore a quello perseguito (cfr. riquadro 1).

### Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 12 settembre 2019

La crescita a livello mondiale si è attenuata nella prima metà del 2019, per effetto di una decelerazione dell'attività economica sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Ciò è coerente con gli indicatori basati sulle indagini congiunturali, che segnalano una dinamica debole dell'attività a livello internazionale. Secondo le proiezioni quest'anno la crescita a livello mondiale dovrebbe subire un rallentamento, in un contesto caratterizzato, a livello internazionale, da una debole attività manifatturiera dovuta a una riduzione degli investimenti e a un aumento dell'incertezza politica e programmatica connessa all'uscita del Regno Unito dall'UE e all'inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. In prospettiva la crescita mondiale dovrebbe mostrare una graduale ripresa nel medio termine, pur restando a un livello inferiore alla media di lungo periodo. Per quest'anno si prevede che l'interscambio mondiale subirà un ulteriore significativo indebolimento per poi registrare una ripresa nel medio termine, pur continuando ad attestarsi a livelli più modesti rispetto all'attività economica. A livello mondiale le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute, mentre si sono intensificati i rischi al ribasso per l'attività economica globale.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno 2019, i tassi a lungo termine privi di rischio a livello mondiale hanno segnato un ribasso a fronte di aspettative di mercato che anticipano una politica monetaria ulteriormente accomodante e una recrudescenza dell'incertezza legata al commercio internazionale. Tale ribasso dei tassi privi di rischio ha sostenuto i prezzi dei titoli

azionari e obbligazionari dell'area dell'euro. Nel contempo le aspettative sugli utili societari hanno registrato una lieve diminuzione per effetto dei persistenti dubbi circa le prospettive macroeconomiche mondiali. La curva a termine dell'Eonia ha mostrato una flessione verso il basso. Sui mercati dei cambi, il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su base ponderata per l'interscambio.

Nel secondo trimestre del 2019 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel primo trimestre. I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a indicare una crescita moderata ma positiva nel terzo trimestre di quest'anno. Tale rallentamento della crescita rispecchia soprattutto la prevalente debolezza del commercio internazionale in un contesto di protratte incertezze a livello globale, che incidono in particolare sul settore manifatturiero dell'area dell'euro. Al tempo stesso, i comparti dei servizi e delle costruzioni mostrano una perdurante capacità di tenuta e l'espansione dell'area dell'euro è altresì sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, ulteriori incrementi dell'occupazione e un aumento delle retribuzioni, un orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio nell'area, nonché dal protrarsi della crescita dell'attività mondiale, seppure a un ritmo in una certa misura inferiore.

Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche di settembre 2019 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita sui dodici mesi del PIL in termini reali dell'1,1 per cento nel 2019, dell'1,2 nel 2020 e dell'1,4 nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2019, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso per il 2019 e il 2020. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso e sono principalmente legati alle incertezze connesse a fattori geopolitici, alla crescente minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è collocata all'1,0 per cento, invariata rispetto a luglio. La diminuzione registrata dalla componente energetica è stata compensata dall'aumento di quella alimentare, mentre l'inflazione armonizzata al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta invariata. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva si riduca, per poi tornare ad aumentare intorno alla fine dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo restano in generale contenute e gli indicatori delle aspettative di inflazione si collocano su bassi livelli. 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 loro trasmissione all'inflazione impiega più tempo di quanto anticipato in precedenza. Ci si attende che nel medio periodo l'inflazione di fondo aumenti, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'espansione economica in atto e dalla robusta crescita salariale.

Questa valutazione si riflette essenzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre dagli esperti della BCE, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC

#### dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,0 per cento nel 2020 e dell'1,5 nel 2021.

Rispetto all'esercizio svolto dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2019, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso sull'intero orizzonte temporale considerato, rispecchiando prezzi dell'energia più contenuti e un contesto di maggiore debolezza della crescita. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi all'1,1 per cento nel 2019, all'1,2 nel 2020 e all'1,5 nel 2021.

L'espansione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio è aumentata marcatamente a luglio 2019, mentre i prestiti al settore privato sono rimasti sostanzialmente invariati. L'espansione dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentata al 5,2 per cento lo scorso luglio, dopo il 4,5 per cento di giugno. L'espansione sostenuta dell'aggregato monetario ampio riflette la continua erogazione di credito bancario al settore privato e il basso costo-opportunità di detenere M3. Inoltre, la crescita di M3 ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta a fronte sia del venir meno del contributo meccanico apportato dagli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) sia dell'indebolimento dell'attività economica. Contemporaneamente, le condizioni favorevoli per la raccolta bancaria e per la concessione del credito hanno continuato a sostenere i flussi di prestiti e di conseguenza la crescita economica. A luglio scorso il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto invariato al 3,9 per cento. Le misure di politica monetaria approvate dal Consiglio direttivo, comprese le condizioni più accomodanti offerte dalla nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) trimestrali, contribuiranno a salvaguardare condizioni favorevoli del credito bancario e continueranno a sostenere l'accesso al finanziamento, in particolare per le piccole e medie imprese.

L'orientamento complessivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe mantenersi moderatamente espansivo, fornendo un certo sostegno all'attività economica. Nei prossimi due anni, l'intonazione delle politiche di bilancio continuerà a essere moderatamente espansiva, principalmente per via di ulteriori riduzioni di imposte dirette e contributi previdenziali nella maggior parte dei paesi più grandi dell'area. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche e di rischi al ribasso ancora pronunciati, i governi che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero agire in maniera efficace e tempestiva. I governi dei paesi con un debito pubblico elevato devono perseguire politiche prudenti che creino le condizioni affinché gli stabilizzatori automatici operino liberamente.

#### Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha adottato le seguenti decisioni.

 Innanzitutto, il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto di 10 punti base, al -0,50 per cento. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati mantenuti invariati sui livelli attuali, rispettivamente pari allo 0,00 per cento e allo 0,25 per cento. Il Consiglio direttivo si attende ora che i tassi di interesse di riferimento della BCE restino su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione considerato e finché tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

- In secondo luogo, gli acquisti netti nell'ambito del PAA riprenderanno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre. Il Consiglio direttivo prevede che il PAA proseguirà finché necessario al fine di rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e che terminerà prima che il Consiglio stesso inizierà a innalzare detti tassi di riferimento.
- In terzo luogo, si continuerà a reinvestire l'intero capitale rimborsato sui titoli
  in scadenza acquistati nell'ambito del PAA per un periodo di tempo prolungato
  e successivo alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi
  di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché necessario per
  mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di
  accomodamento monetario.
- Come quarto punto, il Consiglio direttivo ha deciso di modificare le modalità delle OMRLT III per preservare condizioni favorevoli del credito bancario, assicurare l'ordinata trasmissione della politica monetaria e sostenere ulteriormente l'orientamento accomodante di politica monetaria. Per ciascuna operazione sarà ora fissato un tasso di interesse pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema per la durata della rispettiva OMRLT. Il tasso di interesse applicato nelle OMRLT alle banche i cui prestiti netti idonei superino un determinato valore di riferimento sarà più basso, e potrà essere ridotto fino a raggiungere un livello pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata dell'operazione. La scadenza delle operazioni sarà estesa da due a tre anni.
- Come quinto punto, allo scopo di sostenere il canale bancario di trasmissione della politica monetaria, il Consiglio direttivo ha stabilito di introdurre un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale.

Tali decisioni sono state assunte in risposta a un livello di inflazione che continua a essere inferiore a quello perseguito dal Consiglio direttivo. Attraverso questo insieme articolato di decisioni di politica monetaria, la BCE intende fornire un considerevole stimolo monetario per assicurare il perdurare di condizioni finanziarie molto favorevoli che sostengano l'espansione dell'area dell'euro, l'accumularsi di pressioni interne sui prezzi attualmente in corso e quindi la stabile convergenza dell'inflazione sul valore perseguito nel medio termine. Il Consiglio direttivo ha ribadito la necessità di un orientamento di politica monetaria fortemente accomodante per un prolungato periodo di tempo. In prospettiva esso 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 linea con l'impegno ad adottare un approccio simmetrico nel perseguimento del proprio obiettivo.

#### 1 Contesto esterno

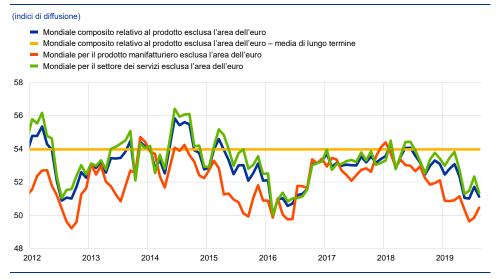
La crescita a livello mondiale si è attenuata nella prima metà del 2019, per effetto di una decelerazione dell'attività economica, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Ciò è coerente con gli indicatori basati sulle indagini congiunturali, che segnalano una dinamica debole dell'attività a livello internazionale. Mentre lo slancio della crescita della produzione manifatturiera mondiale rimane debole, l'attività nei servizi, seppur indebolita, ha continuato a sostenere la crescita. Secondo le proiezioni, quest'anno la crescita a livello mondiale dovrebbe diminuire, in un contesto caratterizzato da una debole attività manifatturiera mondiale per via di una riduzione degli investimenti mondiali, di un aumento dell'incertezza del quadro politico e delle politiche economiche legata alla Brexit e dell'ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Tali condizioni avverse dovrebbero gravare su economia e commercio internazionali sia nell'anno in corso sia il prossimo anno, ma le misure di politica economica recentemente adottate dovrebbero sostenere la congiuntura. Di conseguenza la crescita a livello mondiale dovrebbe stabilizzarsi nel medio periodo, sebbene a un livello inferiore rispetto al tasso di crescita medio osservato prima della crisi. Per quest'anno si prevede che l'interscambio mondiale subirà un significativo indebolimento ma registrerà una ripresa nel medio termine, pur continuando ad attestarsi su livelli più modesti rispetto all'attività economica. A livello mondiale le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute, mentre si sono intensificati i rischi al ribasso per la crescita.

#### Attività economica e commercio mondiale

La crescita a livello mondiale si è attenuata nella prima metà del 2019. Nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali ha registrato una tenuta relativamente buona nella maggior parte delle economie avanzate, dovuta a fattori temporanei in alcuni paesi (ad esempio i contributi positivi dell'interscambio netto e un accumulo di scorte negli Stati Uniti e, in vista della prima scadenza della Brexit, nel Regno Unito). Nel secondo trimestre la crescita è rallentata poiché l'impatto di tali fattori è stato riassorbito. Negli Stati Uniti, con la stabilizzazione delle importazioni, il contributo negativo degli interscambi netti ha gravato sulla crescita nonostante lo stimolo fiscale e la buona tenuta dei consumi privati. Nel Regno Unito la crescita è passata in territorio negativo nel secondo trimestre a causa, fra le altre cose, di un rallentamento degli investimenti. Mentre l'attività in Cina si è mantenuta stabile nella prima metà dell'anno, per via della buona tenuta dei consumi privati, nel primo trimestre la crescita è rallentata in numerose altre economie emergenti, di riflesso a fattori idiosincratici avversi in alcuni paesi (il disastro che ha colpito una diga in Brasile e la contaminazione di un oleodotto in Russia) e a più persistenti circostanze sfavorevoli, quali l'elevata incertezza sulla situazione politica interna (in Messico e in Brasile). Nel secondo trimestre la crescita ha registrato un aumento minimo, poiché alcune di queste circostanze negative sono venute meno e l'attività economica ha continuato a crescere in alcuni paesi (ad esempio in Turchia, grazie a consumi privati solidi e a un contributo positivo degli interscambi netti).

Gli indicatori basati sulle indagini congiunturali continuano a segnalare una complessiva debolezza dell'attività mondiale. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha mostrato un ulteriore diminuzione nel secondo trimestre del 2019 e, dopo una lieve ripresa a luglio, una nuova flessione nel mese di agosto. Il rallentamento nella prima metà dell'anno ha interessato sia le economie avanzate sia quelle emergenti, sebbene di recente sia stato registrato un lieve rialzo nell'indicatore del PMI composito delle economie emergenti. Anche l'attività mondiale nel settore dei servizi, che nel complesso aveva mostrato una tenuta maggiore all'inizio dell'anno, ha subito un peggioramento nel secondo trimestre ed è diminuita ulteriormente ad agosto, ma si è mantenuta al di sopra della soglia di 50. L'attività manifatturiera mondiale è andata tendenzialmente calando nel corso dell'ultimo anno. Dopo essere scivolato nell'area che indica contrazione (ovvero al di sotto della soglia di 50) a giugno e luglio, l'indice è tornato al di sopra della soglia della neutralità ad agosto (cfr. grafico 1).

**Grafico 1**PMI mondiale composito relativo al prodotto



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono ad agosto 2019. "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e agosto 2019.

Nei mesi scorsi le condizioni finanziarie a livello mondiale hanno mostrato una certa volatilità. Dal perfezionamento delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2019, i prezzi delle attività rischiose hanno mostrato una certa volatilità in un contesto caratterizzato da indicazioni contrastanti. Da un lato, le speranze di un accordo commerciale bilaterale fra Stati Uniti e Cina e l'aspettativa di una politica monetaria più accomodante su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno portato ha un rimbalzo dei prezzi delle attività a giugno e luglio. Considerate le riduzioni dei tassi previste dagli investitori, i rendimenti dei titoli di stato statunitensi e quelli di altri titoli di stato sicuri si sono abbassati significativamente e, al tempo stesso, le condizioni finanziarie delle economie emergenti si sono notevolmente allentate. Dall'altro lato, il nuovo inasprimento delle tensioni commerciali fra Cina e Stati Uniti all'inizio di agosto e l'indicazione da parte del

Federal Open Market Committee (FOMC) che il taglio dei tassi di luglio non avrebbe segnato l'inizio di un ciclo di allentamento ha smorzato la propensione al rischio, provocando ingenti perdite nei mercati azionari mondiali, mentre i rendimenti dei principali titoli di stato hanno continuato a diminuire a causa del calo dei premi a termine. Nonostante il recente episodio di avversione al rischio, le condizioni del mercato finanziario rimangono accomodanti sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.

Secondo le proiezioni, quest'anno la crescita subirà un rallentamento a livello mondiale. Una serie di circostanze sfavorevoli continuano a gravare sull'economia internazionale. Si prospetta una protratta debolezza dell'attività manifatturiera a livello mondiale, in prevalenza riconducibile al calo della crescita degli investimenti mondiali e del consumo di beni durevoli, che costituiscono un'ampia parte della produzione manifatturiera. Col crescere dell'incertezza legata alla situazione futura dei rapporti commerciali internazionali, è improbabile che la crescita degli investimenti mondiali torni a rafforzarsi. Analisi recenti mostrano che il deterioramento delle condizioni di finanziamento, l'aumento dell'incertezza macroeconomica e gli shock sfavorevoli dal lato della domanda hanno avuto un impatto negativo sulla crescita degli investimenti mondiali nella seconda metà del 2018 e all'inizio del 2019<sup>1</sup>. Posti di fronte a un rallentamento dell'economia mondiale, molti responsabili politici sulla scena internazionale hanno adottato misure accomodanti per attutire l'impatto negativo delle condizioni economiche avverse. In Cina, le misure di stimolo fiscale impiegate per ammortizzare il rallentamento della domanda interna dovrebbero ottenere dei risultati soprattutto nella seconda metà di quest'anno. Negli Stati Uniti, in aggiunta al notevole stimolo fiscale prociclico e al recente accordo sui nuovi tetti alla spesa pubblica, il Federal Reserve System ha deciso di ridurre il suo tasso di interesse di riferimento, nell'ottica di sostenere l'espansione economica in corso. Anche alcuni altri paesi hanno allentato la politica monetaria (ad esempio Australia, Brasile, Corea del Sud, Indonesia, India e Turchia).

# In prospettiva la crescita mondiale dovrebbe mostrare una graduale ripresa nel medio termine, pur restando a un livello inferiore alla media di lungo periodo.

Gli sviluppi della crescita mondiale sono influenzati da tre forze principali. Nelle economie avanzate si attende un rallentamento dello slancio congiunturale legato ai limiti di capacità produttiva sempre più stringenti, in un contesto di output gap positivi e tassi di disoccupazione contenuti nelle economie principali, mentre dovrebbe gradualmente diminuire, verso la fine dell'orizzonte previsionale, il sostegno delle politiche economiche. Inoltre si prevede che il rallentamento progressivo dell'economia cinese e il suo riequilibrio della spesa dagli investimenti ai consumi abbiano un impatto negativo sull'espansione mondiale e in particolare sul commercio. Al tempo stesso, il contributo delle economie emergenti (esclusa la Cina) all'espansione mondiale, pur rimanendo positivo, dovrebbe essere più debole di quanto previsto dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2019. Ciò è attribuibile ai dati recenti che indicano che la previsione di ripresa dalle recessioni passate si sta concretizzando a un ritmo inferiore rispetto a quanto precedentemente ipotizzato. Inoltre, sebbene finora la recente tensione sul

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro I fattori alla base del disallineamento fra attività economica e commercio internazionale, nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

mercato finanziario argentino non si sia trasmessa ad altri mercati emergenti, essa sottolinea la fragilità di fondo della ripresa in alcune economie emergenti. Nel complesso, il ritmo dell'espansione mondiale dovrebbe collocarsi su tassi inferiori rispetto a quelli osservati prima della crisi finanziaria del 2007-2008.

Passando agli andamenti dei singoli paesi, negli Stati Uniti l'attività dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta nel breve termine, malgrado gli effetti negativi legati alle dispute commerciali con la Cina e al contesto esterno meno favorevole. I risultati economici degli Stati Uniti sono finora rimasti sostenuti, di riflesso a un mercato del lavoro e a una spesa per consumi solidi. L'eliminazione dei tetti di spesa per l'esercizio 2020-2021 e la sospensione per due anni del limite di indebitamento federale, concordate dal Congresso alla fine di luglio, sosterranno ulteriormente la crescita economica. Anche le condizioni finanziarie rimangono favorevoli. Dopo aver raggiunto il 3,1 per cento su base annua nel primo trimestre del 2019, la crescita del PIL in termini reali è scesa al 2,0 per cento nel secondo, di riflesso al riassorbimento di fattori temporanei (ad esempio, apporti positivi provenienti dalle scorte e dal calo delle importazioni), mentre i consumi privati e la spesa pubblica hanno nel complesso sostenuto l'attività economica. A luglio l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è aumentata lievemente all'1,8 per cento, dall'1,6 per cento del mese precedente, soprattutto a causa dell'inflazione di fondo, mentre i prezzi dell'energia sono diminuiti. L'inflazione al consumo al netto dei prodotti alimentari ed energetici è aumentata leggermente, al 2,2 per cento, a luglio. Secondo le proiezioni, la crescita dovrebbe gradualmente tornare al tasso potenziale di poco meno del 2 per cento, mentre l'inflazione al consumo dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento nel medio periodo.

#### In Cina, l'economia si mantiene su una traiettoria di graduale rallentamento.

Nel secondo trimestre del 2019, la crescita annuale del PIL ha subito un rallentamento, dal 6,4 per cento del primo semestre al 6,2 per cento, dovuto a deboli consumi finali solo in parte compensati da un miglioramento degli investimenti. In prospettiva, la crescita dovrebbe ulteriormente rallentare nel 2020 e nel 2021, mentre non sono state annunciate altre misure di sostegno fiscale come risposta al più recente inasprimento delle tensioni commerciali. Nel complesso, il rallentamento dell'attività economica riflette gli effetti passati della campagna per la riduzione della leva finanziaria per il contenimento dei rischi, l'attenzione del governo nei confronti del riequilibrio dell'economia a discapito degli investimenti e l'impatto delle tensioni commerciali ancora esistenti con gli Stati Uniti. I progressi compiuti nell'attuazione delle riforme strutturali dovrebbero condurre a una transizione ordinata verso un percorso di crescita più moderato, meno dipendente da investimenti ed esportazioni.

In Giappone la dinamica di fondo della crescita rimane moderata. Nel secondo trimestre del 2019 la crescita è stata dello 0,4 per cento (sul trimestre precedente), meglio di quanto previsto, in larga parte grazie a una serie di fattori transitori, compresa una più forte spesa per consumi dovuta al periodo di festività della "Golden Week" e a maggiori acquisti di beni durevoli. Questi ultimi hanno probabilmente riflesso, in parte, l'anticipo delle decisioni di consumo in previsione dell'aumento della tassa sui consumi programmato per ottobre 2019. Tuttavia, le esportazioni sono rimaste contenute; la produzione industriale e il clima di fiducia nel

settore manifatturiero sono peggiorati, in un contesto di indebolimento della domanda esterna e di persistente incertezza politica. Il contributo degli interscambi netti è stato negativo, con le esportazioni mantenutesi invariate mentre le importazioni si sono riprese dalla debolezza osservata nel trimestre precedente. Mentre il profilo a breve termine sarà determinato dall'imminente aumento della tassa sui consumi, implicando un anticipo dei consumi nel terzo trimestre e il loro successivo rientro, successivamente l'attività economica dovrebbe mantenersi su una traiettoria di moderazione.

Nel Regno Unito, la crescita del PIL in termini reali ha registrato una contrazione nel secondo trimestre del 2019, in larga parte dovuto all'incertezza legata alla Brexit. La crescita del PIL in termini reali ha mostrato una certa volatilità a partire dall'inizio dell'anno, riflettendo in gran parte le variazioni negli andamenti dell'attività legati all'iniziale data fissata per la Brexit, il 29 marzo. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento (sul periodo precedente), dopo essere aumentato dello 0,5 per cento nel primo. Dal 2012 questo è stato il primo trimestre di crescita negativa e ha riflettuto minori investimenti e, a seguito della proroga in extremis della data fissata per la Brexit, un'inversione della forte accumulazione di scorte osservata nel primo trimestre. Nonostante un marcato deprezzamento della sterlina britannica dall'inizio del 2019, le esportazioni si sono ridotte del 3,3 per cento nel secondo trimestre. Il contributo degli interscambi netti è nondimeno rimasto positivo, poiché le importazioni, soprattutto di beni dall'UE, sono diminuite anche più delle esportazioni (-12,9 per cento sul trimestre precedente). La crescita dei consumi interni si è mantenuta robusta (0,5 per cento sul periodo corrispondente) nel secondo trimestre, sostenuta in parte da una più forte crescita dei salari reali. Le indagini congiunturali segnalano un certo continuato rallentamento dell'attività economica nel prossimo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è moderatamente aumentata, al 2,0 per cento nel secondo trimestre e ancora al 2,1 per cento a luglio, in gran parte a causa dei forti movimenti avversi dei tassi di cambio avvenuti di recente. Le protratte incertezze legate alle modalità della Brexit si sono recentemente riflesse in un'ulteriore volatilità della sterlina e, dal lato dell'economia reale, probabilmente condurranno a un'ulteriore volatilità nella crescita trimestrale del PIL in termini reali e a una crescita modesta nel medio periodo.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale, la crescita dovrebbe rimanere solida nell'orizzonte di proiezione, ma più modesta rispetto al 2018. La consistente spesa per consumi, che beneficia di un robusto mercato del lavoro, in futuro dovrebbe sostenere l'attività economica. Si prevede che la crescita degli investimenti si mantenga forte, anche se subirà una certa moderazione nel contesto di una fase più avanzata del ciclo dei finanziamenti UE. Inoltre, il rallentamento che si registra nel commercio a livello mondiale grava sulle prospettive di crescita di questa regione. Nel medio periodo ci si attende che il ritmo di espansione in questi paesi rallenti ulteriormente verso il loro potenziale.

Le prospettive per l'attività economica dei grandi paesi esportatori di materie prime indicano una crescita più contenuta. In Russia, l'attività nel secondo trimestre è stata influenzata negativamente dall'immissione di petrolio contaminato

in un oleodotto chiave per l'esportazione, che ha generato disfunzioni su larga scala lungo tutta la filiera produttiva. Sebbene temporanea, tale problematica graverà sulla crescita nel 2019, già negativamente influenzata dalla contrazione inaspettatamente netta nel primo trimestre, dovuta alla debolezza degli investimenti e delle esportazioni nette e a una consistente revisione al ribasso dei dati storici. In prospettiva, sulle previsioni di crescita della Russia incidono gli andamenti nei mercati mondiali del petrolio, l'attuazione di politiche strutturali e di bilancio e le sanzioni internazionali cui è sottoposto il paese. Pertanto, l'attività economica dovrebbe registrare un lieve rallentamento nel medio periodo. La crescita in Brasile dovrebbe restare modesta, a causa dell'incertezza sulla riforma delle pensioni e le preoccupazioni circa la sostenibilità dei conti pubblici. Anche gli shock idiosincratici all'inizio dell'anno, a causa di un disastro minerario, hanno influito negativamente sull'attività. Una debole domanda interna e una persistente incertezza, unite a un sostanziale margine di capacità inutilizzata frenano una risposta più vigorosa degli investimenti e hanno influenzato negativamente la fiducia.

In Turchia l'attività economica ha riservato notevoli sorprese positive nella prima metà del 2019. Dopo una netta contrazione nel quarto trimestre del 2018, l'economia ha registrato una ripresa all'inizio del 2019, riconducibile a un consistente stimolo fiscale prima delle elezioni locali avvenute a marzo. Malgrado sia in parte venuto meno lo stimolo fiscale, l'economia ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre, grazie ai solidi consumi delle famiglie e a un contributo positivo degli interscambi netti. È tuttavia proseguita la contrazione netta degli investimenti, a causa dell'elevata incertezza politica e delle condizioni di finanziamento tese. In prospettiva, ci si attende che la crescita si indebolisca nella restante parte del 2019 e che gradualmente acceleri verso la fine dell'orizzonte temporale della proiezione.

L'interscambio mondiale si è notevolmente indebolito nella prima metà dell'anno. Nel primo trimestre la crescita del commercio mondiale è divenuta negativa ed è rimasta debole nel secondo. La debolezza dell'interscambio è in larga parte spiegata dal rallentamento dell'attività industriale, dall'inasprimento delle tensioni commerciali e, in certa misura, da un ciclo manifatturiero tecnologico asiatico più debole<sup>2</sup>. Nei diversi paesi la contrazione dell'interscambio mondiale è stata generalizzata. Oltre ai fattori una tantum (ad esempio, una domanda interna temporaneamente debole negli Stati Uniti, alla luce del blocco parziale dell'attività della pubblica amministrazione nel primo trimestre, e una contrazione delle importazioni del Regno Unito nel secondo trimestre a seguito degli sforzi di accumulo scorte verificatisi nel trimestre precedente), la debolezza commerciale è inoltre originata da un interscambio debole all'interno dell'area asiatica. Quest'ultimo appare legato al rallentamento della domanda interna cinese, nell'ambito degli ampi collegamenti nella catena regionale del valore. Secondo le statistiche del CPB, a giugno il volume delle importazioni mondiali di beni, esclusa l'area dell'euro, si è ridotto dello 0,6 per cento sui tre mesi precedenti, confermando il persistere di una dinamica commerciale modesta nel secondo trimestre (cfr. grafico 2). Poiché gli indicatori delle indagini sui nuovi ordinativi dall'estero continuano a segnalare

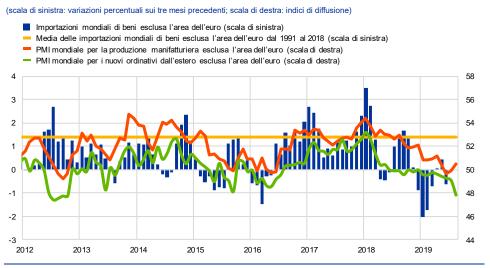
BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Andamenti economici e monetari Contesto esterno

Per informazioni più dettagliate sul ciclo manifatturiero tecnologico mondiale, cfr, il riquadro Indicazioni fornite dal ciclo tecnologico all'economia internazionale, nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

un ulteriore peggioramento, è probabile che l'attuale debolezza del commercio mondiale persista nel breve periodo.

Da agosto le dispute commerciali fra Stati Uniti e Cina sono notevolmente aumentate. All'inizio di agosto, a seguito di un incontro bilaterale con le autorità cinesi, gli Stati Uniti hanno annunciato l'imposizione di dazi del 10 per cento su importazioni dalla Cina per un valore di circa 300 miliardi di dollari statunitensi. Tali dazi sono introdotti in due fasi: il 1° settembre e il 15 dicembre. Inizialmente, le autorità cinesi hanno annunciato soltanto misure ritorsive in natura, che consistevano nella decisione di sospendere le importazioni di colture statunitensi. Tuttavia, verso la fine di agosto, sono state annunciate ulteriori misure ritorsive attraverso la decisione di imporre dazi del 5 o del 10 per cento su importazioni cinesi dagli Stati Uniti per un valore di 75 miliardi di dollari e di reintrodurre dazi precedentemente sospesi su automobili e componenti per veicoli. Quest'ultima mossa ha provocato un ulteriore inasprimento e gli Stati Uniti hanno annunciato l'imposizione di un ulteriore 5 per cento su tutte le importazioni statunitensi dalla Cina, per un valore di circa 550 miliardi di dollari<sup>3</sup>. Tale ulteriore intensificazione delle dispute commerciali fra i due paesi influirà negativamente su attività e commercio mondiali. Allo stesso tempo, anche altre questioni commerciali restano insolute. L'amministrazione statunitense ha posticipato a metà novembre di quest'anno la decisione in merito ai possibili aumenti dei dazi sulle autovetture, mentre sono tuttora in corso negoziati con l'UE sul nuovo accordo commerciale di cui è stato dato annuncio a luglio 2018.

**Grafico 2**Indagini congiunturali e commercio internazionale di beni



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

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono ad agosto 2019 per l'indice PMI e a giugno 2019 per le importazioni di beni a livello mondiale.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Andamenti economici e monetari Contesto esterno

Poiché questa nuova ondata di provvedimenti è stata annunciata dopo la data dell'ultimo aggiornamento, essa non è stata inserita nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE per settembre 2019. Da entrambe le parti, quest'ultimo inasprimento consiste in un aumento generale dei dazi sulle importazioni. L'aggravio del 5 per cento sui dazi statunitensi alle importazioni dalla Cina entra in vigore il 1° settembre, il 15 ottobre (anziché il 1° ottobre, come inizialmente annunciato) e il 15 dicembre.

Per l'anno in corso le proiezioni indicano un indebolimento della crescita dell'economia mondiale e una ripresa solo graduale sul medio periodo. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2019 dagli esperti della BCE, la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro), nel 2018 pari al 3,8 per cento, dovrebbe rallentare al 3,1 per cento nel 2019. Tale calo è riconducibile a condizioni sempre più avverse alla crescita mondiale, in un contesto che si caratterizza per l'incertezza marcata e crescente del quadro politico e delle politiche economiche. La crescita dell'attività economica mondiale dovrebbe stabilizzarsi intorno al 3,5 per cento nel periodo 2020-2021, quando il rallentamento (ciclico) nelle maggiori economie avanzate e la transizione della Cina verso un percorso di crescita più moderato dovrebbero essere solo in parte controbilanciati da una graduale ripresa in molte delle più importanti economie emergenti. Poiché le condizioni avverse alla crescita incidono in modo più significativo sulle componenti della domanda maggiormente sensibili agli scambi commerciali, come gli investimenti, la crescita della domanda estera nell'area dell'euro dovrebbe rallentare in misura più rilevante rispetto all'attività economica mondiale nel corso dell'anno, scendendo all'1,0 per cento dal 3,7 per cento del 2018. Nel medio periodo le importazioni mondiali dovrebbero aumentare gradualmente. Rispetto alle proiezioni di giugno 2019 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, sia la crescita mondiale del PIL sia la crescita della domanda estera nell'area dell'euro sono state riviste al ribasso nell'orizzonte di previsione. Da un punto di vista geografico, le revisioni della domanda estera nell'area dell'euro riflettono prospettive commerciali più deboli del previsto per le economie emergenti, inclusa in misura minore la Cina, nonché la prospettiva di un rallentamento della crescita delle importazioni presso alcuni dei principali partner commerciali, inclusi il Regno Unito e altri paesi europei al di fuori dell'area dell'euro.

I rischi al ribasso per l'attività economica a livello mondiale ultimamente si sono intensificati. Un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali potrebbe rappresentare un rischio per la crescita e per il commercio mondiali. Inoltre, lo scenario di una Brexit senza accordo potrebbe avere ulteriori ripercussioni negative, soprattutto in Europa. Un rallentamento ancor più marcato dell'economia cinese potrebbe essere difficile da controbilanciare con efficienti misure di stimolo e potrebbe diventare una sfida al processo di correzione degli squilibri attualmente in atto nel paese. La ridefinizione dei prezzi nei mercati finanziari potrebbe gravare in modo significativo sulle economie emergenti vulnerabili. Ulteriori inasprimenti delle tensioni geopolitiche potrebbero, inoltre, influire negativamente su attività economica e commercio internazionali.

### Andamenti dei prezzi a livello internazionale

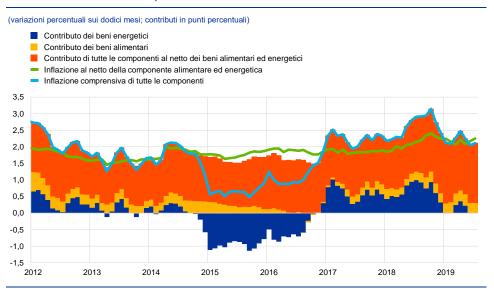
Gli andamenti dei corsi petroliferi dalla fine di luglio sono stati per lo più influenzati da preoccupazioni circa le prospettive mondiali. A seguito del riacutizzarsi delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina all'inizio di agosto, i prezzi petroliferi sono inizialmente scesi di circa il 5 per cento, prima di recuperare terreno nella seconda metà del mese. Da aprile, le prospettive del consumo mondiale di petrolio sono state ripetutamente riviste verso il basso. Di conseguenza,

i tagli alla produzione operati dai paesi produttori di petrolio dell'OPEC+, che hanno sostenuto i corsi petroliferi in particolare nel primo trimestre dell'anno, non sono bastati a compensare gli andamenti sfavorevoli derivati dalle preoccupazioni per la domanda di petrolio. Inoltre l'impatto sui prezzi delle recenti incertezze geopolitiche in Medio Oriente è stato finora limitato. In prospettiva, i rischi per i corsi petroliferi sembrano sostanzialmente bilanciati. Mentre ulteriori debolezze nell'attività mondiale graverebbero sui prezzi, le restrizioni all'offerta li rafforzerebbero. Infatti, l'Arabia Saudita e la Russia hanno già indicato la possibilità di ulteriori tagli alla produzione dei paesi OPEC+ nel prossimo futuro, il che potrebbe esercitare nuove pressioni al rialzo sui prezzi.

Secondo le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2019, i corsi petroliferi dovrebbero diminuire nell'orizzonte di proiezione. In un contesto di volatilità nel breve periodo, le preoccupazioni circa la domanda di petrolio e la riacutizzazione delle tensioni commerciali hanno frenato i corsi petroliferi, nonostante l'accordo fra l'OPEC e gli altri maggiori produttori di petrolio per ridurre la produzione. Di conseguenza, le ipotesi sui prezzi del petrolio alla base delle proiezioni macroeconomiche di settembre 2019 degli esperti della BCE erano di circa l'8,3 per cento più basse per il 2019 (e, rispettivamente, del 13,4 per cento più basse per il 2020 e del 10,3 per cento più basse per il 2021) rispetto a quelle alla base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2019. Dalla data limite per l'aggiornamento delle proiezioni di settembre, tuttavia, i corsi petroliferi sono aumentati lievemente, e il 5 settembre le quotazioni del greggio di qualità Brent si attestavano sui 61 dollari al barile.

Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono modeste. A luglio 2019 l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) si è collocata in media al 2,1 per cento, in crescita dal 2,0 per cento del mese precedente. L'aumento è riconducibile a un contributo positivo dell'inflazione di fondo (al netto della componente alimentare ed energetica) (cfr. grafico 3), che è aumentata dal 2,2 per cento del mese precedente, al 2,3 per cento, mentre l'inflazione dei beni energetici è rimasta stabile. Le condizioni tese del mercato del lavoro, nella generalità delle principali economie avanzate, si sono finora tradotte in incrementi salariali modesti, a indicare spinte inflazionistiche di fondo ancora contenute. Queste dovrebbero, tuttavia, segnare una progressiva ripresa nell'orizzonte di proiezione, di riflesso alla riduzione del margine di capacità inutilizzata.

**Grafico 3**Inflazione al consumo nei paesi OCSE



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE. Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. Ci si attende che quest'anno l'aumento dei prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro subisca una brusca contrazione e rallenti gradualmente nel medio periodo. Ciò riflette l'impatto di una curva discendente dei future dei corsi petroliferi, che dovrebbe compensare le pressioni al rialzo dovute alla graduale riduzione della capacità inutilizzata a livello mondiale.

#### 2 Andamenti finanziari

Dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno 2019, i tassi a lungo termine privi di rischio a livello mondiale sono scesi a fronte di aspettative di mercato correlate a ulteriori azioni accomodanti di politica monetaria, in un contesto di elevata incertezza per l'interscambio mondiale. Tale ribasso dei tassi privi di rischio ha sostenuto i prezzi dei titoli azionari e obbligazionari dell'area dell'euro. Nel contempo le aspettative sugli utili societari hanno registrato una lieve diminuzione per effetto dei persistenti dubbi circa le prospettive macroeconomiche mondiali. Sui mercati dei cambi il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su base ponderata per l'interscambio.

I rendimenti a lungo termine sono diminuiti in misura significativa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel periodo in esame (dal 6 giugno all'11 settembre 2019), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso di 55 punti base, al -0,06 per cento (cfr. grafico 4). È diminuito in misura significativa anche il rendimento dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nel Regno Unito, rispettivamente di 38 e 19 punti base. Il considerevole calo dei rendimenti obbligazionari dei titoli di Stato ha riflesso, in parte, una rivalutazione delle aspettative sui tassi di interesse nelle giurisdizioni più rilevanti, in un contesto di elevata incertezza sulle relazioni commerciali a livello mondiale e sulle prospettive macroeconomiche più ampie.

**Grafico 4**Rendimento dei titoli di Stato decennali



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

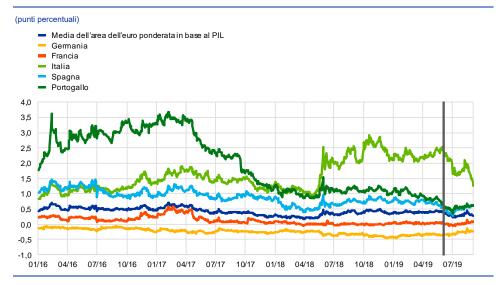
Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 settembre 2019.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato e il tasso OIS privo di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. I differenziali sulle obbligazioni sovrane sono rimasti ampiamente stabili durante il periodo in esame, con l'eccezione del mercato italiano, dove i differenziali di rendimento a dieci anni sono scesi di 1,1 punti percentuali, in seguito alle attese e alla successiva formazione di un nuovo governo. Complessivamente, il differenziale tra la media ponderata per il PIL dei rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali

dell'area dell'euro e il tasso OIS a dieci anni è diminuito lievemente, collocandosi a 0,26 punti percentuali l'11 settembre.

Grafico 5

Differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e i tassi OIS



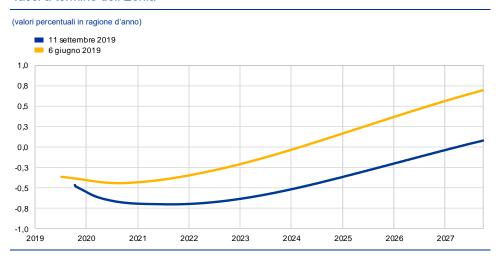
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 settembre 2019.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è attestato, in media, a -36 punti base. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 141 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.763 miliardi. Il calo della liquidità in eccesso è stato determinato principalmente da un aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e, in misura minore, dai rimborsi volontari di prestiti concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II). Per maggiori informazioni sull'evoluzione delle condizioni di liquidità, cfr. il riquadro 2.

La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso, evidenziando una marcata inversione in corrispondenza degli orizzonti più brevi. Al termine del periodo in rassegna, la curva ha evidenziato un picco negativo di quasi 40 punti base al di sotto del livello dell'Eonia prevalente intorno al quarto trimestre del 2021, rimanendo al di sotto dello zero per tutti gli orizzonti temporali precedenti il 2027 di riflesso alle aspettative di mercato di un prolungato periodo di tassi di interesse negativi (cfr. grafico 6).

**Grafico 6**Tassi a termine dell'Eonia



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

## Le quotazioni delle azioni non finanziarie sono aumentate sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, sostenute da un calo dei tassi privi di rischio.

I corsi azionari delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentati, nel complesso, del 6 per cento, a fronte di un aumento prossimo al 2 per cento dei prezzi delle azioni delle banche dell'area (cfr. grafico 7). Il minor rendimento delle quotazioni delle azioni bancarie potrebbe essere collegato alle prospettive di redditività generalmente modeste, a loro volta determinate, fra l'altro, dalle elevate strutture di costo, dalle modifiche in atto nei modelli di businesse e dalla sfida di riuscire a trarre sufficiente beneficio dall'efficienza apportata dalla digitalizzazione. Negli Stati Uniti, le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche sono cresciute, rispettivamente, del 5 e del 4 per cento circa. Le quotazioni azionarie sono state supportate, a livello mondiale, da un considerevole calo dei tassi privi di rischio. Tale sostegno, tuttavia, è stato lievemente compromesso da un aumento dei premi per il rischio in risposta a un'intensificazione delle incertezze legate al commercio mondiale e ad alcune revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili societari, probabilmente dovute ai persistenti dubbi sulle prospettive macroeconomiche mondiali.

**Grafico 7**Indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

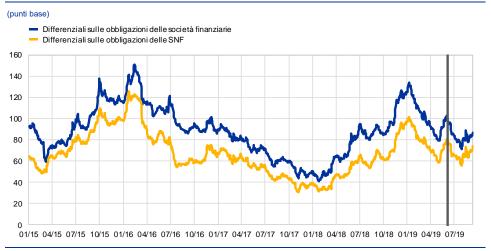


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 settembre 2019.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sono leggermente diminuiti. Nel complesso, il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade nell'area dell'euro e i tassi privi di rischio è diminuito di 5 punti base, attestandosi a 74 punti base (cfr. grafico 8). Sono diminuiti anche i rendimenti del debito del settore finanziario, il cui differenziale rispetto al tasso privo di rischio è sceso di circa 10 punti base. Sebbene entrambi i differenziali rimangano sostanzialmente attorno ai livelli medi prevalenti sin dall'introduzione, a marzo 2016, del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), le riduzioni più recenti potrebbero essere state sospinte dalle aspettative di ulteriori misure di politica monetaria.

**Grafico 8**Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro



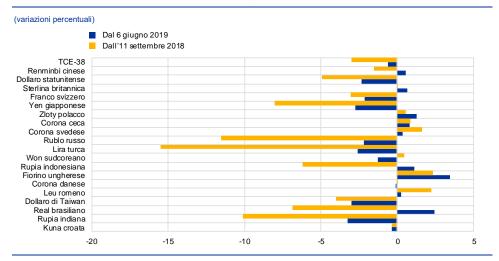
Fonti: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 settembre 2019

# Per quanto concerne i mercati dei cambi, nel periodo in esame l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9).

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dello 0,6 per cento. L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense (del 2,3 per cento), allo yen giapponese (del 2,7 per cento) e al franco svizzero (del 2,1 per cento). Il valore dell'euro è inoltre diminuito nei confronti della maggior parte delle valute delle economie emergenti. L'euro si è apprezzato dello 0,6 per cento rispetto al renminbi cinese, ribaltando i risultati più deludenti di luglio. Si è infine rafforzato nei confronti del real brasiliano e della rupia indonesiana, nonché nei confronti della sterlina britannica (dello 0,6 per cento) e della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

**Grafico 9**Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad altre valute



nte: BCE.

Note: TCE-38 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate tenendo conto dei tassi di cambio vigenti l'11 settembre 2019.

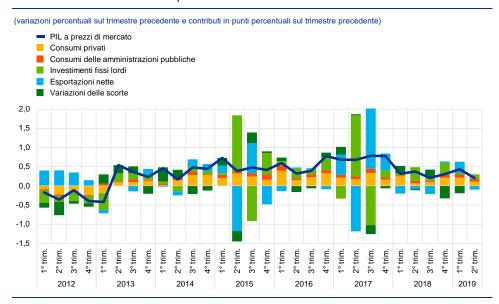
### 3 Attività economica

L'espansione economica nell'area dell'euro si è attenuata nel secondo trimestre del 2019, proseguendo l'andamento moderato osservato nel 2018. Nel secondo trimestre del 2019 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro ha rallentato allo 0,2 per cento, sostenuta principalmente da un incremento nella domanda interna, ma frenata dalle esportazioni nette. In prospettiva, i più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini mostrano una crescita contenuta. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2019 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,1 per cento nel 2019 e all'1,2 per cento nel 2020, prima di giungere gradualmente all'1,4 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto a giugno 2019 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali per l'area dell'euro hanno subito una revisione al ribasso per il 2019 e il 2020 in ragione del peggioramento dello scenario nel breve termine, contraddistinto da un indebolimento degli indicatori del clima di fiducia e dal protrarsi delle incertezze a livello mondiale.

La crescita dell'area dell'euro è rimasta moderata nei primi due trimestri del 2019, con l'accentuarsi di differenze fra paesi nel secondo trimestre. Nei primi due trimestri del 2019 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento in media sul periodo precedente, in linea con il tasso di crescita medio dell'anno precedente (cfr. grafico 10). L' andamento moderato è essenzialmente riconducibile a un indebolimento della domanda estera. La domanda interna ha continuato a rappresentare la principale determinante dell'attività economica e la componente del PIL che ha maggiormente sostenuto la crescita dall'inizio del 2018, quando il prodotto in termini reali ha cominciato a indebolirsi. Le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo trascurabile alla crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2019, mentre l'apporto dell'interscambio netto è stato negativo, per effetto della domanda estera contenuta in un contesto caratterizzato dall'incertezza sulle politiche economiche globali. Dal lato della produzione, l'attenuarsi dell'attività economica nel secondo trimestre del 2019 è spiegato dalla crescita negativa nel settore manifatturiero dovuta sia alle controversie commerciali su scala internazionale, sia agli andamenti specifici dei vari paesi (cfr. riquadro 3). Nel secondo trimestre del 2019 il settore dei servizi ha perso slancio in termini di valore aggiunto, probabilmente per via di effetti di propagazione derivanti dal debole andamento del settore manifatturiero.

Grafico 10

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

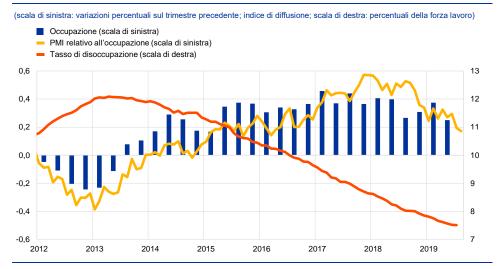


Fonte: Eurostat. Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

Prosegue il miglioramento dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, sebbene a un ritmo moderato. Nel secondo trimestre del 2019 l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, dopo lo 0,4 registrato nel primo trimestre, in linea con la crescita del prodotto. Rispetto al primo trimestre, la crescita dell'occupazione è rimasta invariata allo 0,4 per cento nel settore dei servizi, mentre si è indebolita nel settore dell'industria in senso stretto allo 0,1 per cento, dopo aver segnato un incremento dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2019. Per contro, l'occupazione nel settore delle costruzioni è diminuita dello 0,2 per cento, dopo un aumento di pari misura nel trimestre precedente.

In prospettiva, i dati più recenti e le ultime indicazioni derivanti dalle indagini continuano a mostrare una crescita dell'occupazione positiva, seppur in ulteriore attenuazione. A luglio il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto invariato rispetto al mese precedente al 7,5 per cento, il tasso più basso dal luglio 2008. Sebbene le indicazioni a breve termine basate sulle indagini abbiano registrato un calo rispetto ai livelli elevati del 2018, esse continuano a suggerire una crescita occupazionale positiva nel prossimo futuro, anche se contenuta.

**Grafico 11**Occupazione, indice PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

I consumi privati continuano a essere trainati dalla ripresa del mercato del lavoro. Nel secondo trimestre del 2019 i consumi privati sono saliti dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento lievemente superiore nel primo. I dati più recenti sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono sostanzialmente in linea con la crescita stabile dei consumi prevista nel breve termine. In una prospettiva di più lungo periodo, l'aumento del reddito da lavoro sostiene la spesa per consumi, e ciò si riflette anche in un livello di fiducia dei consumatori ancora solido (cfr. riquadro 5). Inoltre, il rafforzamento dei bilanci delle famiglie resta un importante fattore alla base della costante crescita della spesa delle famiglie, poiché il merito di credito di queste ultime è una determinante chiave dell'accesso ai prestiti da parte dei consumatori.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a essere sostenuti dalle condizioni di finanziamento accomodanti, sebbene le modeste aspettative sugli utili indichino una certa moderazione. La crescita degli investimenti nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha segnato una ripresa nel secondo trimestre del 2019, toccando l'1,0 per cento sul periodo precedente, in rialzo dal -0,9 per cento nel primo. Gli investimenti delle imprese dovrebbero tuttavia registrare una crescita moderata nel breve termine, in linea con l'andamento relativamente debole dei margini operativi e delle valutazioni delle imprese. Le aspettative relative agli utili delle società quotate nell'area dell'euro indicano un certo grado di moderazione in merito alle decisioni di investimento, anche se le condizioni di finanziamento favorevoli dovrebbero riflettersi nell'accesso delle società non finanziarie al credito e quindi imprimere un impulso significativo alla crescita degli investimenti delle imprese.

L'andamento dei mercati degli immobili residenziali dovrebbe sostenere la crescita, ancorché a un ritmo più contenuto. La crescita trimestrale degli

investimenti nel settore dell'edilizia residenziale ha subito un significativo rallentamento fino allo 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2019, in ribasso dall'1,4 per cento nel trimestre precedente, toccando il livello più basso dal primo trimestre del 2017. I recenti indicatori di breve termine e i risultati delle indagini mostrano una decelerazione nel terzo trimestre del 2019, pur mantenendosi al di sopra delle medie storiche. L'indicatore del clima di fiducia relativo alle costruzioni della Commissione europea per i mesi di luglio e agosto indica un andamento positivo, per quanto in decelerazione, nel terzo trimestre. Analogamente, anche l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il prodotto nel settore edile e la componente relativa al prodotto nel settore degli immobili residenziali mostra, per questi stessi mesi, aspettative di crescita pressoché nulla nel settore delle costruzioni, inferiori al livello medio registrato nel trimestre precedente.

La crescita delle esportazioni dell'area dell'euro ha subito un ulteriore indebolimento nel secondo trimestre del 2019, fino a giungere allo 0,0 per cento, a fronte di un calo dello 0,1 per cento nei volumi dei beni esportati. Una dinamica più debole ha interessato anche le esportazioni di servizi, che hanno comunque registrato un'espansione dello 0,4 per cento. L'andamento complessivo ha riflesso principalmente le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro e in particolare il brusco calo delle esportazioni verso il Regno Unito a causa della persistente incertezza legata alla Brexit. Per contro, un contributo positivo è stato fornito dalle esportazioni totali verso l'Asia (Cina esclusa) e soprattutto da quelle di prodotti chimici verso gli Stati Uniti. In prospettiva, gli indicatori anticipatori segnalano una crescita debole delle esportazioni dell'area dell'euro, benché l'indicatore dei nuovi ordinativi nel settore manifatturiero dei paesi esterni all'area abbia fornito segnali più positivi, come anche alcuni indicatori basati sul trasporto di merci su navi nel corso dell'estate.

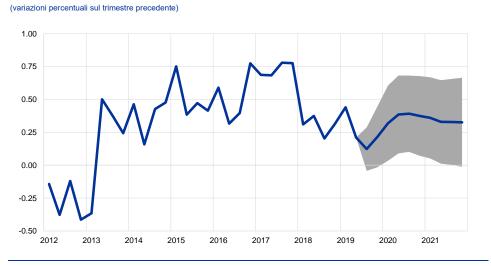
I più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini confermano il persistere di rischi al ribasso per le prospettive di crescita economica dell'area dell'euro. A luglio la produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha segnato un calo generalizzato pari all'1,6 per cento rispetto al mese precedente, essenzialmente riconducibile a una flessione della produzione di beni di investimento. Per quanto riguarda le informazioni ricavate dalle indagini, tra luglio e agosto l'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato un rialzo, attestandosi a un livello superiore alla sua media di lungo termine. Tuttavia, nella media del terzo trimestre del 2019, ha finora subito un calo rispetto al periodo precedente. L'indice PMI composito è rimasto contenuto per l'intero secondo trimestre del 2019. Malgrado il leggero miglioramento osservato più recentemente ad agosto si è mantenuto al di sotto della sua media di lungo periodo, indicando tenui prospettive di crescita economica.

La politica monetaria della BCE continuerà a sostenere la domanda interna, a fronte di un peggioramento delle prospettive di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel breve termine. I consumi privati sono sostenuti dalla solidità dei bilanci delle famiglie, dalla robustezza del mercato del lavoro e dal perdurante incremento dell'occupazione. Gli investimenti delle imprese beneficiano di condizioni

di finanziamento favorevoli e della buona tenuta della domanda, malgrado una più contenuta redditività delle imprese. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimangono complessivamente robusti. Si prevede tuttavia che il rallentamento dell'attività mondiale continuerà a gravare sulla crescita dell'area dell'euro e a incidere sulle esportazioni di quest'ultima, alla luce delle persistenti incertezze legate alle politiche economiche a livello mondiale e degli accresciuti rischi geopolitici.

In base alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2019 il PIL dell'area dell'euro in termini reali sui dodici mesi dovrebbe crescere dell'1,1 per cento nel 2019, dell'1,2 per cento nel 2020 e dell'1,4 per cento nel 2021 (cfr. grafico 12). Rispetto all'esercizio condotto a giugno 2019 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali nell'area dell'euro sono state riviste al ribasso per il 2019 e il 2020, per effetto di un peggioramento dello scenario nel breve termine. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. Recentemente le incertezze legate alle politiche economiche a livello mondiale, il crescente protezionismo e fattori di carattere geopolitico hanno riacquistato rilevanza e continuano a frenare la crescita dell'area dell'euro.

**Grafico 12**PIL dell'area dell'euro in termini reali (incluse le proiezioni)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, settembre 2019, pubblicato sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2019.

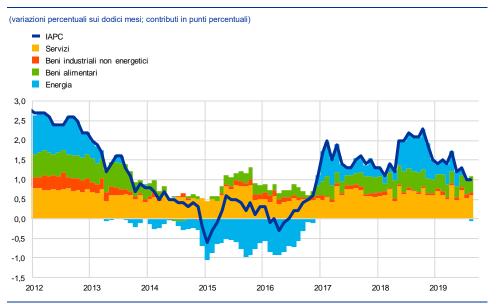
Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, pubblicato dalla BCE nel dicembre 2009.

#### 4 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto l'inflazione nell'area dell'euro sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,0 per cento, invariata rispetto a luglio. Le misure dell'inflazione di fondo restano in generale contenute, e gli indicatori delle aspettative di inflazione si collocano su livelli bassi. 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 di tali pressioni all'inflazione sta impiegando più tempo del previsto. In prospettiva, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla robusta dinamica salariale. Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,0 per cento nel 2020 e dell'1,5 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio di giugno 2019 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso per l'intero orizzonte temporale di previsione, riflettendo prezzi più contenuti dei beni energetici e un contesto di maggiore debolezza della crescita. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi all'1,1 per cento nel 2019, all'1,2 nel 2020 e all'1,5 nel 2021.

Ad agosto l'inflazione complessiva è rimasta invariata. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 1,0 per cento, invariata rispetto a luglio e in diminuzione rispetto all'1,3 per cento di giugno (cfr. grafico 13). L'inflazione dei beni energetici ha continuato a scendere ed ha raggiunto valori negativi ad agosto, ma è stata compensata da una maggiore inflazione dei beni alimentari rispetto al mese di luglio.

**Grafico 13**Contributo delle componenti all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

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

Le misure dell'inflazione di fondo restano nell'insieme moderate. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è diminuita dall'1,1 per cento a giugno allo 0,9 per cento a luglio e agosto; tale andamento riflette in parte effetti di calendario e variazioni metodologiche<sup>4</sup>. Anche le misure dell'inflazione di fondo, che tendono ad essere meno volatili rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi trimestri (i dati sono disponibili solo fino a luglio; cfr. grafico 14). L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento è rimasta invariata all'1,1 per cento a giugno e luglio. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è aumentata lievemente, passando dall'1,2 per cento di giugno all'1,3 per cento di luglio. La misura Supercore è diminuita dall'1,4 per cento di giugno all'1,3 per cento di luglio<sup>5</sup>. Nel complesso, le misure dell'inflazione di fondo hanno continuato a mostrare un andamento altalenante mantenendosi al di sopra dei livelli minimi raggiunti nel 2016.

Si stima che le variazioni nella computazione statistica dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania abbiano avuto un impatto al ribasso sullo IAPC dell'area dell'euro al netto di energia e alimentari. Per maggiori informazioni cfr. il riquadro "Dampening special effect in the HICP in July 2019" nell'articolo "Economic Conditions in Germany", Monthly Report, Deutsche Bundesbank, agosto 2019, pagg. 57-59.

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.

#### **Grafico 14**

#### Misure dell'inflazione di fondo



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono ad agosto 2019 (stima preliminare) per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e a luglio 2019 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 cento dello IAPC energiana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per il 201

dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari 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).

Gli indicatori più recenti relativi alle pressioni sui prezzi al consumo dei beni

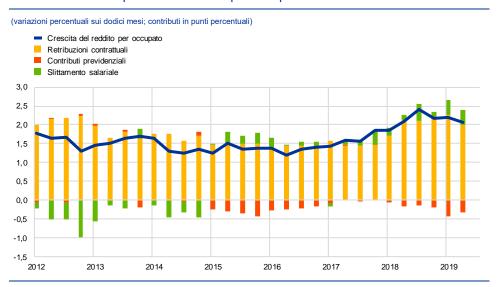
industriali non energetici hanno fornito segnali contrastanti. L'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo diversi dai generi alimentari venduti nel mercato interno è scesa allo 0,8 per cento di luglio dallo 0,9 per cento di maggio e giugno, rimanendo tuttavia ben al di sopra della media di lungo termine. Il tasso di incremento della corrispondente inflazione dei prezzi all'importazione è aumentato dallo 0,5 di giugno all'0,8 per cento a luglio. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, tuttavia, l'inflazione dei prezzi alla produzione interni per i beni intermedi è scesa ancora, in parte, probabilmente, per effetto della recente diminuzione dei prezzi energetici. Le pressioni sui prezzi sono diminuite anche nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi con le quotazioni del petrolio e delle materie prime non petrolifere che ad agosto hanno registrato un calo nel tasso di inflazione sui dodici mesi rispetto al mese di luglio.

La crescita salariale è rimasta sostenuta. La crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è stata pari al 2,1 per cento nel secondo trimestre del 2019, un livello lievemente inferiore a quello del primo trimestre, pari al 2,2 per cento (cfr. grafico 15). I valori per i primi due trimestri del 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali<sup>6</sup>. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, che esclude i contributi previdenziali, è stata del 2,4 per cento nel secondo trimestre, dopo il 2,6 per cento del primo trimestre e il valore medio relativo all'anno precedente, pari al 2,3 per cento. La crescita sui dodici mesi delle retribuzioni

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

contrattuali nell'area dell'euro si è attestata al 2,0 per cento nel secondo trimestre del 2019, in calo rispetto al 2,3 per cento del primo trimestre; la riduzione è stata determinata principalmente da alcuni pagamenti una tantum in Germania. Prescindendo dai 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 cento<sup>7</sup>.

Grafico 15
Contributi delle componenti del reddito per occupato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019

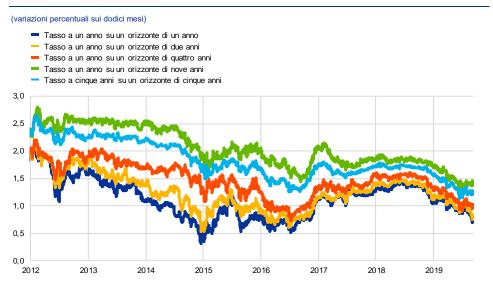
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati permangono su livelli molto bassi e anche quelle basate sulle indagini si collocano su livelli storicamente bassi. Le misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati hanno registrato una lieve diminuzione nel periodo in esame, collocandosi su un valore appena superiore ai minimi storici. L'11 settembre 2019 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,22 per cento, sette punti base al di sotto del suo tasso prevalente al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio. Anche se la probabilità di deflazione desunta dalle aspettative di mercato resta bassa, il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione così ricavate 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. Le aspettative di inflazione a lungo termine misurate dalle indagini si collocano su livelli minimi nel confronto storico, sulla base della Survey of Professional Forecasters della BCE relativa al terzo trimestre del 2019 e sulle attese censite in luglio da Consensus Economics e Euro Zone Barometer.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Andamenti economici e monetari

Prezzi e costi

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

**Grafico 16**Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato



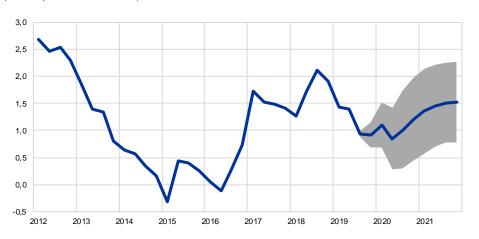
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE. Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 settembre 2019.

## Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2019 dagli esperti della BCE, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare nel medio periodo.

Tali proiezioni, che si basano sulle informazioni disponibili alla fine di agosto, indicano che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media all'1,2 per cento nel 2019, all'1,0 per cento nel 2020 e all'1,5 per cento nel 2021 a fronte, rispettivamente, dell'1,3 per cento, dell'1,4 per cento e dell'1,6 per cento riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2019 dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. grafico 17). Le correzioni sono in gran parte riconducibili alla componente energetica, ampiamente rivista al ribasso sia per il 2019 che per il 2020, in ragione del calo dei corsi petroliferi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe oscillare intorno agli stessi valori nel 2020 e rafforzarsi nel 2021, sostenuta dalla ripresa economica prevista e dal conseguente aumento dei margini di profitto, che avrà luogo una volta che gli aumenti già registrati nei costi del lavoro verranno trasmessi ai prezzi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dall'1,1 per cento nel 2019 all'1,2 nel 2020 e all'1,5 per cento nel 2021. Tale profilo previsivo è stato rivisto al ribasso, riflettendo in larga misura la maggiore debolezza dei dati finora rilevati nell'anno in corso.

**Grafico 17**Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC (proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2019*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2019.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019 (dati reali) e al quarto trimestre del 2021 (proiezioni). Gli intervalli

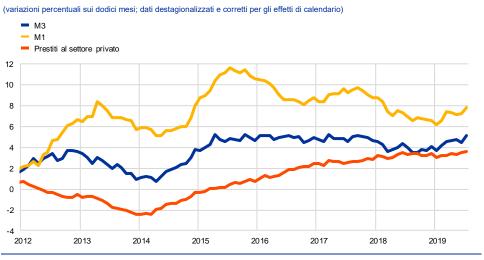
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019 (dati reali) e al quarto trimestre del 2021 (proiezioni). Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. L'ampiezza degli intervalli è pari al doppio della media, in valore assoluto, di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, pubblicato dalla BCE nel dicembre 2009. I dati riportati nelle proiezioni sono aggiornati al 29 agosto 2019.

### 5 Moneta e credito

A luglio 2019 la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio è notevolmente aumentata, mentre i prestiti al settore privato sono rimasti sostanzialmente invariati. La crescita dell'aggregato M3 ha mantenuto capacità di tenuta di fronte al venire meno del contributo meccanico fornito dagli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e nel contesto di un più moderato slancio dell'economia. Contemporaneamente, la raccolta bancaria e le condizioni di concessione dei prestiti favorevoli hanno continuato a sostenere i flussi di prestiti e, in tal modo, la crescita economica. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle società non finanziarie (SNF) è stata robusta nel secondo trimestre del 2019, dopo aver toccato il più elevato livello di emissione netta mai registrato nel primo trimestre del 2019, in un contesto caratterizzato dal continuo miglioramento delle condizioni dei mercati obbligazionari.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è notevolmente aumentata a luglio. A luglio 2019 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 5,2 per cento, dal 4,5 per cento di giugno (cfr. grafico 18), riportandosi sui tassi di crescita sostenuti osservati tra il 2015 e il 2017. La crescita più elevata dell'aggregato monetario è stata sostenuta dai minori costi-opportunità e ha mantenuto capacità di tenuta al venir meno del contributo meccanico fornito dagli acquisti netti nell'ambito del PAA e dinanzi all'indebolimento dello slancio economico. L'aggregato monetario ristretto M1, che include le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato monetario ampio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito, a luglio, al 7,8 per cento, dal 7,2 per cento di giugno, continuando la ripresa osservata da inizio anno.

**Grafico 18**M3, M1 e prestiti al settore privato



Fonte: BCE.

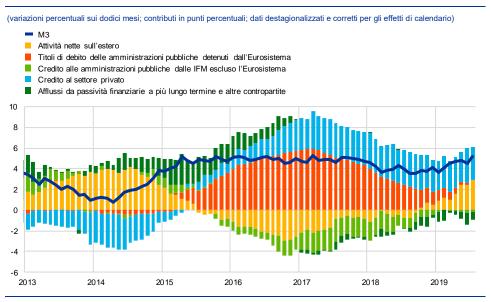
Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

La crescita dei depositi overnight, la principale componente della crescita dell'aggregato monetario, è proseguita a ritmi sostenuti. Il tasso di crescita sull'anno di tali depositi è aumentato ulteriormente all'8,3 per cento a luglio,

riflettendo un forte aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle SNF e dalle famiglie. 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. Ciò segnala una sostituzione in contanti poco diffusa, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi o negativi per l'area dell'euro nel suo insieme. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno continuato a essere sostenuti dal minor costo-opportunità di detenere M3, che a luglio ha offerto un contributo neutro alla crescita di M3. Contemporaneamente, gli strumenti negoziabili (M3 meno M2), per effetto della loro remunerazione relativamente bassa, hanno continuato ad avere un effetto negativo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio.

A luglio il contributo alla crescita di M3 dei flussi monetari esterni è ulteriormente cresciuto. La riduzione dell'impatto meccanico del PAA alla crescita di M3 è stata ampiamente compensata dai contributi positivi apportati dal credito al settore privato, che è rimasto la principale fonte di creazione di moneta (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 19). Il contributo positivo all'espansione di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema, che riflette il contributo meccanico del PAA alla crescita di M3, è divenuto marginale (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 19). Il minor contributo del PAA è stato compensato, nei mesi scorsi, da flussi monetari esterni (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 19). Il crescente apporto delle attività nette sull'estero riflette il maggior interesse degli investitori esteri per le attività dell'area dell'euro.

**Grafico 19**M3 e sue contropartite



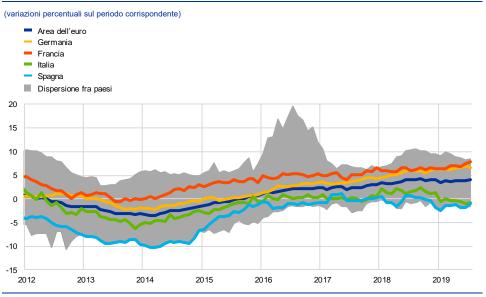
Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito 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 titoli del settore societario. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è mantenuto sostanzialmente invariato, evidenziando delle debolezze in alcuni segmenti più

sensibili al ciclo economico. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) si è attestato al 3,6 per cento a luglio, rispetto al 3,5 per cento di giugno (cfr. grafico 18). Ciò è riconducibile soprattutto al lieve aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie, al 3,4 in luglio dal 3,3 per cento di giugno. La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha proseguito la sua tendenza a un graduale rialzo, beneficiando di ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro e dell'andamento ancora favorevole del mercato immobiliare. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è rimasto stabile al 3,9 per cento a luglio, dopo il punto di svolta (del 4,3 per cento) registrato a settembre 2018. Ciò è in linea con il suo andamento ciclico ritardato rispetto all'attività economica reale e con il rallentamento della domanda aggregata osservato nel corso del 2018, come è visibile soprattutto nell'indebolimento dei segmenti più sensibili al ciclo, come i prestiti a breve termine e i prestiti al settore manifatturiero. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare di condizioni di erogazione del credito favorevoli. La dinamica dei prestiti alle imprese e alle famiglie è inoltre caratterizzata da una notevole eterogeneità fra i paesi (cfr. grafici 20 e 21), che riflette, fra l'altro, le differenze nei cicli economici, la diversa disponibilità di fonti di finanziamento alternative e l'eterogeneità nelle dinamiche dei prezzi delle abitazioni nei vari paesi.

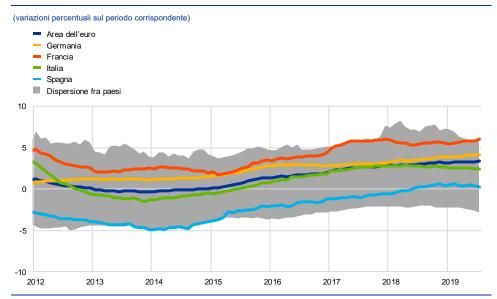
**Grafico 20**Prestiti delle IFM alle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

**Grafico 21**Prestiti delle IFM alle famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro



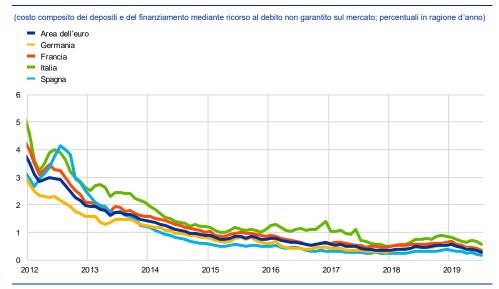
Fonte: BCE.

Note: dati corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

Le condizioni di finanziamento del debito delle banche sono ulteriormente migliorate. Dall'inizio del 2019 il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro è ulteriormente diminuito, sostanzialmente in linea con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato (cfr. grafico 22). Tale andamento ha riflesso principalmente un calo considerevole dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie, mentre i tassi di interesse sui depositi delle banche dell'area dell'euro sono rimasti prossimi ai minimi storici. Le obbligazioni bancarie sono rimaste una fonte di finanziamento più costosa rispetto ai depositi, e hanno rappresentato una quota limitata del finanziamento complessivo da parte delle banche. Il miglioramento dei costi di finanziamento bancario ha interessato in modo diffuso i maggiori paesi dell'area dell'euro. Inoltre, nelle risposte all'indagine sul credito bancario della BCE, le banche dell'area dell'euro segnalano, nella prima metà del 2019, migliori condizioni di accesso al finanziamento soprattutto mediante ricorso a titoli di debito. Al tempo stesso, il livello dei costi della provvista bancaria si è mantenuto eterogeneo fra i maggiori paesi dell'area. Nella prima metà del 2019, i margini tra prestiti e depositi relativi alle nuove operazioni sono leggermente diminuiti per le banche dell'area dell'euro. A tal proposito, la possibilità di applicare un tasso negativo sulle operazioni di deposito, che interessa i depositi delle SNF in modo eterogeneo fra i diversi paesi, influenza in maniera significativa l'entità di tali margini. In tal modo, la compressione dei margini tra prestiti e depositi influenza al ribasso la redditività degli enti creditizi. Tale effetto tuttavia è controbilanciato da quello positivo che il contesto attuale, caratterizzato da tassi di interesse molto bassi o negativi, esercita sui volumi erogati e sulla qualità del credito (che riduce il costo connesso con gli accantonamenti). Nel complesso, le condizioni di provvista delle banche dell'area dell'euro si mantengono favorevoli, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e il rafforzamento dei bilanci bancari. Nonostante i progressi compiuti sul piano del consolidamento dei bilanci,

ad esempio attraverso la riduzione dei crediti deteriorati, il livello di redditività delle banche dell'area dell'euro rimane basso.

**Grafico 22**Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

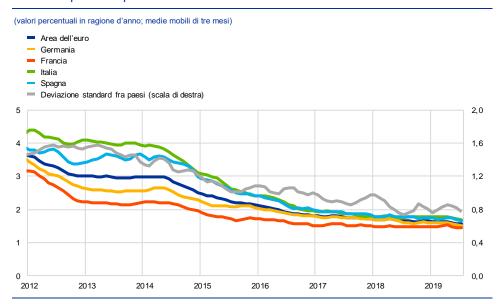
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere.

L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie sono ulteriormente diminuiti, sostanzialmente in linea con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato. A luglio 2019, il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF (cfr. grafico 23) si è attestato all'1,56 per cento, solo lievemente al di sopra del suo minimo storico mentre, nello stesso mese, il tasso composito sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto un nuovo minimo storico, toccando l'1,61 per cento (cfr. grafico 24). Le pressioni concorrenziali e i costi della provvista bancaria più favorevoli hanno influenzato al ribasso i tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie dell'area dell'euro. Nel complesso i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa a seguito dell'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014. Tra maggio 2014 e luglio 2019 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 140 e 130 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF e alle piccole imprese (assumendo 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 maggiormente interessati dalla crisi finanziaria. Ciò indica una più uniforme trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

#### **Grafico 23**

#### Tassi compositi sui prestiti alle SNF

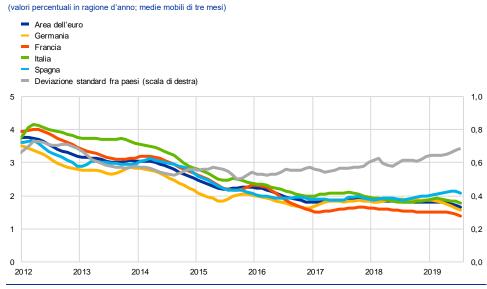


Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

#### **Grafico 24**

#### Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a luglio 2019.

Il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle SNF dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre del 2019, dopo una marcata contrazione nel trimestre precedente. I prestiti bancari sono aumentati nel corso del trimestre, mentre l'emissione netta di titoli di debito si è attestata a livelli sostenuti. Per contro, l'emissione netta di azioni quotate e i prestiti erogati dalle

società diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie sono rimasti contenuti. Rispetto agli episodi di rallentamento economico precedenti, i flussi di finanziamento mediante ricorso al debito diretti alle SNF hanno dato prova di una discreta tenuta. Questo è in linea con le condizioni favorevoli di finanziamento mediante debito, un maggior contributo alla crescita economica complessiva da parte dei servizi e delle attività immobiliari, una solida crescita degli investimenti delle imprese e un rallentamento nella crescita dei profitti, tutti fattori che hanno sostenuto i volumi di finanziamento mediante ricorso al debito.

Nel secondo trimestre del 2019 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è rimasta abbastanza robusta, sebbene in calo rispetto al livello registrato nel trimestre precedente, il più alto dal 1999. Il rallentamento nell'emissione netta di titoli di debito nel secondo trimestre del 2019 è in linea con i consueti andamenti stagionali della serie e con gli effetti di compensazione a seguito del livello eccezionale, pari a 42 miliardi di euro, registrato nel trimestre precedente. Inoltre, da aprile a giugno 2019, il costo del finanziamento mediante ricorso al debito osservato sui mercati finanziari è sceso di ulteriori 25 punti base e ha continuato a stimolare le emissioni nette di titoli di debito. Da una prospettiva di medio periodo, il graduale rallentamento nel flusso annuale di emissioni nette registrato a partire dal 2017 sembra essersi almeno temporaneamente interrotto (cfr. grafico 25), confermando in tal modo i segnali di graduale stabilizzazione osservati dall'inizio del 2019. Dati di mercato suggeriscono che a luglio e ad agosto 2019 le emissioni nette di titoli di debito si siano mantenute elevate, anche se solo per gli emittenti di qualità più elevata (investment-grade), mentre le emissioni a elevato rendimento (high-yield) restano molto più contenute rispetto al secondo trimestre del 2019. L'emissione netta di azioni quotate ha continuato a indebolirsi ed è entrata in territorio negativo nel secondo trimestre del 2019, riflettendo una stagnazione delle attività di fusione e acquisizione e il proseguire dell'aumento del costo del finanziamento azionario.

**Grafico 25**Emissioni nette di titoli di debito e azioni quotate da parte delle SNF dell'area dell'euro



Fonte: BCE.

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

A giugno 2019 i costi di finanziamento per le SNF si sono mantenuti lievemente al di sopra del minimo storico raggiunto ad aprile 2019. A giugno il costo nominale complessivo del finanziamento esterno alle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,6 per cento. Tale livello, superiore di 16 punti rispetto al punto minimo toccato dal costo del finanziamento ad aprile 2019, resta più basso rispetto al livello osservato a metà del 2014, quando iniziarono a emergere aspettative del mercato riguardo l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico. L'aumento dei costi di finanziamento è attribuibile a un più elevato costo del capitale di rischio che, sospinto dall'aumento dei premi per il rischio, è stato solo parzialmente compensato da un'ulteriore diminuzione del costo del debito sul mercato. Si stima che nei due mesi successivi i costi di finanziamento complessivi siano rimasti sostanzialmente invariati rispetto al valore di giugno 2019.

#### 6 Andamenti della finanza pubblica

Il disavanzo dell'area dell'euro dovrebbe aumentare, per effetto di saldi primari più bassi lungo l'intero orizzonte di previsione (2019-2021). Il rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL si mantiene su un percorso discendente in ragione di un differenziale favorevole fra crescita del prodotto e tassi di interesse e di saldi primari positivi, ancorché in calo. Nell'area dell'euro l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio dovrebbe mantenersi moderatamente espansivo, fornendo un certo sostegno all'attività economica. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche e di rischi al ribasso ancora pronunciati, i governi interessati da un rallentamento economico che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero agire in maniera efficace e tempestiva. Contemporaneamente, i governi dei paesi con un debito pubblico elevato devono perseguire politiche prudenti e adoperarsi per il conseguimento degli obiettivi in termini di saldo strutturale. Ciò creerà le condizioni per il pieno operare degli stabilizzatori automatici.

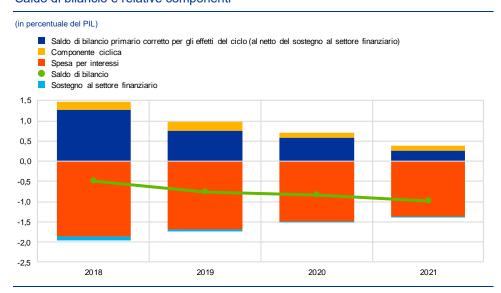
Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dovrebbe subire una contrazione lungo l'orizzonte di proiezione<sup>8</sup>. Secondo le proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro il rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL dovrebbe aumentare, passando dallo 0,5 per cento del PIL nel 2018 allo 0,8 per cento nel 2019. Questo andamento è riconducibile a un più contenuto saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, compensato in parte dalla diminuzione della spesa per interessi, a fronte di una componente ciclica rimasta sostanzialmente invariata. Si prevede che nel 2020 il disavanzo continuerà a mantenersi su livelli più elevati, per poi crescere ulteriormente, portandosi all'1,0 per cento del PIL nel 2021 (cfr. grafico 26), in ragione di un calo protratto del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo.

Le prospettive per il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rimangono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso giugno. Il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL dovrebbe essere lievemente più contenuto nel 2019 in ragione di un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo più elevato. Per il 2021, tuttavia, il dato è stato rivisto lievemente al rialzo a causa di una componente ciclica meno favorevole.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Andamenti economici e monetari Andamenti della finanza pubblica

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Cfr. le Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2019, pubblicate sul sito internet della BCE il 12 settembre 2019.

### **Grafico 26**Saldo di bilancio e relative componenti



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2019. Nota: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

Lungo l'orizzonte temporale di proiezione si stima che l'orientamento della politica di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro sia lievemente espansivo<sup>9</sup>. L'allentamento dell'intonazione della politica di bilancio nell'anno in corso ha fra le sue determinanti principali la riduzione delle imposte dirette in Francia e Germania e gli aumenti della spesa pubblica in Germania. Nei due anni a venire, l'orientamento della politica di bilancio continuerà a essere moderatamente espansivo, principalmente per via di ulteriori riduzioni delle imposte dirette e dei contributi sociali nella maggior parte dei paesi più grandi dell'area.

### Secondo le proiezioni, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL per il complesso dell'area dell'euro continuerà a diminuire. Secondo le proiezioni

macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre, il rapporto tra il debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e il PIL per l'area dell'euro dovrebbe scendere dall'85,4 per cento del PIL nel 2018<sup>10</sup> all'81,2 per cento nel 2021. La prospettata riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL è sostenuta dal differenziale negativo fra tasso di interesse e tasso di crescita del prodotto<sup>11</sup> e dal persistere degli avanzi primari, sebbene ci si attenda che nel tempo questi ultimi subiscano una flessione (cfr. grafico 27). Lungo l'orizzonte di proiezione il rapporto fra debito e PIL dovrebbe diminuire nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, sebbene in alcuni di essi continuerà a essere di gran lunga superiore al valore di riferimento del 60 per cento del PIL. Rispetto all'esercizio previsivo di giugno 2019,

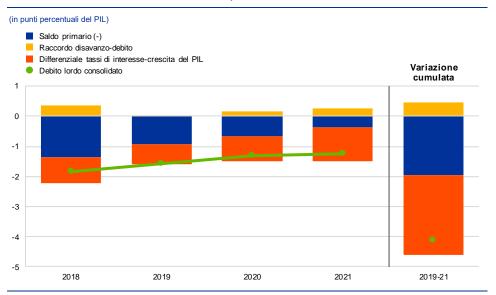
L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da tali politiche all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Eventuali discrepanze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche, di cui le proiezioni generalmente tengono conto.

Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

le proiezioni segnalano un rallentamento del calo del rapporto fra debito pubblico e PIL per il complesso dell'area dell'euro, con una revisione al rialzo di tale rapporto pari a 0,7 punti percentuali per il 2021. Questo aumento riflette una revisione al rialzo del differenziale fra crescita del PIL e tassi di interesse, avanzi primari più contenuti e una revisione statistica del rapporto debito pubblico/PIL per il 2018.

**Grafico 27**Determinanti delle variazioni del debito pubblico



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2019. Nota: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

I paesi sono chiamati a predisporre i bilanci per il 2020 in conformità con le regole di bilancio dell'UE. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche e di rischi al ribasso ancora pronunciati, i governi interessati da un rallentamento economico che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero agire in maniera efficace e tempestiva. Nei paesi con un elevato debito pubblico, i governi devono perseguire politiche prudenti e adoperarsi per il conseguimento degli obiettivi in termini di saldo strutturale. Ciò creerà le condizioni per il pieno operare degli stabilizzatori automatici. Tutti i paesi dovrebbero intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita.

### Riquadri

#### 1 Il pacchetto di misure di politica monetaria di settembre

a cura di Julian Schumacher e Ine Van Robays

Nella riunione di settembre, il Consiglio direttivo ha dovuto far fronte a un rallentamento dell'economia dell'area dell'euro protrattosi più a lungo del previsto, a persistenti e rilevanti rischi al ribasso e a ulteriori ritardi nella convergenza dell'inflazione verso il suo obiettivo di medio periodo. Nel contesto di un rallentamento della dinamica espansiva nell'area dell'euro, le prospettive per l'inflazione hanno continuato a collocarsi al di sotto degli obiettivi definiti dal Consiglio direttivo. Il tasso di inflazione, sia nei dati effettivi sia nelle proiezioni, non ha evidenziato alcuna ripresa negli ultimi mesi, le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste generalmente moderate e gli indicatori delle aspettative di inflazione sul lungo periodo, desunti dal mercato e dalle indagini, si attestano a livelli storicamente bassi. Questo quadro trova riscontro anche nelle ultime proiezioni macroeconomiche formulate degli esperti della BCE per l'area dell'euro, che evidenziano un ulteriore ridimensionamento delle prospettive di inflazione e di crescita.

Nel perseguimento del proprio mandato di assicurare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha adottato un cospicuo pacchetto di misure di politica monetaria. Il pacchetto si compone di cinque elementi: a) riduzione del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale; b) modifica delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE; c) riavvio degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA); d) modifiche alle modalità della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) ed e) introduzione di un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve. Tali misure si integrano tra loro per fornire un considerevole stimolo monetario e puntano a consolidare, nei diversi segmenti del mercato, condizioni di finanziamento in grado di sostenere adeguatamente una nuova accelerazione della crescita e di ancorare le aspettative di inflazione. Nel preservare condizioni del credito bancario favorevoli, esse sostengono anche l'ordinata trasmissione dell'orientamento accomodante della politica monetaria all'economia reale.

In primo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale a -0,50 per cento. In condizioni di eccesso di liquidità, il tasso sui depositi presso la banca centrale costituisce un'àncora per i tassi di interesse a breve termine, che a loro volta sostengono il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il tasso del mercato interbancario (Eonia) àncora la curva dei tassi swap overnight nell'area dell'euro, che determina il prezzo di molti strumenti finanziari e, in particolare, i tassi di riferimento rilevanti per la definizione dei tassi sui prestiti. La riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale fornisce uno stimolo monetario all'intera struttura per scadenza dei tassi di

interesse, che costituisce la base dei costi di finanziamento per imprese e famiglie. Oltre a garantire un ulteriore accomodamento, pertanto, tale riduzione di 10 punti base incoraggia le banche a erogare prestiti all'economia reale anziché trattenere liquidità, fattore che a sua volta dovrebbe sostenere il canale di ricomposizione dei portafogli del PAA.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha delineato con chiarezza il futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine modificando la componente delle proprie indicazioni prospettiche collegata allo stato dell'economia. Tali modifiche fanno da corollario all'enfasi posta dal Consiglio direttivo sulla simmetria rispetto al perseguimento del suo obiettivo di inflazione, già emersa in occasione della riunione di luglio, e sottolinea la determinazione da parte del Consiglio a intervenire con uguale impegno sia nel caso di livelli di inflazione inferiori al valore definito a tutela della stabilità dei prezzi sia nel caso in cui tale livello venga superato. La riunione di settembre ha fornito ulteriori chiarimenti sulle indicazioni prospettiche.

Il Consiglio direttivo ha ora rafforzato la componente delle indicazioni prospettiche formulata in base allo stato dell'economia associandola a un più rigoroso insieme di condizioni per le prospettive di inflazione. Tali perfezionamenti chiariscono la funzione di reazione del Consiglio direttivo rispetto agli andamenti delle prospettive di inflazione. In particolare, il Consiglio direttivo si attende ora che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano "su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento nel nostro orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo". Il riferimento a un livello "sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento" indica che le prospettive di inflazione dovranno crescere in modo significativo rispetto agli attuali livelli effettivi e attesi, e che sarà necessario osservare la convergenza delle prospettive di inflazione nell'orizzonte temporale della proiezione. Le prospettive di inflazione dovranno inoltre convergere con una certa stabilità; in altri termini, il Consiglio direttivo intende assicurarsi che il processo di convergenza sia sufficientemente maturo e realistico prima di iniziare a innalzare i tassi di riferimento. Avere specificato che la convergenza debba riflettersi nelle dinamiche dell'inflazione di fondo garantisce che la traiettoria dell'inflazione effettiva sostenga le prospettive per l'inflazione. Tali elementi sono finalizzati a evitare reazioni troppo forti a shock inflazionistici transitori e a errori di previsione e di misurazione.

Le indicazioni prospettiche rafforzate sottolineano l'impegno da parte del Consiglio direttivo a mantenere un orientamento molto accomodante per tutto il tempo necessario affinché l'inflazione raggiunga stabilmente livelli prossimi all'obiettivo di medio periodo. Inoltre, il Consiglio direttivo ha indicato che i tassi di interesse potrebbero essere ridotti ulteriormente nel caso in cui si renda necessario a fronte delle prospettive di inflazione, mantenendo così un "riferimento a una possibile riduzione" (easing bias) dei tassi ufficiali.

Come terza decisione, il Consiglio direttivo ha stabilito che riprenderà gli acquisti netti nell'ambito del PAA a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro e

continuerà a reinvestire per un prolungato periodo di tempo. Il rinnovo degli acquisti netti di attività servirà a contenere i tassi a lungo termine attraverso la compressione dei premi per il rischio. Al tempo stesso, il Consiglio ha stabilito che continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo l'aumento dei tassi di interesse, e in ogni caso finché necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di estendere la possibilità di acquistare attività con rendimenti inferiori al tasso di deposito presso la banca centrale, nella misura necessaria, alle componenti del PAA del settore privato, ossia il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), il programma di acquisto di titoli garantiti da attività (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e il programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Tale ampliamento farà sì che prosegua l'ordinata conduzione del PAA ed è il riflesso di variazioni dei tassi di interesse del mercato in relazione al tasso di deposito presso la banca centrale.

La ripresa degli acquisti netti di attività farà da complemento agli effetti delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse, poiché gli acquisti dovrebbero proseguire per tutto il tempo necessario a rafforzare l'impatto accomodante dei tassi di riferimento e terminare subito prima dell'innalzamento dei tassi. Ciò attribuisce maggiore importanza al ruolo segnaletico dei tassi di riferimento. Dal momento che le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE basate sullo stato dell'economia derivano dagli andamenti dell'inflazione di fondo e di quella prevista, l'orizzonte degli acquisti netti è determinato dalle prospettive di inflazione. La concatenazione tra politiche di reinvestimento e tassi di interesse, inoltre, fa sì che l'orizzonte dei reinvestimenti si muova di pari passo con il profilo atteso dei tassi di interesse, rafforzando conseguentemente l'impatto accomodante di questi ultimi.

Come quarta decisione, il Consiglio direttivo ha stabilito di rivedere le modalità delle OMRLT III. Il prezzo delle nuove operazioni è stato reso più appetibile. Nello specifico, è stato rimosso il differenziale di 10 punti base fra il tasso di ingresso e quello debitore minimo annunciato a giugno. Per ciascuna operazione sarà ora fissato un tasso di interesse pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali per la durata della rispettiva OMRLT III. Alle banche che erogano prestiti in eccesso rispetto a un benchmark specifico verranno offerti tassi più bassi, riducibili fino al livello del tasso di interesse medio sui depositi presso la banca centrale. I nuovi prezzi agevoleranno le condizioni della raccolta bancaria, facendo sì che le banche continuino a offrire condizioni di accesso al credito favorevoli per imprese e famiglie. Inoltre, la scadenza delle OMRLT III è stata prolungata da due a tre anni per ottenere un migliore allineamento fra la loro durata e quella generalmente prevista per i finanziamenti bancari di progetti di investimento. Ciò rafforza il sostegno offerto dalle OMRLT III al finanziamento dell'economia reale. Infine, le controparti avranno l'opportunità di effettuare rimborsi volontari anticipati delle somme prese in prestito con cadenza trimestrale a partire da due anni dopo il regolamento di ciascuna operazione. Insieme, queste modifiche contribuiranno a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e garantire l'ordinata

trasmissione della politica monetaria, nonché a offrire ulteriore sostegno all'orientamento accomodante di quest'ultima.

Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche è esentata dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale. Il Consiglio direttivo sta monitorando attentamente i possibili effetti collaterali dei tassi di interesse negativi sull'intermediazione di tipo bancario, che possono divenire più evidenti con il perdurare dei tassi negativi e con la loro ulteriore riduzione. A tale riguardo, il sistema a due livelli consentirà di preservare l'impatto positivo dei tassi di riferimento negativi sull'economia compensando alcuni degli effetti diretti sulla redditività delle banche. Il volume massimo delle riserve in eccesso rispetto a quelle obbligatorie minime che saranno esentate dal pagamento del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (il livello esente) verrà determinato come multiplo delle riserve obbligatorie minime degli istituti di credito. Il moltiplicatore, applicabile a partire dal settimo periodo di mantenimento del 2019, è fissato a 6 e il livello esente verrà remunerato a un tasso annuo dello 0 per cento. 12 Il tasso di remunerazione del livello esente e il moltiplicatore che ne determina le dimensioni massime possono variare nel tempo, a seconda delle condizioni del mercato. Alle condizioni di liquidità attuali<sup>13</sup>, il livello esente ammonterebbe al 43 per cento della liquidità in eccesso detenuta se gli istituti di credito utilizzassero appieno le proprie quote soggette a esenzione. Ciò sosterrà il canale bancario di trasmissione della politica monetaria, incrementando in tal modo l'efficacia della politica dei tassi di interesse negativi nella trasmissione dei bassi tassi di interesse di riferimento ai tassi sui prestiti bancari.

Questo articolato pacchetto di misure agevolerà la convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo di medio periodo definito dal Consiglio direttivo. Attraverso ciascuna di queste misure e il loro reciproco rafforzamento, le decisioni di politica monetaria di settembre forniscono un considerevole stimolo monetario volto a garantire che famiglie e imprese possano continuare a usufruire di tassi molto vantaggiosi nell'accesso al credito. Le condizioni di finanziamento favorevoli supporteranno la crescita economica sostenendo i consumi e le dinamiche di investimento che, a loro volta, favoriranno il convergere dell'inflazione verso l'obiettivo definito dal Consiglio direttivo.

In ogni caso, il Consiglio direttivo ha ribadito che rimane pronto ad adeguare opportunamente tutti i suoi strumenti per assicurare che l'inflazione si diriga stabilmente verso il livello previsto. Sarà necessario un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo. Il pacchetto di misure di politica monetaria di settembre sottolinea l'intenzione e la volontà del

Le dimensioni del livello esente sono determinate sulla base dei saldi di fine giornata medi dei conti di riserva degli istituti di credito in un determinato periodo di mantenimento. Incluse le riserve obbligatorie minime, che vengono remunerate al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principale (attualmente, dello 0 per cento), l'importo complessivo massimo delle riserve (obbligatorie minime e riserve in eccesso) a cui non si applica il tasso di deposito presso la banca centrale è quindi limitato a sette volte le riserve obbligatorie minime.

In base alle riserve obbligatorie minime e alla liquidità in eccesso detenuta, in media, nel terzo e quarto periodo di mantenimento del 2019; cfr. il riquadro Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 17 aprile al 30 luglio 2019 in questo numero del Bollettino.

Consiglio direttivo di garantire l'accomodamento necessario al perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Se l'inflazione continuerà ad attestarsi su livelli di gran lunga inferiori al suo valore obiettivo, il Consiglio direttivo rimane pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione converga stabilmente verso il livello previsto, inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo, in linea con il suo impegno ad adottare un approccio simmetrico.

## 2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 17 aprile al 30 luglio 2019

a cura di Annette Kamps e Christian Lizarazo

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2019, ossia, rispettivamente, dal 17 aprile all'11 giugno 2019 e dal 12 giugno al 30 luglio 2019. Durante l'intero periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento. In parallelo, l'Eurosistema ha proseguito la fase di reinvestimento del suo programma di acquisto di attività (PAA), reinvestendo il capitale rimborsato su tutti i titoli in scadenza: titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario.

#### Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio aggregato di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.511,3 miliardi di euro, in rialzo di 14,9 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2019, cfr. tavola A). Il lieve aumento del fabbisogno di liquidità è largamente ascrivibile a un incremento dei fattori autonomi netti che sono cresciuti di 13,0 miliardi di euro, raggiungendo 1.381,3 miliardi nel periodo in esame.

La crescita dei fattori autonomi netti è stata dovuta a un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità, che ha ampiamente compensato la crescita dei fattori di immissione della liquidità. L'aumento dei fattori di assorbimento della liquidità è stato prevalentemente dovuto a "Altri fattori autonomi", cresciuti in media di 28,2 miliardi di euro raggiungendo 788,7 miliardi, e alle banconote in circolazione, aumentate in media di 21,8 miliardi fino a toccare 1.234,1 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche, che possono evidenziare una certa volatilità stagionale, sono rimasti sostanzialmente invariati, in media, a 270,5 miliardi di euro (in rialzo di 7,2 miliardi) nel periodo in esame. Tra i fattori di immissione della liquidità, le attività nette denominate in euro sono cresciute in media di 16,3 miliardi toccando i 213,0 miliardi rispetto al precedente periodo di riferimento, durante il quale l'andamento stagionale di fine anno ha comportato un maggior incremento. I fattori di immissione della liquidità sono cresciuti anche grazie al più elevato valore delle attività nette sull'estero, che sono aumentate in media di 27,9 miliardi di euro, analogamente al periodo di riferimento precedente.

#### Tavola A

#### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività – fabbisogno di liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 17 aprile al 30 luglio 2019							Periodo di riferimento precedente: dal 30 gennaio al 16 aprile 2019	
	Terzo e quarto periodo di r mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 17 aprile all'11 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 12 giugno al 30 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento		
Fattori autonomi di liquidità	2.293,3	(+57,2)	2.253,4	(+3,5)	2.339,0	(+85,6)	2.236,1	(+59,3)	
Banconote in circolazione	1.234,1	(+21,8)	1.228,1	(+12,4)	1.240,8	(+12,7)	1.212,2	(+2,2)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)	
Altri fattori autonomi	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)	
Conti correnti	1.372,5	(+1,2)	1.404,6	(+25,6)	1.335,7	(-68,9)	1.371,3	(+13,7)	
Strumenti di politica monetaria	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)	
Riserve obbligatorie minime <sup>1</sup>	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)	
Depositi presso la banca centrale	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	

#### Attività - offerta di liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 17 aprile al 30 luglio 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 30 gennaio al 16 aprile 2019	
	Terzo e perio manten	do di	Ter period manteni dal 17 all'11 g	do di mento: aprile	Qua period manteni dal 12 ç al 30 l	do di mento: jiugno	Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1	(+75,4)
Attività nette sull'estero	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Attività nette denominate in euro	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Strumenti di politica monetaria	3.341,2	(-27,9)	3.355,2	(-6,8)	3.325,1	(-30,0)	3.369,1	(-10,8)
Operazioni di mercato aperto	3.341,0	(-28,0)	3.354,8	(-7,1)	3.325,1	(-29,7)	3.369,0	(-10,7)
Operazioni d'asta	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
ORP	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
ORLT a tre mesi	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
OMRLT-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Portafogli definitivi	2.625,9	(-15,4)	2.630,6	(-5,2)	2.620,4	(-10,3)	2.641,3	(-5,9)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.092,4	(-9,2)	2.095,2	(-4,4)	2.089,2	(-6,0)	2.101,6	(+2,9)
Programma di acquisto di attività del settore societario	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

#### Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 17 aprile al 30 luglio 2019							Periodo di riferimento precedente: dal 30 gennaio al 16 aprile 2019	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 17 aprile all'11 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 12 giugno al 30 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento		
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.511,3	(+14,9)	1.477,4	(-14,3)	1.550,0	(+72,6)	1.496,4	(-15,1)	
Fattori autonomi <sup>2</sup>	1.381,3	(+13,0)	1.348,6	(-14,7)	1.418,6	(+70,0)	1.368,3	(-16,2)	
Liquidità in eccesso	1.829,6	(-42,9)	1.877,4	(+7,3)	1.775,1	(-102,3)	1.872,5	(+4,3)	

#### Andamento dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 17 aprile al 30 luglio 2019							Periodo di riferimento precedente: dal 30 gennaio al 16 aprile 2019	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 17 aprile all'11 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 12 giugno al 30 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento		
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,363	(+0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-0,00)	

Fonte: BCE.

Nota: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate a 0,1 miliardi di euro. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

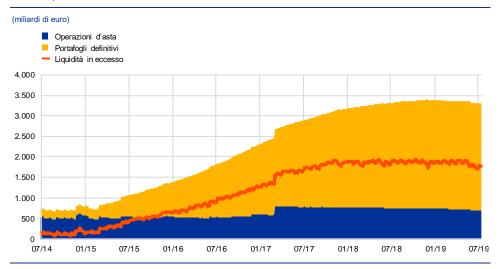
#### Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e portafogli di politica monetaria, è sceso di 27,9 miliardi di euro, toccando 3.341,2 miliardi (cfr. grafico A). Tale riduzione è stata determinata da una minore domanda nelle operazioni d'asta, nonché da una ridotta immissione di liquidità derivante dai portafogli di politica monetaria, in particolare per via dei rimborsi dei titoli acquistati nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e del lieve calo del valore contabile delle attività acquisite nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Durante la fase di reinvestimento, per ragioni operative, potrebbero verificarsi limitati scostamenti temporanei in termini di dimensione e composizione complessive del PAA.

<sup>1)</sup> Le "riserve obbligatorie minime" sono una voce indicata per memoria che non compare nel bilancio dell'Eurosistema e pertanto non dovrebbero essere incluse nel calcolo delle passività totali.

<sup>2)</sup> Il valore globale dei fattori autonomi comprende anche "voci in via di definizione".

# **Grafico A**Evoluzione della liquidità offerta nell'ambito delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 12,6 miliardi di euro, attestandosi a 715,1 miliardi.

Tale decremento è principalmente attribuibile alla minore liquidità offerta attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), diminuite in media di 11,2 miliardi di euro per effetto dei rimborsi volontari anticipati. Il calo della domanda delle controparti ha comportato una riduzione dell'offerta di liquidità attraverso le ORP e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi (ORLT) pari, rispettivamente, a 0,8 miliardi di euro per arrivare in media a 5,1 miliardi e di 0,7 miliardi per toccare in media 3,3 miliardi.

La liquidità fornita attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è diminuita di 15,4 miliardi di euro giungendo a 2.625,9 miliardi in media, principalmente per via dei rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e del lieve ridimensionamento del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei primi due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati pari, complessivamente, a 5,4 miliardi di euro. Quanto ai portafogli del PAA, dal 1° gennaio 2019 il programma è entrato nella fase di reinvestimento, durante la quale, per ragioni operative, potrebbero verificarsi limitati scostamenti temporanei alle dimensioni e alla composizione complessive del PAA<sup>14</sup>. Nel periodo di riferimento il programma di acquisto di attività del settore pubblico ha subito una lieve riduzione, pari a 9,2 miliardi di euro, per giungere a 2.092,4 miliardi in media.

<sup>14</sup> Cfr. l'articolo Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

#### Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, la liquidità media in eccesso si è ridotta di 42,9 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente, arrivando a 1.829,6 miliardi di euro (cfr. grafico A). Tale diminuzione riflette una crescita dei fattori autonomi netti e un calo della liquidità fornita attraverso le operazioni d'asta e i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema. In merito alla distribuzione di liquidità in eccesso detenuta in conti correnti e depositi presso la banca centrale, la disponibilità media di conto corrente è lievemente aumentata, di 1,2 miliardi di euro, fino a 1.372,5 miliardi, mentre il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 42,0 miliardi di euro, fino a 587,4 miliardi.

#### Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario garantito e non garantito relativi alle garanzie generiche sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la BCE.

Nel mercato non garantito, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è collocato in media a -0,363 per cento, un livello sostanzialmente invariato rispetto al periodo di riferimento precedente. Esso ha registrato un'oscillazione tra un minimo pari a -0,379 per cento osservato il 19 giugno e un massimo del -0,252 per cento rilevato il 7 giugno, prima della festività del lunedì di Pentecoste il 10 giugno. L'incremento del tasso ha coinciso con un notevole calo del volume, pari a quasi 800 milioni di euro, per giungere a 611 milioni tra giovedì 6 e venerdì 7 giugno. Da un punto di vista aneddotico, il panel di banche di riferimento per il tasso Eonia ha mostrato storicamente una tendenza a passare dalle scadenze overnight a quelle a due o tre giorni per far fronte ai fine settimana che seguono o precedono altri giorni festivi. Pertanto il volume dell'Eonia tende a diminuire bruscamente in tali giorni. Per quanto concerne il mercato monetario garantito, il differenziale fra i tassi medi overnight dei pronti contro termine per il paniere dei collaterali standard e per il paniere ampliato nel mercato del general collateral (GC) pooling<sup>15</sup> si è leggermente ampliato. Rispetto al periodo di riferimento precedente, il tasso medio dei pronti contro termine overnight per il paniere dei collaterali standard è cresciuto di 0,6 punti base, giungendo a -0,419 per cento, mentre quello per il paniere dei collaterali ampliato è cresciuto di 1,1 punti base, toccando -0,397 per cento.

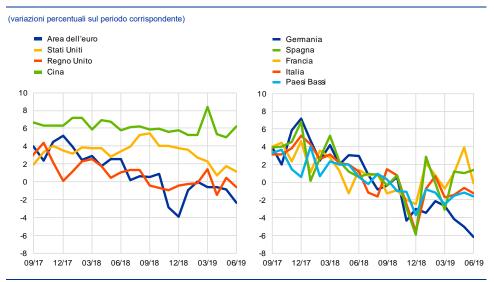
Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collaterali.

## 3 Fattori interni ed esterni alla base del calo della produzione industriale nell'area dell'euro

a cura di Roberto A. De Santis e Srečko Zimic

Dopo la brusca diminuzione subita nel 2018 in un contesto di debolezza del commercio mondiale, la crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro sul periodo corrispondente ha registrato una lieve ripresa nel 2019, pur rimanendo in territorio negativo. Nel periodo tra gennaio 2018 e giugno 2019, il tasso di crescita sul periodo corrispondente della produzione industriale dell'area dell'euro al netto delle costruzioni è sceso, nel complesso, di 6,3 punti percentuali: dal 3,9 per cento al -2,4 per cento (cfr. grafico A). Si tratta di un calo di gran lunga più marcato tra quelli registrati nelle principali economie in tale periodo. Negli Stati Uniti, il calo della produzione industriale è iniziato più tardi, a settembre 2018. Tra i principali paesi dell'area dell'euro, le diminuzioni più ingenti sono state osservate in Germania (10,9 punti percentuali), nei Paesi Bassi (5,7 punti percentuali) e in Italia (5,5 punti percentuali). In Francia e in Spagna, nel 2018 la produzione industriale è scesa in linea con gli andamenti di tutti gli altri paesi dell'area dell'euro ma la tendenza negativa si è invertita nel 2019. In ogni caso, i profili osservati rimangono altamente volatili. Il rallentamento dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro sembra aver prodotto un impatto negativo sui tassi di crescita in alcune sotto-componenti dei servizi, sebbene tale settore abbia finora mostrato, nel complesso, una relativa capacità di tenuta. Il presente riquadro esamina i fattori alla base degli andamenti della produzione industriale nell'area dell'euro allo scopo di quantificare l'importanza relativa degli shock esterni rispetto a quelli interni e a tal fine utilizza un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR) multi-paese.

**Grafico A**Produzione industriale al netto delle costruzioni nell'area dell'euro e nelle altre principali economie



Fonte: Eurostat. Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a giugno 2019. Tali andamenti si sono verificati in un contesto caratterizzato da una contrazione del commercio mondiale. A causa dell'inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e dell'incertezza legata all'uscita del Regno Unito dall'UE, nel periodo in esame i nuovi ordinativi dall'estero hanno registrato una significativa riduzione a livello mondiale, ed un calo ancora più pronunciato nell'area dell'euro (cfr. grafico B).

**Grafico B**Indici dei responsabili degli acquisti relativi ai nuovi ordinativi dall'estero dell'area dell'euro e a livello mondiale



Fonte: Markit. Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a giugno 2019.

Per valutare l'importanza dei fattori esterni sulla produzione industriale dell'area dell'euro viene utilizzato un modello che prende in considerazione la produzione industriale in diverse importanti economie. Tale modello utilizza serie destagionalizzate relative alla produzione industriale mensile (al netto delle costruzioni) per l'area dell'euro, la Cina, il Regno Unito e gli Stati Uniti (cfr. grafico A). Le stime coprono un periodo campionario relativamente breve (da gennaio 2007 a giugno 2019), in parte a causa della possibile esistenza di relazioni economiche diverse tra i paesi prima della crisi economica e finanziaria globale, ma anche al fine di includere i dati relativi alla Cina. Il modello tiene conto anche di un fattore globale, approssimato dall'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per i nuovi ordinativi dall'estero a livello mondiale (cfr. grafico B). Per dare maggiore rilevanza a questo fattore legato all'interscambio mondiale, si suppone che esso abbia una reazione ritardata agli shock della produzione industriale nei singoli paesi, mentre la produzione industriale in ciascun paese reagisce simultaneamente agli shock globali. Tutte le altre variabili sono elaborate presupponendo che uno shock abbia, in termini di valore assoluto, un effetto immediato maggiore sulla variabile del paese di origine rispetto alle variabili esterne<sup>16</sup>.

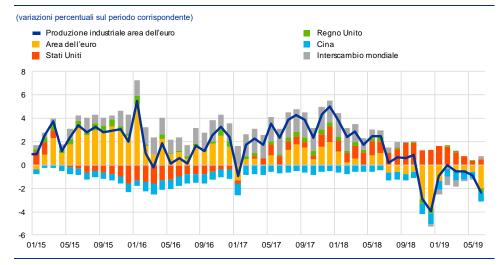
I risultati del modello indicano che lo scorso anno il calo della crescita della produzione industriale nell'area dell'euro è stato determinato sia dalla

<sup>16.</sup> La metodologia per l'identificazione degli shock è spiegata in De Santis, R. A. e Zimic, S, "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", Journal of Applied Econometrics, vol. 33, n° 5, 2018, pagg. 727-747.

maggiore debolezza della domanda estera di beni dell'area dell'euro che da shock interni avversi. Mentre nella prima metà del 2018 al calo della crescita della produzione industriale nell'area dell'euro ha contribuito principalmente la debolezza del commercio internazionale (cfr. la porzione grigia degli istogrammi nel grafico C)17, da luglio 2018 anche gli andamenti specifici dell'area dell'euro hanno svolto un ruolo determinante (cfr. la porzione gialla degli istogrammi). Occorre inoltre ricordare che la produzione industriale nell'area dell'euro è stata influenzata dai recenti sviluppi negli Stati Uniti (cfr. la porzione rossa degli istogrammi nel grafico C). Il contributo negativo della Cina è rimasto relativamente stabile dall'inizio del 2016. Dati gli andamenti registrati in Germania e riportati nel grafico A, è possibile che gli shock interni dell'area dell'euro riflettano l'andamento negativo del settore automobilistico tedesco. L'introduzione, il 1° settembre 2018, di un nuovo test sulle emissioni degli autoveicoli (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP), che ha provocato problemi nell'offerta in Germania, e probabilmente anche la possibile messa al bando dei motori diesel annunciata nell'estate del 2018 e prevista nelle principali città tedesche per il 2019, che potrebbe aver scoraggiato gli acquisti di automobili diesel da parte dei consumatori, sembrano costituire fattori temporanei specifici per un paese determinante e in grado di spiegare in larga misura il calo della produzione industriale dell'area dell'euro nella seconda metà del 2018. Il più recente aumento del contributo negativo dei fattori interni alla crescita della produzione industriale nell'area dell'euro, a giugno 2019, è dovuto alla minore crescita della produzione industriale in Germania (cfr. grafico A), probabilmente legata a un più debole incremento dei consumi registrato nel paese nel secondo trimestre del 2019.

Nella prima metà del 2018 il fattore commerciale globale ha fornito un contributo negativo pari a 1,5 punti percentuali alla variazione della produzione industriale nell'area dell'euro, rappresentato nel grafico C dalla differenza tra la porzione grigia dell'istogramma relativo a giugno 2018 e quella relativa a gennaio 2018.

**Grafico C**Scomposizione degli shock alla produzione industriale al netto delle costruzioni nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: gli shock alla produzione industriale dei paesi sono individuati attraverso restrizioni sull'ampiezza del loro impatto (cfr. De Santis, R.A. e Zimic, S., op. cit.), che ipotizza che l'effetto dello shock sull'economia nazionale al momento dell'impatto sia maggiore in valore assoluto rispetto alla grandezza degli effetti di propagazione esterni. Si suppone che il PMI dei nuovi ordinativi dall'estero a livello mondiale, che è una proxy del commercio mondiale, reagisca con un ritardo agli shock alla produzione industriale nei diversi paesi. Il periodo campionario complessivo è compreso fra gennaio 2007 e giugno 2019.

Nel complesso, il calo della crescita della produzione industriale nell'area

dell'euro nell'ultimo anno sembra essere stato trainato sia dall'inasprimento delle tensioni commerciali a livello mondiale, sia dagli andamenti interni. Il fattore legato all'interscambio mondiale e tutti i fattori associati agli andamenti verificatisi in Cina, nel Regno Unito e negli Stati Uniti spiegano il 37 per cento del calo della crescita della produzione industriale nell'area dell'euro tra luglio 2018 e giugno 2019, mentre i fattori interni contribuiscono per il 63 per cento, anche se parte di questo effetto potrebbe riflettere fattori temporanei che hanno interessato il settore automobilistico nella seconda metà del 2018. La marcata debolezza dell'attività manifatturiera potrebbe riflettersi su alcune sotto-componenti dei servizi, ma nel complesso attualmente il terziario resiste allo shock negativo. È pertanto necessario un attento monitoraggio delle possibili implicazioni per questo settore.

### 4 L'attuale crescita dell'occupazione nell'area dell'euro: un confronto con gli andamenti storici

a cura di Vasco Botelho e António Dias da Silva

Il presente riquadro esamina l'attuale fase espansiva dell'occupazione nell'area dell'euro e la confronta con periodi di crescita occupazionale del passato. A partire dal minimo raggiunto nel secondo trimestre del 2013, l'occupazione nell'area dell'euro ha continuato a crescere per circa sei anni consecutivi. Dall'inizio dell'attuale fase di crescita, gli occupati sono aumentati di oltre 11 milioni di unità e il tasso di disoccupazione è sceso di oltre 4 punti percentuali, approssimandosi ai livelli raggiunti prima della crisi. Nel contempo, la crescita della produttività del lavoro e dei salari reali è stata relativamente modesta. Alla luce di queste premesse, il presente riquadro cerca di identificare similitudini e differenze fra l'attuale aumento dell'occupazione ed episodi precedenti di crescita. In particolare, è necessaria una prospettiva di lungo periodo per analizzare il rapporto fra la crescita dell'occupazione e del PIL, l'andamento della disoccupazione e il rapporto fra la crescita della produttività e quella dei salari reali. L'analisi si basa su dati annuali provenienti dalla banca dati AMECO della Commissione europea riferiti ai primi 12 paesi partecipanti all'area dell'euro<sup>18</sup>, per il periodo fra il 1960 e il 2018. Tali dati sono poi suddivisi in dieci periodi distinti di crescita positiva o negativa consecutiva dell'occupazione<sup>19</sup>. Questi periodi, che identificano le fasi di espansione e contrazione dell'occupazione, sono un utile parametro per valutare la forza e la maturità dell'attuale crescita dell'occupazione.

Da una prospettiva storica, l'attuale fase di crescita dell'occupazione non è stata particolarmente lunga; inoltre l'aumento medio dell'occupazione è stato lievemente inferiore rispetto a quello osservato durante la precedente fase espansiva. Il grafico A mostra la crescita media annua di occupazione e PIL per i 12 paesi durante i periodi di crescita o di contrazione dell'occupazione. L'aumento mediano dell'occupazione ha avuto una durata di circa sei anni e la fase espansiva dal 1995 al 2008 è stata il periodo più lungo di crescita consecutiva dell'occupazione nell'orizzonte temporale analizzato nel presente riquadro. La contrazione mediana dell'occupazione è durata circa due anni. In base a queste premesse, l'attuale periodo di crescita dell'occupazione non è particolarmente lungo. Se si osserva il tasso di crescita dell'occupazione nel corso delle ultime tre fasi espansive, si rileva che esso è aumentato in media dell'1,4 per cento ogni anno. Nell'attuale fase di

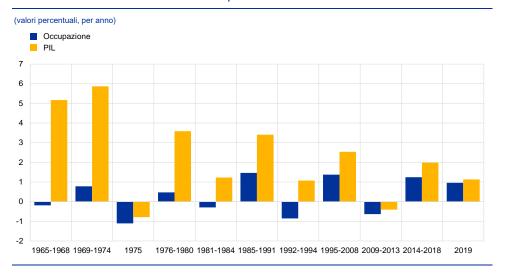
I 12 paesi presi in considerazione nell'analisi sono: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Sono indicati come AE-12.

Usando tale definizione, i dati storici dal 1960 al 2018 sono stati suddivisi in dieci periodi distinti. É stata fatta un'eccezione per il 2011, incluso in un periodo di contrazione anche se ha registrato un lieve aumento nella crescita dell'occupazione. I dati per il 2019 sono mostrati separatamente e si basano sulle previsioni di primavera elaborate dalla Commissione europea, per garantire coerenza con l'analisi dei dati storici AMECO.

crescita, di contro, l'occupazione è aumentata a un ritmo dell'1,2 per cento circa per ogni anno tra il 2014 e il 2018, con un tasso ancora inferiore previsto per il 2019<sup>20</sup>.

Grafico A

Media della crescita annuale dell'occupazione e del PIL in termini reali



Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i dati del 2019 si basano sulle previsioni di primavera della Commissione europea per gli AE-12 disponibili nella banca dati

AMECO

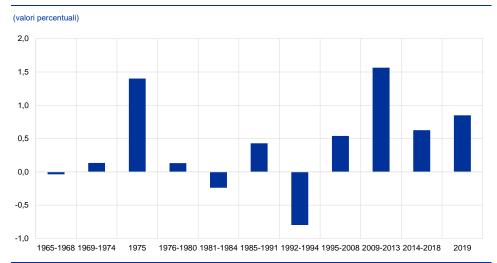
Al tempo stesso, valutando la crescita dell'occupazione in confronto a quella del PIL in termini reali, l'attuale fase espansiva è caratterizzata da un particolare aumento dell'occupazione rispetto alle fasi precedenti<sup>21</sup>. Infatti, il tasso di crescita medio del PIL in termini reali nel corso dell'attuale aumento dell'occupazione è il più basso osservato nelle diverse fasi espansive del periodo in esame, mentre la crescita dell'occupazione è rallentata in misura minore.

Assumendo una prospettiva di più lungo periodo, le ultime tre fasi espansive dell'occupazione (2014-2018, 1995-2008 e 1985-1991) sono state caratterizzate da un tasso di crescita dell'occupazione maggiore rispetto alle fasi espansive precedenti. Ciò implica che l'elasticità della crescita dell'occupazione (rispetto a quella del PIL) si è rafforzata durante le ultime tre fasi espansive ed è aumentata costantemente fra l'espansione osservata dal 1985 al 1991 e quella attuale (cfr. grafico B).

Poiché l'obiettivo dell'analisi è il confronto fra la crescita dell'occupazione e la crescita del PIL, essa non tiene esplicitamente in considerazione le variazioni della popolazione nel tempo. Se viene invece considerato il tasso di occupazione, gli andamenti dell'occupazione appaiono più pronunciati nell'attuale periodo espansivo rispetto ai periodi precedenti. In particolare, il tasso di occupazione (per la fascia d'età dai 15 ai 64 anni) ha raggiunto i livelli precedenti la crisi nel 2015 e il suo livello attuale è il più elevato osservato nel periodo analizzato nel presente riquadro.

<sup>21</sup> Cfr. anche il riquadro Crescita dell'occupazione e PIL nell'area dell'euro, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

**Grafico B**Elasticità dell'occupazione rispetto al PIL in termini reali



Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i dati sul 2019 si basano sulle previsioni di primavera della Commissione europea per gli AE-12 disponibili nella banca dati

AMECO. L'elasticità è calcolata come il rapporto fra la crescita cumulata dell'occupazione e la crescita cumulata del PIL in ciascun

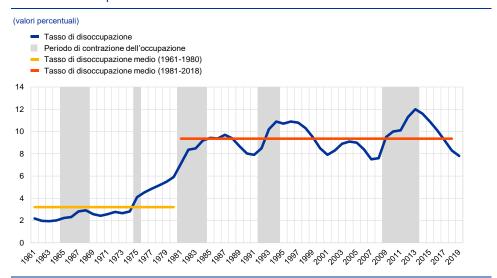
periodo.

Inoltre, da una prospettiva storica, il calo del tasso di disoccupazione nell'attuale fase di espansione è stato particolarmente rilevante. Nel periodo dal 2014 al 2018, il tasso di disoccupazione è diminuito, in media, di 0,7 punti percentuali all'anno: il più rapido tra i cali osservati su un orizzonte quinquennale all'interno del periodo in esame (cfr. grafico C). Tale rapida diminuzione avviene in un contesto di livelli storicamente elevati dei tassi di disoccupazione. Assumendo una prospettiva di più lungo periodo, una possibile variazione strutturale del tasso di disoccupazione nel gruppo dei 12 paesi può essere individuata intorno alla metà degli anni '70, quando il tasso di disoccupazione si è spostato su un livello significativamente più elevato<sup>22</sup>. Di fatto, negli ultimi trent'anni, il tasso di disoccupazione annuo è raramente sceso sotto l'8 per cento. Se continuerà a scendere al ritmo attuale, arriverà al di sotto del suo livello pre-crisi nel 2020. Tuttavia resta da appurare se il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sia in grado di scendere fino a livelli prossimi a quelli osservati prima degli anni '80.

Diversi autori hanno tentato di spiegare l'aumento della disoccupazione in Europa. Cfr., ad es., Blanchard, O., "European unemployment: the evolution of facts and ideas", *Economic Policy*, vol. 21, n. 45, 2006, pagg. 5-59, che sostiene che esistono diverse possibili cause dell'aumento della disoccupazione in Europa negli anni '70. Le spiegazioni principali per l'iniziale aumento della disoccupazione in Europa sono legate all'impatto di shock negativi e di ampia diffusione, quali l'aumento dei corsi petroliferi e il rallentamento della crescita della produttività. Inoltre, le differenze tra le istituzioni hanno poi condotto a risultati eterogenei fra i vari paesi e alcune risposte delle politiche relative al mercato del lavoro si sono rivelate inadeguate a far fronte all'aumento della disoccupazione.

#### **Grafico C**

#### Tasso di disoccupazione



Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

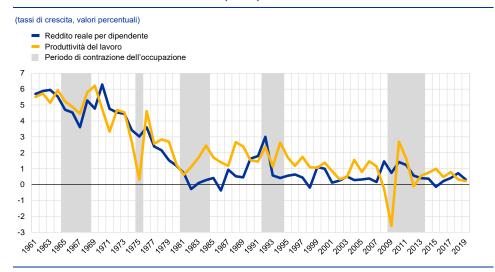
Nota: i dati sul 2019 si basano sulle previsioni di primavera della Commissione europea per gli AE-12 disponibili nella banca dati

Il calo della disoccupazione e l'aumento dell'occupazione nell'attuale fase espansiva sono stati accompagnati da una moderazione del costo del lavoro, sebbene inferiore a quella osservata nelle precedenti fasi espansive. I salari reali sono aumentati a un ritmo medio dello 0,3 per cento all'anno nel periodo tra il 2014 e il 2018, inferiore allo 0,5 per cento osservato nel corso della precedente fase di espansione. Tuttavia, la crescita media della produttività nel corso dell'attuale fase espansiva è stata solo dello 0,7 per cento, mentre nei precedenti periodi di espansione si era attestata sull'1,1 per cento<sup>23</sup>. Di conseguenza, il costo reale del lavoro per unità di prodotto ha continuato a diminuire, anche se a un ritmo meno sostenuto<sup>24</sup> (cfr. grafico D). Da una prospettiva di più lungo periodo, il calo della crescita media del PIL, insieme alla maggiore elasticità della crescita dell'occupazione rispetto a quella del PIL, è associato a un rallentamento del tasso di crescita della produttività del lavoro per occupato. Il rallentamento della produttività nei 12 paesi del campione si è esteso agli ultimi quarant'anni ed è stato accompagnato da un rallentamento della crescita dei salari reali. La decelerazione della crescita dei salari reali è stata particolarmente marcata rispetto al rallentamento nella crescita della produttività negli anni '80, determinando un calo netto della quota del lavoro in quel periodo, poiché i salari reali erano diventati meno reattivi agli andamenti della produttività del lavoro.

I salari reali sono definiti come reddito reale per dipendente per l'economia totale, mentre la produttività del lavoro viene definita come il prodotto interno lordo reale per occupato. La conversione da nominale a reale viene effettuata usando il deflatore dei prezzi del PIL a prezzi di mercato.

Il tasso di crescita del costo reale del lavoro per unità di prodotto può essere calcolato come la differenza fra il tasso di crescita dei salari reali e quello della produttività del lavoro. Di conseguenza, i costi reali del lavoro per unità di prodotto sono diminuiti, in media, dello 0,6 per cento all'anno durante la fase espansiva dell'occupazione che va dal 1995 al 2008 e stanno diminuendo, in media, dello 0,4 per cento all'anno durante l'attuale fase espansiva.

**Grafico D**Produttività del lavoro e reddito reale per dipendente



Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i dati sul 2019 si basano sulle previsioni di primavera della Commissione europea per gli AE-12 disponibili nella banca dati

AMECO

#### Nel complesso, questa analisi a lungo termine aiuta a valutare la recente ripresa alla luce delle passate fasi di espansione e contrazione

dell'occupazione. La risposta dell'occupazione alla crescita del PIL è aumentata a partire dalla metà degli anni '80, con l'attuale fase espansiva che si è caratterizzata per un particolare aumento dell'occupazione rispetto alle fasi precedenti. Tuttavia, l'elasticità dell'occupazione rispetto al PIL si è dimostrata storicamente maggiore (in termini assoluti) durante le fasi di contrazione dell'occupazione, rispetto alle fasi espansive, rivelando una certa asimmetria nel modo in cui l'occupazione si adegua durante i periodi di ripresa e flessione. La relazione fra la crescita dell'occupazione e quella del PIL potrebbe essere stata influenzata da diversi fattori, comprese le riforme strutturali mirate ad aumentare la flessibilità dei mercati del lavoro e di beni e servizi, o i cambiamenti a lungo termine nella composizione settoriale dell'occupazione e l'aumento dell'occupazione nel settore dei servizi. Nel complesso, le variazioni osservate nella relazione a lungo termine fra occupazione e PIL da un lato e fra reddito reale per dipendente e produttività dall'altro possono anche riflettere altri fattori, quali un cambiamento favorevole nell'offerta di lavoro, così come andamenti sfavorevoli della produttività totale dei fattori e/o della produttività del capitale, che agevolano un rafforzamento della domanda di lavoro rispetto a quella di capitale.

### 5 Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico

a cura di Maarten Dossche e Jacob Hartwig

Il reddito delle famiglie e la diseguaglianza reddituale e patrimoniale hanno acquisito maggiore importanza nella spiegazione delle dinamiche macroeconomiche. A partire dalla crisi finanziaria, è aumentata la consapevolezza che l'eterogeneità tra le famiglie e le aziende è fondamentale ai fini della comprensione delle oscillazioni del ciclo economico (ad esempio attraverso i bilanci o i vincoli creditizi)<sup>25</sup>. Contemporaneamente, ha continuato a crescere l'interesse pubblico sugli aspetti distributivi delle politiche economiche. Inoltre, la maggiore disponibilità di microdati rende possibile documentare i fatti stilizzati macroeconomici rilevanti. In quest'ottica, il presente riquadro analizza il rapporto tra le oscillazioni del ciclo economico e le variazioni di reddito a livello di singoli lavoratori nell'area dell'euro.

L'evidenza empirica indica che il rischio connesso al reddito delle famiglie varia nel corso del ciclo economico e incide sui lavoratori in maniera disequale. Il rischio correlato alle retribuzioni individuali può essere considerato il tipo più diretto di rischio connesso al reddito delle famiglie, prima di qualsiasi copertura assicurativa derivante da trasferimenti sociali o condivisione infra-familiare di risorse. Su tali basi, Gueven et al. documentano la variazione del rischio correlato alle retribuzioni individuali facendo ricorso a un ampio set di microdati amministrativi sugli Stati Uniti<sup>26</sup>. Dalla loro analisi emerge che l'asimmetria della distribuzione delle variazioni di reddito è fortemente prociclica: durante le recessioni ampi movimenti verso l'alto delle retribuzioni sono meno probabili, mentre aumenta la probabilità di forti cali. Rilevano inoltre che gli shock aggregati non incidono allo stesso modo su lavoratori con caratteristiche diverse: il reddito di alcuni lavoratori (ad esempio dei giovani, che percepiscono salari più bassi) è sistematicamente più sensibile al ciclo economico rispetto a quello di altre categorie. In questo si evidenzia una notevole differenza rispetto agli shock di reddito puramente causali, comunemente utilizzati nella creazione di modelli di rischio connesso al reddito delle famiglie.

Il rischio connesso al reddito delle famiglie è importante per la propagazione degli shock macroeconomici e la trasmissione delle politiche economiche.

Diversi autori rilevano che la dinamica del rischio connesso al reddito delle famiglie dà origine a un risparmio ciclico a fini precauzionali che fa aumentare sostanzialmente la sensibilità dei consumi alle oscillazioni del reddito aggregato<sup>27</sup>. L'evidenza mostra, inoltre, che la propensione marginale al consumo (PMC) del

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Cfr. Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. e Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", NBER Macroeconomics Annual 2017, vol. 32, 2018.

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Cfr. Guvenen, F., Ozkan, S. e Song, J., "The Nature of Countercyclical Income Risk", *Journal of Political Economy*, vol. 122, n. 3, giugno 2014, pagg. 621-660.

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Cfr. McKay, A., "Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics", *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, giugno 2017, pagg. 1-14; Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L. e Tjaden, V., "Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk", *Econometrica*, vol. 87, numero 1, gennaio 2019, pagg. 255-290; Heathcote, J. e Perri, F., "Wealth and Volatility", *The Review of Economic Studies*, vol. 85, numero 4, ottobre 2018, pagg. 2173-2213.

reddito disponibile è maggiore nelle famiglie con più elevato rischio connesso al reddito e ciò rende il consumo aggregato ancora più sensibile al ciclo economico<sup>28</sup>. Nella misura in cui i redditi delle famiglie con una PMC elevata traggono maggiore beneficio dalle politiche di stabilizzazione macroeconomica, la distribuzione del rischio correlato al reddito delle famiglie amplifica anche gli effetti delle politiche fiscali e monetarie<sup>29</sup>.

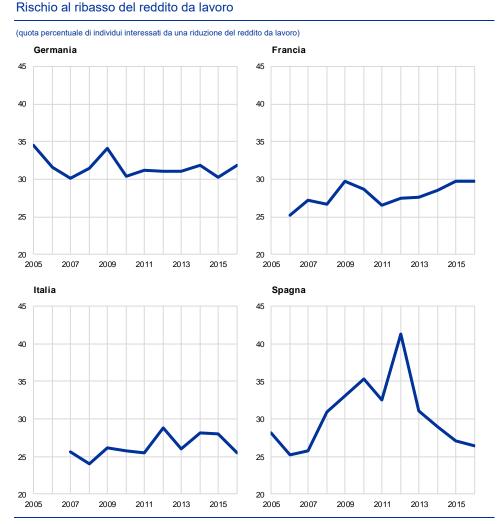
La variazione del rischio connesso al reddito nell'area dell'euro può essere studiata facendo riferimento ai dati sul reddito desunti dalle indagini. A causa della limitata disponibilità dei dati fino a tempi recenti, non è stata sinora condotta un'analisi sistematica delle tendenze del rischio connesso alle retribuzioni individuali nell'area dell'euro, sia nel tempo che tra diversi individui. Per ovviare a questa mancanza, il riquadro utilizza dati longitudinali sui livelli di reddito individuali osservati in un periodo di quattro anni, così come riportati nelle statistiche dell'Unione europea sul reddito e sul tenore di vita (European Union Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC). L'analisi è incentrata sui quattro maggiori paesi dell'area dell'euro. Ciò favorisce una migliore comprensione dei fatti stilizzati microeconomici nei diversi paesi dell'area dell'euro, sfruttando al contempo le differenze tra paesi in termini di struttura economica e di andamenti macroeconomici recenti<sup>30</sup>.

Cfr. Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal Policy and MPC Heterogeneity", American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 6, n. 4, ottobre 2014, pagg. 107-136; Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", American Economic Review, vol. 109, n. 6, giugno 2019, pagg. 2333-2367.

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> Cfr. Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. e Violante, G., "Monetary policy and household inequality", *Working Paper Series*, n. 2170, BCE, luglio 2018; Kaplan, G. e Violante, G., "A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments", *Econometrica*, vol. 82, n. 4, luglio 2014, pagg. 1199-1239.

La dimensione longitudinale dei dati EU-SILC non è disponibile per la Germania. Poiché i dati EU-SILC relativi alla Germania si basano sul German Socio-Economic Panel (GSOEP), l'analisi utilizza una copia dei dati EU-SILC sviluppata di recente e fornita con il GSOEP a partire dalla versione 34.

### Grafico A



Fonti: Eurostat, DIW Berlin ed elaborazioni della BCE.

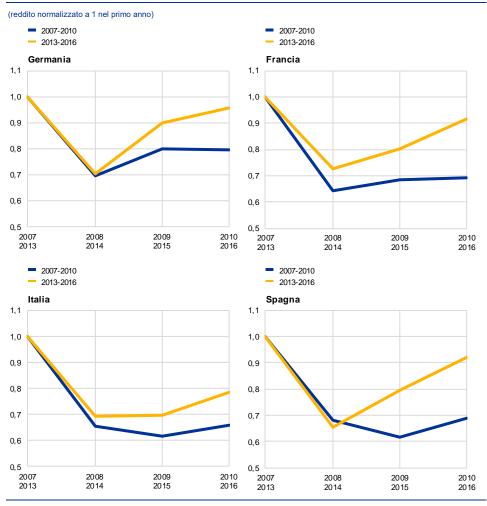
Nota: quota di individui di età compresa tra 25 e 65 anni interessati da una riduzione del reddito da lavoro (determinata in base alla variabile EU-SILC PY010G per il reddito lordo monetario da lavoro dipendente nei file di dati longitudinali; per la Germania è stata utilizzata la copia del file di dati longitudinali di EU-SILC fornita con il GSOEP).

Nell'area dell'euro il rischio al ribasso del reddito è prociclico, pur variando notevolmente da paese a paese. Il grafico A illustra la variazione della proporzione dei lavoratori interessati da una riduzione del reddito da lavoro rispetto all'anno precedente (rischio connesso al reddito realizzato)<sup>31</sup>. Poiché durante le recessioni aumenta il numero di lavoratori che rimangono senza impiego, la proporzione di lavoratori interessati da una diminuzione del reddito cresce durante tali fasi, e diminuisce nelle circostanze opposte. Ciò appare evidente durante la crisi finanziaria del 2008-2009, e ancora di più in Spagna nel 2011-2012, durante la crisi del debito sovrano. In Spagna la più elevata variabilità del livello di disoccupazione si riflette anche in una maggiore volatilità della quota di lavoratori interessati da una diminuzione del reddito da lavoro. Ciò avviene con minore frequenza in paesi come

La quota percentuale di individui interessati da una diminuzione del reddito salariale riflette una serie di fenomeni diversi, tra cui i periodi di disoccupazione, le riduzioni salariali e gli adattamenti dell'offerta di lavoro sia in termini di margine intensivo che estensivo. Tale indicatore, pertanto, non può essere interpretato come una misura della rigidità salariale.

la Germania, la Francia e l'Italia, dove i mercati del lavoro sono notoriamente meno dinamici.

**Grafico B**Andamento del reddito da lavoro dopo una significativa riduzione del reddito



Fonti: Eurostat, DIW Berlin ed elaborazioni della BCE.

Nota: andamenti del reddito da lavoro normalizzato di uomini di età compresa tra i 26 e i 50 che hanno subito una riduzione significativa del reddito (definita come un calo nel reddito pari o superiore al 15 per cento) nel 2007 o nel 2013 (il reddito si basa sulla variabile EU-SILC PY010G per il reddito lordo monetario da lavoro dipendente contenuta nel file di dati longitudinali; per la Germania viene utilizzata la copia del file di dati longitudinali di EU-SILC fornita con il GSOEP).

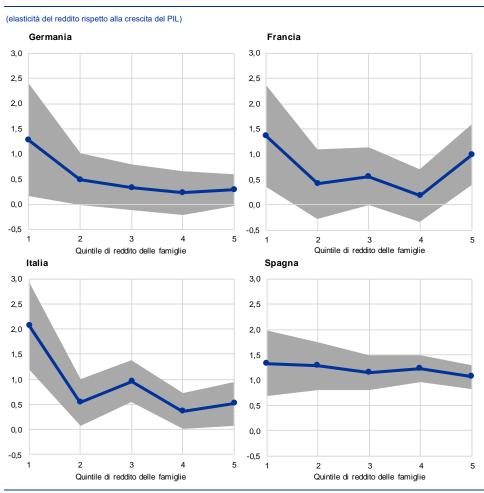
### Il rischio al ribasso connesso al reddito è persistente e, di conseguenza, può esercitare un impatto sostenuto sul reddito percepito nell'arco dell'intera vita.

Il grafico B mostra come, a seguito di un netto calo del reddito individuale da lavoro, questo tenda a restare significativamente più basso anche durante i due anni successivi. Ciò suggerisce che il verificarsi del rischio al ribasso connesso al reddito abbia una persistenza che implica che la perdita del posto di lavoro potrebbe influenzare in maniera significativa il reddito individuale da lavoro percepito nell'arco dell'intera vita, e in tal modo anche la spesa per consumi<sup>32</sup>. Tale persistenza sembra inoltre dipendere anche dallo stato del ciclo economico: le diminuzioni del reddito che si sono verificate a partire dal 2013, data di inizio dell'attuale fase di espansione

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Cfr. Pissarides, C., "Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks", The Quarterly Journal of Economics, vol. 107, n. 4, novembre 1992, pagg. 1371-1391.

economica, sembrano essere meno persistenti di quelle registrate all'inizio della crisi finanziaria. Anche se ci sono differenze significative tra un paese e l'altro nella variazione della quota di lavoratori che subiscono una diminuzione del reddito da lavoro, il grado di persistenza sembra abbastanza simile.

**Grafico C**Beta per i lavoratori nella distribuzione del reddito



Fonti: Eurostat, DIW Berlin ed elaborazioni della BCE.

Note: stime dell'elasticità dei redditi da lavoro rispetto all'espansione del PIL aggregato nella distribuzione del reddito delle famiglie (i soggetti vengono ripartiti in quintili di reddito sulla base del reddito familiare dei due anni precedenti per evitare qualsiasi correlazione spuria tra esposizione e ripartizione; il reddito delle famiglie si basa sui file di dati longitudinali contenenti la variabile EU-SILC HY020 reddito familiare disponibile totale; per la Germania viene utilizzata la copia del file di dati longitudinali di EU-SILC fornita con il GSOEP). Le aree in grigio rappresentano il limite dell'intervallo di confidenza al 95 per cento.

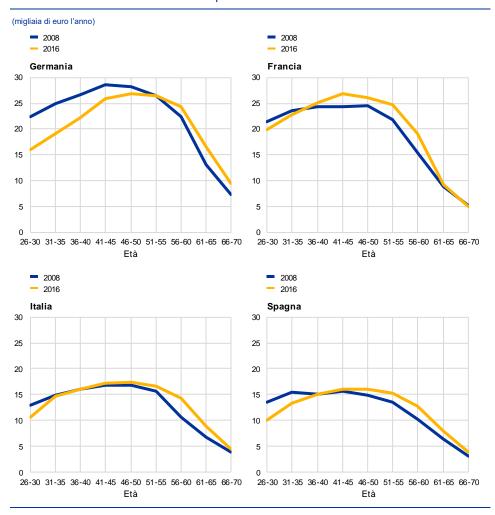
Il rischio connesso al reddito nell'area dell'euro differisce tra le singole famiglie. Il grafico C riporta i "beta per i lavoratori", come elaborati da Guvenen et al. per gli Stati Uniti<sup>33</sup>. Il beta misura l'elasticità del reddito da lavoro di un lavoratore rispetto all'andamento della crescita del PIL aggregato. La sensibilità del reddito da lavoro alle variazioni nell'espansione del PIL è significativamente più elevata per i lavoratori delle famiglie caratterizzate da redditi inferiori nella distribuzione per reddito. Questo andamento è particolarmente evidente in Germania, Francia e Italia. In Spagna, la sensibilità del reddito da lavoro rispetto all'espansione del PIL tra le

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Riquadri Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Cfr. Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. e Yogo, M., "Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk", *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, maggio 2017, pagg. 398-403.

famiglie a basso reddito è simile a quella dei lavoratori in altri paesi, ma non diminuisce altrettanto per le famiglie che percepiscono redditi superiori. Questo riflette probabilmente la variabilità generalmente più accentuata della disoccupazione in Spagna, che interessa i lavoratori in modo più indipendente dalla distribuzione per reddito<sup>34</sup>. L'individuazione di una spiegazione strutturale per questo dato, tuttavia, esula dalla finalità del presente riquadro.

**Grafico D**Redditi da lavoro nella distribuzione per età



Fonti: Eurostat, DIW Berlin ed elaborazioni della BCE.

Nota: stime del reddito da lavoro di individui di età compresa tra i 26 e i 70 (in fasce di età di cinque anni) in euro costanti ai livelli del
2015 (dati basati su file di dati longitudinali contenenti la variabile EU-SILC PY010G per il reddito lordo monetario da lavoro
dipendente; per la Germania sul file dati copia dei dati EU-SILC fornito dal GSOEP).

La distribuzione del rischio connesso al reddito mostra anche chi risente maggiormente delle oscillazioni congiunturali. In ambito macroeconomico la questione dei costi del ciclo economico in termini di benessere è stata ampiamente dibattuta. Attraverso il modello dell'agente rappresentativo, Lucas ha sostenuto che il

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Riquadri Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico

Alcuni dati suggeriscono che la disparità tra i tassi di disoccupazione fra i paesi dell'area dell'euro sia connessa all'esistenza di istituzioni del mercato del lavoro diverse. Cfr. Boeri, T. e Jimeno, J., "Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis", Labour Economics, vol. 41, n. C, 2016, pagg. 32-46.

costo in termini di benessere delle recessioni sia abbastanza contenuto<sup>35</sup>. Ciò implicherebbe una necessità piuttosto limitata di ricorrere a politiche macroeconomiche finalizzate a stabilizzare il ciclo economico. Le ricerche successive a quella di Lucas hanno mostrato l'importanza della comprensione della distribuzione del reddito e delle perdite in termini di consumi e della loro persistenza ai fini della valutazione degli effetti negativi delle recessioni economiche<sup>36</sup>. In tale contesto, il grafico D mostra la distribuzione del reddito da lavoro in termini reali tra le fasce di età nel 2008 e nel 2016. Il grafico suggerisce che, a partire dalla crisi finanziaria, i redditi dei lavoratori più giovani non siano cresciuti in misura analoga a quelli dei lavoratori in età più avanzata. In Germania e in Spagna, il reddito dei lavoratori più giovani in termini reali è stato persino più basso nel 2016 che nel 2008. Tenendo conto dell'eterogeneità tra gli individui, pertanto, è probabile che i costi in termini di benessere del ciclo economico si rivelano alquanto sostanziali nell'area dell'euro.

Il rischio connesso al reddito delle famiglie ha un andamento simile nell'area dell'euro e nelle altre economie, un'indicazione utile a valutare le attuali prospettive economiche. Nel complesso, l'analisi suggerisce che, come negli Stati Uniti, il rischio connesso alle retribuzioni individuali è fortemente legato all'andamento del mercato del lavoro e che, durante una recessione, tale rischio aumenta molto più marcatamente per certi gruppi di lavoratori che per altri. Questo è importante per comprendere le modalità di trasmissione della politica economica e di amplificazione degli shock macroeconomici. La protratta resilienza del mercato del lavoro dopo l'importante shock esterno che ha colpito di recente l'economia dell'area dell'euro, (cfr. sezione 3) potrebbe contribuire a spiegare perché il rischio connesso al reddito delle famiglie finora non abbia amplificato l'impatto macroeconomico dello shock stesso.

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Lucas, R., *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Cfr. Krebs, T., "Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles", American Economic Review, vol. 97, n. 3, giugno 2007, pagg. 664-686.

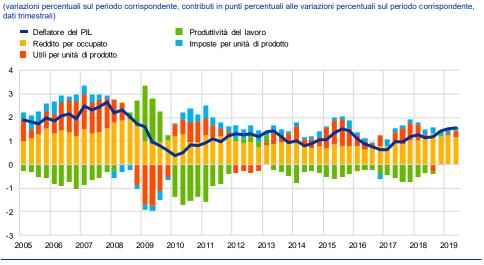
## 6 La relazione tra profitti e pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro

a cura di Elke Hahn

Gli utili possono svolgere un ruolo importante nella formazione dei prezzi interni e incidere sulla trasmissione delle variazioni dei costi ai prezzi finali.

La contabilità nazionale contiene una misura approssimata degli utili, il margine operativo lordo, in grado di fornire maggiori indicazioni sul ruolo degli utili in relazione alle pressioni interne sui prezzi misurate dal deflatore del PIL. Il grafico A illustra tale ruolo in termini di variazioni degli utili unitari, ovvero il margine operativo lordo diviso per il PIL in termini reali, che è la misura dei margini di profitto utilizzata in questo riquadro. Gli utili unitari hanno rappresentato circa un terzo dell'aumento del deflatore del PIL dell'area dell'euro negli ultimi due decenni. Il presente riquadro illustra in che modo gli utili hanno influenzato le pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro nell'ultimo periodo, spiegando quali siano le principali determinanti delle variazioni dei margini di profitto ed esaminando il loro possibile contributo agli andamenti recenti.

**Grafico A**Deflatore del PIL e contributi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

Note: i contributi congiunti del reddito per occupato e della produttività del lavoro determinano il contributo dei costi del lavoro per unità di prodotto. Le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

I contributi alle pressioni derivanti dai costi interni provenienti dagli utili unitari si sono ridotti nel 2018, per poi rafforzarsi leggermente, rimanendo contenuti nella prima metà del 2019. La crescita degli utili unitari si è notevolmente indebolita nel corso del 2018, vale a dire nel periodo in cui la crescita dei salari (misurata in termini di reddito per occupato) e del costo del lavoro per unità di prodotto si è notevolmente intensificata, con un effetto di contenimento dell'incremento del tasso di crescita del deflatore del PIL (cfr. grafico A). Nella prima metà del 2019 la crescita degli utili unitari è diventata leggermente positiva e ha sostenuto l'ulteriore graduale aumento del tasso di crescita del deflatore del PIL. A

livello aggregato sono due le principali determinanti che, in genere, incidono sulle variazioni del contributo degli utili unitari: il ciclo economico e le ragioni di scambio.

### L'evidenza empirica mostra che i margini di profitto variano in maniera prociclica sulla scia degli andamenti dell'attività economica (cfr. grafico B).

Nelle fasi di rallentamento economico generalmente i costi del lavoro per unità di prodotto aumentano poiché le retribuzioni che sono fissate per contratto rispondono in maniera ritardata al rallentamento, mentre la produttività del lavoro si riduce immediatamente a causa della maggiore rapidità con la quale la produzione flette rispetto all'occupazione. Considerando che il contesto economico più debole limita la possibilità di compensare gli aumenti dei prezzi, i margini di profitto subiscono una compressione in fase di rallentamento economico e un aumento in fase espansiva. Pertanto i margini di profitto presentano una forte risposta positiva agli andamenti del PIL in termini reali e della produttività del lavoro fungendo da indicatori ciclici complessivi. Il grafico B illustra che tale comovimento si è verificato anche nel 2018, quando al rallentamento della crescita degli utili unitari si è accompagnata una riduzione della crescita del PIL in termini reali e della produttività del lavoro. Nella prima metà del 2019 il deterioramento di tutti e tre gli indicatori si è arrestato, mentre la crescita degli utili unitari aveva già iniziato a rafforzarsi gradualmente, per effetto di fattori diversi dal ciclo economico.

**Grafico B**Utili per unità di prodotto, PIL e produttività del lavoro

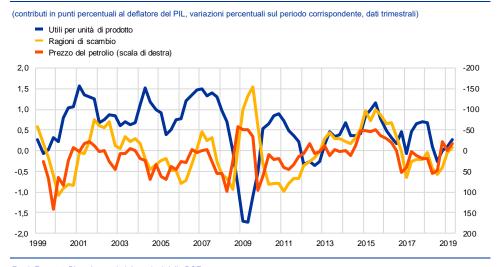


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

I margini di profitto sono talvolta strettamente correlati anche agli andamenti delle ragioni di scambio, soprattutto quando queste sono interessate da notevoli variazioni (cfr. grafico C). Tali variazioni possono essere ricondotte a diverse fonti. I miglioramenti delle ragioni di scambio collegate a un calo dei prezzi delle materie prime importate, come il petrolio, possono avere un effetto positivo sui margini di profitto se le aziende riducono i prezzi di vendita in misura inferiore alla riduzione dei costi dei fattori di produzione. Sembra che tale fenomeno si sia effettivamente verificato tra la metà del 2014 e l'inizio del 2016. Le variazioni dei prezzi all'esportazione, connesse con un deprezzamento, dell'euro possono

riverberarsi positivamente sui margini di profitto se gli esportatori fissano i prezzi in linea con il mercato, mantenendo invariati i prezzi delle esportazioni in valuta estera. Inoltre, la dinamica delle ragioni di scambio può risentire anche dell'andamento dei prezzi relativi interni ed esteri nella misura in cui questi siano in grado di influenzare i prezzi delle esportazioni e delle importazioni. A tale riguardo, un andamento più sostenuto dei prezzi relativi interni rispetto a quelli esterni è suscettibile di incidere favorevolmente sulle ragioni di scambio e, per tale via, sui margini di profitto. Ci sono elementi per concludere che nel 2018 le ragioni di scambio abbiano influenzato l'andamento dei margini di profitto, prevalentemente in ragione dell'incremento dei prezzi del petrolio. Questi ultimi, però, hanno mostrato una dinamica flettente dalla fine del 2018, con il conseguente miglioramento delle ragioni di scambio e, per tale via, hanno contribuito alla crescita degli utili unitari e al loro andamento; quest'ultimo si è rivelato più favorevole rispetto a quello degli indicatori di ciclo nella prima metà del 2019<sup>37</sup>.

**Grafico C**Utili per unità di prodotto, ragioni di scambio e prezzi del petrolio



Fonti: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni della BCE. Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

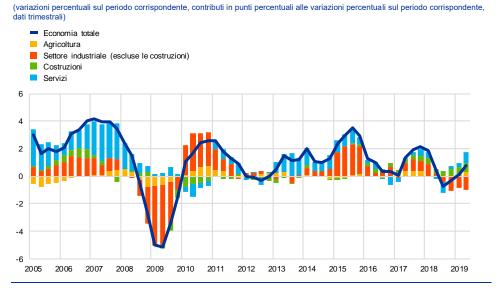
La composizione per settore degli andamenti degli utili unitari conferma che l'indebolimento fatto registrare nel 2018 da tali utili si è verificato prevalentemente in settori sensibili al ciclo economico, mentre il rafforzamento graduale osservato nella prima metà del 2019 ha rispecchiato gli andamenti di settori meno sensibili al ciclo (cfr. grafico D). Un effetto prociclico sugli utili unitari si apprezza in particolare per il settore industriale (al netto delle costruzioni) che è fortemente esposto agli andamenti del commercio e ha quindi risentito più degli altri settori del peggioramento del contesto internazionale e del ciclo economico iniziato alla fine del 2017 nell'area dell'euro. È probabile che il deteriorarsi delle ragioni di scambio connesso con la ripresa dei corsi petroliferi che si è osservato nel 2018 abbia contribuito alla contrazione dei margini di profitto in

-

Un altro elemento non secondario di tale dinamica è la realizzazione di misure fiscali espansive in Francia nel 2019, che consistono nell'utilizzo di crediti d'imposta (Crédits d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, CICE) per ridurre in via permanente i contributi sociali, determinando una flessione della crescita del reddito per occupato ma un incremento corrispondente della crescita dei profitti unitari.

quello stesso anno, in particolare in settori come i trasporti (una costola del settore dei servizi). Il conseguente calo delle quotazioni petrolifere potrebbe aver, in modo analogo, sospinto la loro ripresa. Nel contempo, gli andamenti dei margini di profitto in settori maggiormente orientati all'attività interna, come quello delle costruzioni, hanno evidenziato una migliore tenuta sull'intero periodo, anche in virtù delle condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli di questo periodo.

**Grafico D**Andamenti degli utili per unità di prodotto e contributi dei vari settori economici



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nella scomposizione per settore economico della crescita degli utili unitari, questi ultimi sono calcolati in base al valore aggiunto.

Le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

Per concludere, i margini di profitto aggregati si sono contratti nel corso del 2018, frenando l'aumento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro per l'anno in questione, ma hanno gradualmente ricominciato a crescere nella prima metà del 2019. Il calo dei margini di profitto registrato nel 2018 è stato una reazione al recente rallentamento dell'attività economica e al peggioramento delle ragioni di scambio riconducibile ai prezzi del petrolio osservato nell'anno in questione<sup>38</sup>. La correzione ha comportato una parziale attenuazione degli incrementi registrati nei costi del lavoro e delinea un quadro caratterizzato da una limitata trasmissione dei salari ai prezzi. Nella prima metà del 2019 i margini di profitto hanno cominciato a risalire riflettendo, fra i vari fattori, i miglioramenti nelle ragioni di scambio ascrivibili ai più contenuti corsi petroliferi. In prospettiva, i margini di profitto dovrebbero rafforzarsi in linea con il graduale aumento dell'attività economica previsto dalle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre dagli esperti della BCE.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Riquadri La relazione tra profitti e pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro

Le evidenze econometriche indicano che il calo del tasso di crescita degli utili unitari osservato nel 2018 è in ampia misura riconducibile agli shock esterni della domanda, agli shock dell'offerta di petrolio e a quelli del mark-up salariale (cfr. "The Phillips Curve at the ECB", intervento pronunciato da Philip R. Lane alla London School of Economics il 4 settembre 2019).

### **Articoli**

### Dati sulle operazioni in derivati e relativo uso nelle analisi delle banche centrali

a cura di Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová ed Elisa Letizia

I dati sulle operazioni in derivati sono di recente divenuti disponibili a un certo numero di banche centrali, tra cui la BCE, aprendo nuovi percorsi di analisi. Raccolti in seguito alla riforma dei mercati degli strumenti derivati non regolamentati (over-the-counter, OTC), che erano stati concepiti in prima istanza per contrastare il rischio sistemico, tali dati hanno numerose applicazioni oltre l'ambito della stabilità finanziaria.

L'articolo presenta due di queste applicazioni e dimostra come i dati raccolti nell'ambito del Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) possano essere utilizzati per meglio comprendere due tipi di mercati dei derivati di particolare rilievo per le analisi delle banche centrali: quello dei derivati sui tassi di interesse e quello dei contratti swap indicizzati all'inflazione.

Per il mercato dei derivati sui tassi di interesse, l'articolo mostra come le aspettative degli investitori riguardo ai tassi possano essere desunte dagli "indicatori di posizionamento" che tengono traccia delle posizioni assunte sul mercato dagli "investitori maggiormente informati" in base alle attese sui movimenti futuri dei tassi. Tali strumenti di tipo quantitativo possono essere usati a complemento di altri indicatori delle aspettative sui tassi di interesse maggiormente consolidati, quali i tassi a termine o le misure desunte dalle indagini.

Per il mercato dei contratti swap indicizzati all'inflazione, l'articolo utilizza la capacità dei dati EMIR di offrire una prima panoramica sistematica sull'attività di tali mercati e di conseguenza informazioni preziose e tempestive sulle aspettative di inflazione degli investitori. Evidenzia inoltre una serie di caratteristiche strutturali dell'attività di tali mercati e ne discute le possibili implicazioni per il monitoraggio delle misure della compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati.

#### 1 Introduzione

Dopo il fallimento di Lehman Brothers e l'analoga sorte sfiorata da AIG nel 2008, i derivati OTC sono stati riconosciuti come un elemento amplificatore della crisi finanziaria internazionale. In risposta a ciò, al vertice di Pittsburgh del settembre 2009, i leader del G20 si sono impegnati a riformare i mercati dei derivati OTC per migliorarne la trasparenza, evitare gli abusi di mercato e ridurre i rischi sistemici. In Europa, l'iniziativa è stata formalizzata nel 2012 per mezzo del

Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Tale regolamento impone numerosi requisiti agli enti che contabilizzano contratti derivati, ad esempio la definizione di standard di gestione del rischio, la compensazione di alcuni contratti tramite controparti centrali (CCP) e gli obblighi di segnalazione<sup>39</sup>.

Mentre le riforme dei derivati OTC sono state concepite principalmente allo scopo di ridurre i rischi sistemici, i dati provenienti dal regolamento EMIR trovano applicazione nelle analisi delle banche centrali oltre l'ambito della stabilità finanziaria 40. Dopo una breve introduzione ai dati EMIR (cfr. sezione 2), l'articolo riporta due esempi di tale utilizzo. In primo luogo, mostra come i dati EMIR relativi ai derivati sui tassi di interesse possano essere usati per misurare le aspettative degli investitori riguardo alla futura evoluzione dei tassi di interesse di riferimento (cfr. sezione 3). Questa stima si basa sulla premessa che, prevedendo tassi di interesse inferiori in futuro, gli investitori assumono un posizionamento definito da un maggior numero di acquisti (rispetto alle vendite) di contratti che beneficiano di tassi di interesse inferiori. Gli "indicatori di posizionamento" calcolati su tale base possono pertanto essere interpretati come un segnale delle aspettative degli investitori informati e utilizzati a potenziale complemento di altri indicatori delle aspettative sui tassi di interesse, quali i tassi a termine o le misure desunte dalle indagini. In secondo luogo, l'articolo esamina gli andamenti dell'attività strutturale nei mercati dei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro (cfr. sezione 4). L'articolo offre una panoramica dei contratti e delle controparti principali che operano su tali mercati e trae alcune conclusioni sul monitoraggio, da parte della BCE, delle misure della compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, in particolare sul contenuto informativo in corrispondenza di diverse scadenze. Entrambe le applicazioni dimostrano l'ampio potenziale di utilizzo dei dati EMIR nelle analisi delle banche centrali.

#### 2 I dati EMIR

A febbraio 2014 il regolamento EMIR ha introdotto la segnalazione obbligatoria dei singoli contratti sui derivati. Tale obbligo di segnalazione si applica sia ai derivati OTC sia a quelli negoziati in borsa in tutte le cinque principali classi di attività, ossia derivati su materie prime, su azioni, su valute, su crediti e su tassi di interesse. Sono inclusi anche i derivati compensati tramite CCP. La segnalazione

Per una rassegna esaustiva degli elementi della riforma dei derivati OTC, cfr. l'articolo Una retrospettiva delle riforme dei derivati OTC: obiettivi, progressi e lacune, nel numero 8/2016 di questo Bollettino

Per alcuni casi di utilizzo dei dati EMIR nel contesto della stabilità finanziaria, cfr. ad esempio. Abad, J. et al., "Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset", ESRB Occasional Paper Series, n. 11, European Systemic Risk Board, 2016; Hoffmann, P., Langfield, S., Pierobon, F. e Vuillemey, G., "Who bears interest rate risk", Working Paper Series, n. 2176, BCE, 2018; Dalla Fontana, S., Holz auf der Heide, M., Pelizzon, L. e Scheicher, M., "The anatomy of the euro area interest rate swap market", Working Paper Series, n. 2242, BCE, settembre 2018; Rosati, S., Vacirca, F., "Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach", di prossima pubblicazione nel Journal of Network Theory in Finance; Benos, E., Payne, R. e Vasios, M., "Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act", di prossima pubblicazione nel Journal of Financial and Quantitative Analysis.

contiene informazioni sia sulle controparti coinvolte sia sulle caratteristiche del contratto, che possono variare nel corso del ciclo di vita di un'operazione in derivati e vengono inviate quotidianamente<sup>41</sup>.

Tutte le controparti europee che sottoscrivono un contratto derivato sono soggette all'obbligo di segnalazione. La segnalazione deve essere inviata a uno dei trade repository attualmente autorizzati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). I dati giornalieri sui derivati, transazione per transazione, vengono quindi resi disponibili a oltre 100 autorità all'interno dell'UE, in base al rispettivo mandato e alla giurisdizione. La BCE, ad esempio, riceve un sottoinsieme dei dati segnalati dalle controparti dell'area dell'euro<sup>42</sup>. Un'importante implicazione di ciò consiste nel fatto che, generalmente, la BCE non è a conoscenza delle operazioni concluse tra due controparti situate all'esterno dell'area dell'euro (ad esempio tra due banche con sede nel Regno Unito o tra banche britanniche e statunitensi).

Il volume, la velocità e la varietà che contraddistinguono i dati EMIR consentono di classificarli come "big data"; pertanto il loro utilizzo pone numerose sfide. In collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), la BCE ha realizzato un'infrastruttura IT dedicata alla conservazione e all'accesso ai dati EMIR pervenuti da tutti i trade repository. Sebbene la qualità dei dati sia notevolmente migliorata dopo l'avvio della segnalazione EMIR nel 2014, è necessario applicare un'attenta procedura di pulizia dei dati prima che questi possano essere utilizzati per analisi di policy; ad esempio, le osservazioni vengono eliminate quando mancano i valori nozionali e di mercato o quando il valore nozionale è identificabile come outlier<sup>43</sup>. Il presente articolo considera i dati tra il 2 maggio 2018 e il 12 giugno 2019 poiché i dati "puliti", anche come serie temporale, sono di qualità sufficientemente buona e facilmente accessibili attraverso l'infrastruttura IT EMIR.

# 3 Ricavare le aspettative del mercato sui tassi di interesse futuri dai dati EMIR

Il mercato dei derivati sui tassi di interesse consente ai suoi operatori di negoziare prodotti finanziari indicizzati ai tassi di interesse futuri. Il valore di mercato di tali contratti varia in base ai movimenti dei tassi di interesse e gli investitori possono utilizzarli per tutelarsi contro tali movimenti o a fini speculativi. Analizzando il posizionamento degli operatori sul mercato si possono trarre alcune conclusioni sulle loro visioni prospettiche degli andamenti dei tassi.

Per ogni operazione in derivati devono essere compilati oltre 120 campi di dati. Le informazioni includono il tipo di strumento derivato, il sottostante, il prezzo, le consistenze in essere, l'esecuzione e la sede di compensazione del contratto, la valutazione, le garanzie e gli eventi del ciclo di vita. Per ulteriori informazioni cfr. il Regolamento delegato (UE) della Commissione n. 148/2013.

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> Di fatto, l'accesso ai dati da parte della BCE è lievemente più ampio. Cfr. l'articolo 2 del Regolamento delegato (UE) della Commissione n. 151/2013.

<sup>43</sup> Ciò si verifica quando il valore supera una certa soglia. Le soglie variano da una classe di attività all'altra e vengono definite in base all'attività di market intelligence della BCE.

Gli indicatori di posizionamento sul mercato basati sui dati EMIR contribuiscono a informare le analisi condotte dalle banche centrali. Le informazioni relative al posizionamento di alcuni gruppi di investitori nei derivati sui tassi di interesse possono fare da complemento a strumenti quali le indagini e gli indicatori basati sui prezzi, entrambi comunemente utilizzati per ricavare le aspettative dei mercati finanziari per la politica monetaria o per le prospettive macroeconomiche<sup>44</sup>.

Gli indicatori di posizionamento si basano su tre principali elementi costitutivi: a) la valutazione della posizione "netta lunga" (o "netta corta") di un investitore in un determinato contratto; b) l'identificazione di uno specifico gruppo di "investitori informati"; c) l'individuazione di specifici contratti derivati sui tassi di interesse.

La posizione netta lunga (o netta corta) di un investitore riflette come e in quale misura egli può trarre profitto dai futuri movimenti dei tassi di interesse. Nel caso di contratti future su titoli a reddito fisso, ad esempio i contratti future su obbligazioni, un acquirente, o un investitore che detiene una posizione lunga, trae beneficio da un calo dei tassi di interesse a causa della relazione inversa che esiste fra questi ultimi e il valore dell'obbligazione sottostante. L'opposto vale per un venditore o un investitore che assume una posizione corta. Se un investitore detiene contemporaneamente posizioni lunghe e corte, l'esposizione ai futuri movimenti dei tassi di interesse è determinata dalla compensazione di tutte le posizioni. Di conseguenza, è probabile che gli investitori con aspettative sui tassi di interesse "da colomba" (ovvero che si attendono una diminuzione dei tassi) si collochino su posizioni nette lunghe, mentre quelli con una linea "da falco" su posizioni nette corte.

Per essere efficace, un indicatore di posizionamento deve focalizzarsi su un particolare sottoinsieme di investitori, poiché il mercato nel suo complesso non si colloca né su posizioni lunghe né su posizioni corte. Ciò deriva dal fatto che, se un investitore assume una posizione lunga, un altro investitore deve assumere una posizione corta equivalente nello stesso strumento derivato. Di conseguenza, le posizioni nette lunghe (e nette corte) combinate di tutti gli investitori devono essere uguali a zero, al netto di errori di segnalazione e/o limitazioni del campione. Un indicatore di posizionamento dal carattere informativo deve pertanto focalizzarsi su un determinato gruppo di investitori significativo<sup>45</sup>.

L'indicatore di posizionamento qui costruito punta a individuare "investitori informati" che acquisiscono determinate posizioni nei derivati sui tassi di interesse sulla base delle relative aspettative circa i tassi di interesse futuri. La loro individuazione, tuttavia, è difficoltosa. Il riquadro 1 illustra come i dati EMIR vengano integrati in modo da ottenere una classificazione settoriale dettagliata che

Gli indicatori basati sui prezzi includono, in particolare, quelli calcolati sulla base dei contratti a termine sui tassi di interessi di riferimento nell'area dell'euro, come l'Eonia o l'Euribor, per un dato orizzonte temporale (ad esempio a un anno su un orizzonte di dodici mesi) o per determinati periodi di mantenimento delle riserve collegati a specifiche riunioni del Consiglio direttivo della BCE. Le indagini considerate dalla BCE comprendono sia quelle fornite da operatori cui si fa comunemente riferimento sul mercato sia l'indagine degli analisti monetari, recentemente introdotta dalla BCE stessa.

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> Il rapporto dei Commitment of Traders, citato di frequente in termini disaggregati e pubblicato dalla US Commodity Futures Trading Commission, fornisce tali sottoinsiemi. Alcuni osservatori del mercato lo utilizzano per tracciare l'evoluzione delle posizioni lunghe e corte delle controparti commerciali e non commerciali nei contratti future relativi, ad esempio, a valute e materie prime.

facilita tale compito. Tuttavia neanche una classificazione settoriale granulare può catturare appieno l'eterogeneità delle strategie dei singoli investitori nel trading dei derivati sui tassi di interesse<sup>46</sup> . Per affrontare queste sfide, i "settori informati" vengono selezionati in base ai sequenti requisiti: a) si formano un'opinione sui tassi di interesse futuri sulla base della politica monetaria e degli andamenti macroeconomici; b) reagiscono rapidamente a una variazione delle prospettive; c) partecipano attivamente all'attività di negoziazione di contratti derivati allo scopo primario di trarne profitto; d) perseguono una strategia che non è né a brevissimo termine (come nel caso degli arbitraggisti, la cui attività di negoziazione è finalizzata allo sfruttamento della volatilità infra-giornaliera) né a lunghissimo termine (come nel caso di compagnie di assicurazione e banche, a copertura dei duration gap sui loro bilanci). Il cosiddetto settore degli "hedge fund" è in grado di soddisfare tutti questi requisiti, in particolare perché normalmente comprende enti che assumono posizioni sulla base delle proprie aspettative circa la futura evoluzione dei prezzi nei mercati finanziari, in condizioni di relativa assenza di vincoli. Identificare con esattezza tali fondi, tuttavia, non è affatto facile<sup>47</sup> poiché potrebbero esservi altre classi di investitori che agiscono in maniera simile.

Viene qui riportata, pertanto, una serie di indicatori di posizionamento basati su diverse categorie di investitori (tavola 1). Il primo campione segue la definizione di hedge fund che figura nel manuale della BCE delle statistiche sui fondi di investimento<sup>48</sup> e include i fondi di tipo OICVM<sup>49</sup> che adottano strategie di hedge fund (cfr. riquadro 1) e tutti i fondi non OICVM. Il secondo campione è più ampio poiché include tutti i fondi di investimento. Una motivazione teorica alla base dell'ampliamento della categoria consiste nel fatto che un gestore di portafoglio dotato di una visione univoca circa le prospettive sui tassi di interesse a breve termine generalmente controlla diversi fondi, alcuni dei quali rientrano nella categoria degli hedge fund e altri no. Il terzo campione include anche altri intermediari finanziari diversi dalle banche, dalle compagnie di assicurazioni e dai fondi pensione, per tenere conto degli errori di classificazione e catturare altre tipologie di investitori attivi come le imprese di negoziazione sistematica. Infine, affinché vengano inclusi solo gli investitori di grandi dimensioni e attivi<sup>50</sup>, tutti i campioni precedenti sono limitati alle controparti che detengono i 100 portafogli più ampi in termini di importo nozionale medio nel tempo.

Altri approcci, complementari a quello qui impiegato, possono essere basati maggiormente sui dati e focalizzarsi sugli investitori che modificano spesso la propria posizione o la cui attività sul mercato è particolarmente intensa. Tali approcci verranno esplorati in ulteriori ampliamenti del presente lavoro.

<sup>47</sup> La principale difficoltà consiste nella limitata copertura e diffusione dei dati, poiché molti hedge fund si trovano nei centri off-shore.

<sup>48</sup> Il manuale delle statistiche sui fondi di investimento definisce gli hedge fund come fondi "che applicano strategie di investimento relativamente libere da vincoli per conseguire rendimenti assoluti positivi e i cui gestori, oltre alle commissioni di gestione, percepiscono remunerazioni correlate alle prestazioni del fondo"; è tuttavia riconosciuto che non esiste una definizione di hedge fund universalmente accettata.

La classificazione dei fondi in OICVM e non OICVM dipende dal fatto che essi rientrino o meno tra quelli definiti nella direttiva dell'UE sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). I fondi OICVM sono fondi comuni che possono essere venduti ai piccoli investitori privati e sono considerati investimenti di carattere non speculativo, diversificato e adeguatamente regolamentato.

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> La classificazione dei fondi in attivi e passivi mostra che il campione non è dominato da fondi passivi.

**Tavola 1**Definizione di investitori informati

	Hedge fund di tipo OICVM e fondi non OICVM	Tutti i fondi di investimento	Altri intermediari finanziari	100 maggiori investitori	Numero medio di investitori inclusi nel campione, nel tempo
Misura di posizionamento 1	✓				229
Misura di posizionamento 2		✓			402
Misura di posizionamento 3		✓	✓		450
Misura di posizionamento 4	✓			✓	97
Misura di posizionamento 5		✓		✓	99
Misura di posizionamento 6		✓	✓	✓	100

Nota: il numero medio di investitori inclusi nelle misure di posizionamento da 4 a 6 non corrisponde sempre a 100 poiché alcune delle 100 controparti con i portafogli più ampi non sono attive per l'intero periodo.

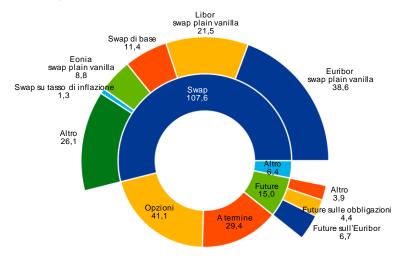
Infine, è necessario scegliere una classe di derivati sui tassi di interesse. Una scelta di base è quella tra i derivati con rendimenti lineari (quali quelli swap, a termine o future) e quelli con rendimenti non lineari (in particolare, le opzioni). Dal momento che gli indicatori di posizionamento hanno la funzione di catturare l'esposizione ai movimenti generali dei tassi di interesse piuttosto che agli andamenti insoliti, si prediligono i derivati con rendimenti lineari. Inoltre, il segmento di mercato deve essere sufficientemente liquido, circostanza che non sempre si verifica nei mercati delle opzioni.

L'intero mercato degli strumenti derivati sui tassi di interesse nell'area dell'euro è molto ampio, sia in termini di volume che di numero di strumenti in esso contenuti (grafico 1). A giugno 2019, l'importo nozionale complessivo in essere dei derivati sui tassi di interesse era pari a circa 200 mila miliardi di euro, corrispondente a due terzi dell'intero mercato degli strumenti derivati nell'area dell'euro<sup>51</sup>. Gli swap e i future sui tassi di interesse sono tra i principali strumenti del mercato degli strumenti derivati sui tassi di interesse. I contratti swap sono i più diffusi e coprono oltre il 54 per cento dell'importo nozionale dei contratti in essere. Gli swap (compresi quelli basati sull'Eonia) vengono negoziati "over the counter" e sono destinati a un'ampia gamma di utilizzi, inclusa la copertura dei rischi sui tassi di interesse nei bilanci di banche e compagnie di assicurazione (ovvero rischi derivanti, rispettivamente, da duration gap positivi e negativi). Il mercato dei future è più ridotto rispetto a quello degli swap, ma viene negoziato in borsa ed è, pertanto, più standardizzato ed estremamente liquido. Tra i future, quelli sull'Euribor a tre mesi coprono il più ingente importo nozionale in essere (circa 7 dei 15 miliardi di euro complessivi a giugno 2019), seguiti dai future sugli eurodollari e sui Bund.

Gli aggregati dei valori nozionali lordi desunti dai dati EMIR tendono a differenziarsi da quelli ottenuti dalle indagini semestrali condotte dalla Banca dei regolamenti internazionali, a causa di varie differenze concettuali e di misurazione tra le due fonti di dati. Per ulteriori dettagli, cfr. Abad, J. et al., op. cit.; ESMA Annual Statistical Report, EU Derivatives Markets, 2018, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), ottobre 2018.

Grafico 1
Il mercato dei derivati sui tassi di interesse nell'area dell'euro





Fonti: dati EMIR disponibili alla BCE.

Note: le cifre riportano gli importi nozionali in essere il 12 giugno 2019. Il campione include i contratti in essere, compensati e non, la cui direzione (lato acquirente o lato venditore) è nota. "A termine" include i contratti a termine; "Opzioni" include le swaption. "Altro" (6400 miliardi di euro) include i contratti meno comuni e non classificati. Per quanto riguarda gli swap, "plain vanilla Libor" comprende i contratti che fanno riferimento al Libor per la sterlina britannica, al Libor per il dollaro statunitense, al Libor per lo yen giapponese e al Libor per il franco svizzero. "Swap di base" include tutti i contratti in cui vengono scambiati due tassi variabili. "Altro" comprende i contratti relativi allo scambio di due tassi fissi o di un tasso fisso per un tasso variabile, non indicizzati all'Euribor, all'Eonia o al Libor, nonché altri contratti meno diffusi o non classificati. Per quanto riguarda i future, le "Obbligazioni" includono tutti i future sulle obbligazioni (titoli di Stato o societari, con qualunque scadenza e di qualunque paese), mentre "Altro" indica i future sull'eurodollaro e i contratti non classificati. Gli importi nozionali riportati devono essere intesi come limite superiore poiché le operazioni possono essere conteggiate più di una volta a causa dell'impossibilità di accoppiare tra loro alcune transazioni. Inoltre, se un'operazione viene compensata centralmente da un partecipante diretto per conto di un cliente, vengono conteggiate due operazioni (una tra il cliente e il partecipante diretto e una tra il partecipante diretto e una tra il partecipante diretto e la controparte centrale).

Gli indicatori di posizionamento fanno riferimento ai contratti future sull'Euribor per via del loro significativo contenuto informativo riguardo agli andamenti dei tassi di interesse nell'area dell'euro. Come da analisi di mercato, gli investitori informati ricorrono ampiamente ai future sull'Euribor, principalmente a causa della considerevole liquidità e dell'elevato grado di standardizzazione. In molti casi, gli investitori che hanno bisogno di rivedere le proprie posizioni potrebbero preferire i contratti future agli swap sui tassi di interesse, dal momento che con questi ultimi è più semplice chiudere le posizioni in essere. I future sull'Euribor a tre mesi, inoltre, sono appetibili a causa del loro collegamento diretto con gli andamenti dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro su orizzonti specifici. Il rischio base associato al monitoraggio dell'Eonia attraverso un contratto future sull'Euribor è piuttosto limitato al momento, data la stabilità del differenziale tra i due tassi. Gli indicatori di posizione si focalizzano sui future indicizzati all'Euribor con una vita residua superiore a un anno, perché in tal modo viene facilitato il confronto con le misure di aspettativa sui tassi di interesse comunemente utilizzate dalle banche centrali, ad esempio l'Eonia a un anno su un orizzonte di dodici mesi<sup>52</sup>.

La misura del posizionamento è il rapporto tra le posizioni lunghe nette degli investitori informati e le loro posizioni lorde<sup>53</sup>. La posizione lunga netta (lunga meno corta) di ciascun investitore è normalizzata rispetto alla sua posizione lorda

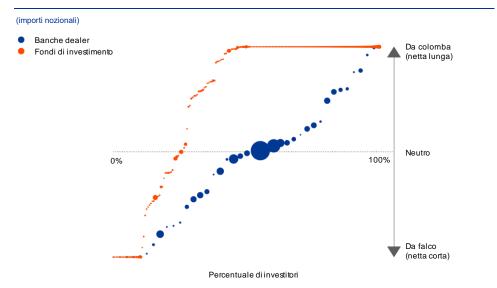
Inoltre, per le scadenze oltre un anno l'effetto di rinnovo meccanico nei contratti future con data più prossima viene meno.

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> Il posizionamento a livello di settore è conteggiato come la media delle posizioni singole.

(lunga più corta). Questa misura presenta almeno due vantaggi. In primo luogo, dal momento che è normalizzata dalla posizione lorda, essa consente di considerare tutte le opinioni espresse da tutti gli investitori informati, inclusi quelli più piccoli che, pur avendo potenzialmente opinioni forti, non sono in grado di assumere posizioni assolute considerevoli. La semplice somma delle posizioni lunghe nette di tutti gli investitori informati, senza alcuna normalizzazione, attribuirebbe un peso significativo agli investitori più grandi e creerebbe idiosincrasie tra i singoli soggetti coinvolti. In secondo luogo, la somma di tutti gli investitori informati e la normalizzazione rendono l'indicatore ancora più resistente agli errori di segnalazione.

Questa misura rivela che il posizionamento dei fondi di investimento è relativamente polarizzato ed è quindi consigliabile un'analisi dettagliata di questa categoria di investitori, dal momento che i fondi di investimento sembrano più inclini a esprimere un'opinione sui tassi di interesse futuri rispetto ad altri tipi di investitori. Utilizzando i fondi di investimento (misura di posizionamento 2) quale categoria rappresentativa di tutti gli investitori informati, il grafico 2 mostra che il 60 per cento circa di tali investitori assume un punto di vista nettamente "da falco" o "da colomba", con una forte predominanza della visione "da colomba" alla data in questione (12 giugno 2019). Tale profilo si differenzia, ad esempio, da quello delle banche dealer, che tendono ad assumere posizioni più neutrali dal momento che normalmente agiscono come market maker. Ciò non implica che le banche dealer non abbiano un proprio punto di vista riguardo la politica monetaria o le prospettive macroeconomiche; la loro attività di dealer, tuttavia, è generalmente preponderante rispetto all'incentivo dell'assunzione di un rischio privato. Inoltre, poiché l'attività di dealer implica la compensazione reciproca di molte posizioni, i loro portafogli tendono a essere ampi in termini di importi nozionali lordi (come indica la grandezza dei cerchi) e meno ampi in termini di importo nozionale netto.

**Grafico 2**Quantili empirici del posizionamento netto-su-lordo dei fondi di investimento e banche dealer

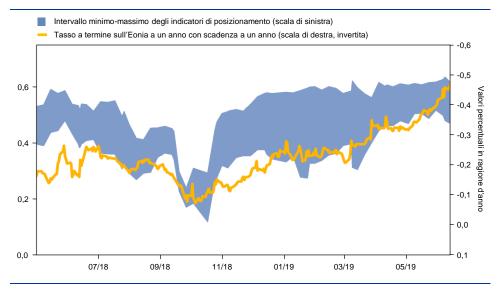


Fonti: dati EMIR disponibili alla BCE.

Nota: i dati sono relativi al 12 giugno 2019 e mostrano il posizionamento netto-su-lordo dei singoli investitori sul mercato dei future
sull'Euribor con una vita residua superiore a un anno. La dimensione dei cerchi è proporzionale a quella dei singoli portafogli in termini
di importo nozionale netto.

Il posizionamento netto lungo evidenzia una tendenza al rialzo dall'inizio del 2019, in linea con le aspettative del mercato circa una politica monetaria più accomodante (grafico 3). Il tasso a termine sull'Eonia a un anno con scadenza un anno fornisce un'ulteriore approssimazione di come le aspettative sui tassi di interesse si siano evolute nel periodo in esame ed evidenzia una tendenza al ribasso a partire dalla fine del 2018, dal momento in cui gli investitori hanno cominciato a tenere conto della politica monetaria più accomodante e sono divenuti meno ottimisti in merito alle prospettive per l'economia internazionale. In linea con tali andamenti, gli investitori informati hanno aumentato le proprie posizioni lunghe nette nello stesso periodo. I risultati qui riportati suggeriscono pertanto che gli indicatori di posizionamento - quali approssimazioni quantitative o basate sui volumi delle aspettative sulla politica monetaria e sulle prospettive economiche generali possono fornire segnali paragonabili a quelli degli indicatori basati sui prezzi o sui tassi. Un'ulteriore analisi dei dati può inoltre agevolare l'identificazione dei settori il cui posizionamento appare, in media, maggiormente indicativo del meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato. Idealmente, tale analisi getterebbe anche nuova luce sulle informazioni contenute nei tassi di interesse a termine, in particolare nelle situazioni in cui i segnali provenienti dal posizionamento e dagli indicatori basati sul prezzo non siano del tutto coerenti.

# **Grafico 3**Posizionamento degli investitori informati nei future sull'Euribor a tre mesi e tasso a termine sull'Eonia a un anno con scadenza un anno



Fonte: dati EMIR disponibili alla BCE

Nota: l'intervallo di valori è calcolato a partire da indicatori di posizionamento basati su sei diversi campioni di investitori informati, come riportato in dettaglio nella tavola 1. Un indicatore di posizionamento viene calcolato come la media del rapporto tra importo nozionale netto e lordo per i diversi investitori inclusi nel campione. È stata applicata una redistribuzione omogenea per la rilevazione di un valore fuori linea il 5 giugno 2019.

#### Riquadro 1 Identificare il settore di controparte nei dati EMIR

a cura di Francesca D. Lenoci ed Elisa Letizia

Il prerequisito per la definizione di "investitori informati" è una serie completa di informazioni dettagliate sulla classificazione settoriale. Il presente riquadro spiega come i dati EMIR siano arricchiti per ottenere tale classificazione.

Sebbene i dati EMIR contengano un campo con le informazioni sul settore di una controparte che effettua la segnalazione, tali informazioni presentano alcuni limiti. Il primo riguarda la qualità dei dati: il settore segnalato da alcune controparti varia nel tempo e, in alcuni casi, manca del tutto. Il secondo è un limite concettuale: la classificazione settoriale EMIR non è sufficientemente dettagliata per assolvere ai bisogni di molte banche centrali e non consente di individuare gli enti che rivestono un ruolo chiave nel mercato degli strumenti derivati. In particolare, le controparti centrali, i loro partecipanti e le banche consociate dei 16 principali dealer (G16) non

sono direttamente identificabili<sup>54</sup>. Inoltre, la scomposizione settoriale EMIR<sup>55</sup> non sempre si sovrappone alla classificazione SEC 2010<sup>56</sup>, cui si fa ampio ricorso.

Per superare tali limiti, i dati EMIR vengono arricchiti da otto ulteriori fonti di dati per ottenere una classificazione settoriale. La classificazione viene attuata utilizzando una fonte per volta e stabilendo, in tal modo, una gerarchia tra le fonti. Nel primo passaggio, le controparti vengono classificate utilizzando quattro elenchi principali: gli elenchi della BCE delle istituzioni finanziarie monetarie e dei fondi di investimento, l'elenco delle imprese assicurative del ramo danni compilato dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e l'elenco delle controparti centrali dell'ESMA. Poiché questi elenchi contengono solo una limitata porzione di enti situati nell'UE/nell'area dell'euro, nel secondo step vengono utilizzate altre quattro fonti di dati: l'anagrafe delle istituzioni finanziarie europee (RIAD) del Sistema europeo di banche centrali e tre fonti di dati commerciali (BankFocus, Lipper e Orbis). Quale ultima fonte nella gerarchia si ricorre al settore segnalato nei dati EMIR, ma solo se comunicato con una certa coerenza.

La classificazione settoriale che ne deriva ha una buona copertura, è dettagliata e indica se un ente svolge un ruolo chiave sul mercato degli strumenti derivati. A metà 2019, il settore di controparte era stato identificato per oltre il 98 per cento del valore nozionale delle operazioni in essere nei dati EMIR (grafico A)<sup>57</sup>. Spesso sono disponibili anche informazioni granulari sui sottosettori. Ad esempio, le banche sono ulteriormente suddivise in banche commerciali e per gli investimenti, mentre i fondi di investimento si distinguono in OICVM e fondi di investimento alternativi. Sono anche accessibili le informazioni sulla strategia dei fondi di investimento (obbligazioni, azioni o hedge fund). Gli enti che rivestono un ruolo chiave nel mercato degli strumenti derivati quali i partecipanti diretti e le banche incluse tra i dealer del G16, inoltre, sono riconosciuti come tali.

Il G16 è formato da: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS e Wells Fargo.

La classificazione settoriale ricavata dai dati EMIR distingue fra otto tipi di enti finanziari: i fondi di investimento alternativi, le imprese assicurative ramo vita, gli enti creditizi, le imprese assicurative ramo danni, le imprese di investimento, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le imprese di riassicurazione, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e le relative imprese di gestione, nonché una categoria che comprende gli organismi residui. Le società non finanziarie riportano la lettera del codice relativo alla classificazione statistica NACE.

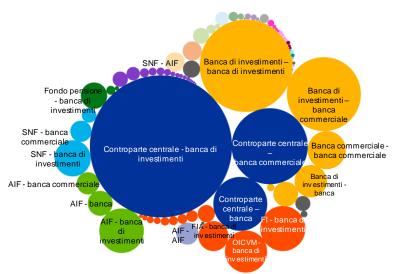
Il Sistema europeo dei conti 2010 (SEC 2010) è un sistema di classificazione statistica utilizzato per raggruppare le unità istituzionali che svolgono la stessa attività principale. A seconda del codice, l'economia si suddivide in sei settori: le società non finanziarie, le società finanziarie, le amministrazioni pubbliche, le famiglie, le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e il resto del mondo.

Per il restante 2 per cento, il domicilio della controparte non è disponibile o si trova al di fuori dell'Europa.

#### **Grafico A**

#### Identificazione del settore di controparte nei dati EMIR: scomposizione per valore nozionale

(percentuali del valore nozionale lordo dei contratti in essere)



Banche	Investimenti	43,1%
	Commerciali	13,2%
	Non classificato	4,8%
Controparti centrali		23,3%
Fondi di investimento (FI)	OICVM	1,7%
	FIA	1,2%
	Non classificato	2,0%
Altri intermediari finanziari (AIF)		4,3%
Società non finanziarie(SNF)		3,0%
Compagnie di assicurazione	Ramo vita o miste	0,3%
	Diverse da ramo vita	0,1%
	Non classificato	0,3%
Fondi pensione	Privati	0,4%
	Pubblici	0,1%
	Non classificati	0,1%
Istituzioni di governo		0,4%
Banca centrale		0,1%
Fondi del mercato monetario		0,0%
Altro		1,7%
	•	

Fonti: dati EMIR, BCE, EIOPA, ESMA, BankFocus, Lipper, Orbis ed elaborazioni della BCE.

Note: dati aggiornati a metà giugno 2019. La tavola riporta la nuova classificazione settoriale in base alla percentuale del valore nozionale lordo di tutti i contratti in essere ("Non classificati" indica che l'importo nozionale non è stato allocato a una delle categorie subsettoriali). Il grafico mostra coppie di settori di controparte in cui la dimensione dei cerchi è proporzionale al valore nozionale lordo di tutti i contratti in essere. Le banche di investimenti includono i dealer del G16 (e le relative consociate) e gli istituti che effettuano attività sia commerciale sia di investimento. FIA sta per fondi di investimento alternativi. La categoria "Altro" raccoglie i casi in cui il settore non è noto.

# 4 Esaminare i mercati dei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

Un'altra promettente applicazione dei dati EMIR consiste nell'agevolare una comprensione più approfondita dei mercati degli strumenti derivati indicizzati all'inflazione, che forniscono importanti informazioni sulle aspettative di inflazione degli investitori. Le aspettative di inflazione svolgono un ruolo chiave nell'attività della BCE, il cui obiettivo primario è mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nel definire la politica monetaria, tali aspettative sono di per sé rilevanti in quanto influenzano le decisioni economiche sia nelle scelte di consumo e investimento sia nella determinazione di salari e prezzi e, di consequenza, incidono sull'inflazione. Inoltre, esse costituiscono uno strumento di verifica incrociata per le prospettive di inflazione contenute nelle proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dagli esperti della BCE, che a loro volta informano le decisioni di politica monetaria di quest'ultima. Oltre alle misure basate sulle indagini, che catturano le aspettative di inflazione così come direttamente espresse nelle normali indagini condotte dagli esperti, esistono misure della compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati che riflettono le informazioni desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari. Tali strumenti includono gli swap e le obbligazioni indicizzati all'inflazione, nonché le opzioni di inflazione, tutti collegati ai risultati futuri dell'inflazione. Dato che questi strumenti finanziari vengono negoziati continuamente, le misure ricavate dai mercati, oltre a fornire importanti informazioni aggiuntive sulle aspettative di inflazione da parte degli investitori, sono anche in grado di dare indicazioni più tempestive circa possibili variazioni delle prospettive per l'inflazione<sup>58</sup>.

I dati EMIR consentono una prima ricognizione quantitativa della struttura del mercato degli swap indicizzati all'inflazione (SII) nell'area dell'euro. Finora la BCE ha fatto ampio ricorso alle informazioni relative al mercato per individuare gli andamenti di fondo dell'attività, ad esempio dei tassi SII. Sebbene utile, questo tipo di informazione è generalmente di carattere qualitativo e, nella pratica, è difficile da raccogliere con coerenza tra le controparti. I dati EMIR integrano questo tipo di informazioni e ne consentono il controllo incrociato offrendo una panoramica quantitativa più sistematica dell'attività di trading nei mercati SII dell'area dell'euro. Questa sezione utilizza i dati EMIR per dimostrare alcune caratteristiche strutturali di tali mercati<sup>59</sup>.

I dati indicano che l'attività sul mercato SII dell'area dell'euro è dominata dagli swap indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro in termini aggregati piuttosto che dagli indici nazionali dei prezzi al consumo. Il grafico 4 mostra che, in media, gli swap collegati all'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei prezzi del tabacco (HICPxT) rappresentano oltre l'80 per cento del numero di transazioni e

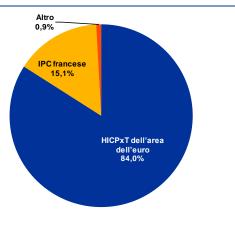
<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti* nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

La porzione dei mercati SII dell'area dell'euro coperta dai dati disponibili alla BCE ha un importo nozionale in essere del valore di circa 1000 miliardi di euro. Tuttavia, poiché questi dati rappresentano un sottoinsieme del mercato (cfr. sezione 2), le dimensioni effettive di quest'ultimo sono, potenzialmente, significativamente più ampie. In ogni caso il sottoinsieme rivela che, nell'area dell'euro, il mercato SII è considerevolmente più piccolo di quello del mercato dei derivati sui tassi di interesse. Ad esempio, l'importo nozionale in essere dei contratti future sull'Euribor è circa dieci volte superiore a quello degli swap indicizzati allo IAPC nell'area dell'euro.

dell'importo nozionale complessivi. Il resto del mercato SII dell'area dell'euro è collegato quasi esclusivamente all'indice dei prezzi al consumo (IPC) francese. L'attività degli swap collegati all'IPC di altri paesi è molto limitata, anche in presenza di mercati di tali swap di dimensioni considerevoli, come nel caso dell'Italia<sup>60</sup>. Poiché il monitoraggio delle aspettative di inflazione degli investitori si affida alle quotazioni di mercato (dato che gli SII vengono negoziati "over the counter"), sembra ragionevole assegnare un maggior contenuto informativo agli SII le cui quotazioni sono più saldamente supportate dall'attività sottostante<sup>61</sup>. Sulla base e alla luce di tali osservazioni, il monitoraggio sui mercati SII delle aspettative di inflazione in termini aggregati nell'area dell'euro appare il più affidabile. Tuttavia ciò non preclude il monitoraggio dei tassi SII collegati all'IPC dei singoli paesi al fine di individuare le aspettative di possibili deviazioni rispetto all'aggregato a livello nazionale.

Grafico 4

Attività del mercato dei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro per indice di riferimento sottostante



Fonti: dati EMIR ed elaborazioni della BCE.
Note: dati aggiornati alla metà del 2019. Le quote si basano sulla media delle due misure dell'attività, ovvero il numero di transazioni e l'importo nozionale relativi a tali operazioni.

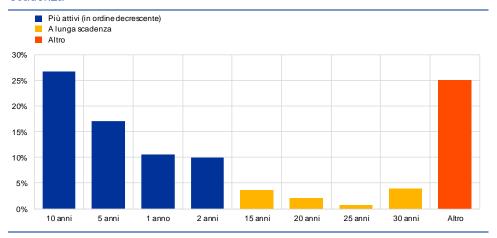
I dati EMIR mostrano inoltre che l'attività è relativamente concentrata nei segmenti con scadenza a dieci anni, a cinque anni, a due anni e a un anno. Tali risultati riguardano i tassi *a pronti* degli swap a cedola zero, ossia quegli swap che prevedono lo scambio di pagamenti a tasso fisso con pagamenti a tasso variabile sulla base dell'inflazione effettiva in un periodo che va dal momento presente a una determinata data futura. Come mostra il grafico 5, i quattro punti più attivi sulla curva rappresentano circa il 50 per cento dell'attività complessiva sul mercato degli swap

Anche le obbligazioni collegate all'inflazione sono indicizzate principalmente all'HICPxT dell'area dell'euro in termini aggregati; tuttavia sia Francia che Italia possiedono importi considerevoli (e comparabili) di obbligazioni in essere collegate ai rispettivi IPC nazionali.

È da notare che queste quotazioni vengono "create" in grosse banche dati di istituti di tutto il mondo e includono, probabilmente, anche alcune informazioni provenienti dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione e da altri mercati. Ciononostante, l'attività sottostante è utile per valutare il contenuto informativo delle quotazioni nei mercati OTC. Ciò avviene perché, mentre il prezzo (o tasso) effettivo a cui viene eseguita un'operazione tra due controparti rimane riservato, una parte considerevole dell'attività condotta su questi mercati è intermediata da dealer che assumono almeno un lato della transazione e, contemporaneamente, forniscono quotazioni del prodotto in questione. Pertanto, le quotazioni pubblicate dai dealer vengono informate e modificate in base alle operazioni concluse tra dealer e altri investitori. Ciò indica che, all'aumentare delle dimensioni dell'attività sottostante in un mercato OTC, aumenta anche la probabilità che i prezzi quotati (o tassi) forniscano indicazioni affidabili sulle preferenze dedli investitori circa le transazioni.

indicizzati all'HICPxT nell'area dell'euro. Il fatto che quasi un quarto dell'attività si concentri attorno al punto che indica la scadenza a dieci anni, con la seconda quota rappresentativa che si colloca in corrispondenza della scadenza a cinque anni, ha un corollario interessante. Indica infatti che, fra i tassi a termine degli SII, il tasso a cinque anni con scadenza quinquennale (che desta notevole interesse sul mercato) è anche quello maggiormente sostenuto da attività sottostanti. Inoltre, anziché diminuire meccanicamente con la scadenza, l'attività rimane considerevole anche in corrispondenza di alcune scadenze a più lungo termine sulla curva a pronti, ad esempio a 15, 20 e 30 anni. Nel contesto delle analisi condotte dalle banche centrali questo dato rassicura, poiché i tassi SII a più lungo termine sono meno influenzati dagli shock transitori a breve termine e possono pertanto fornire indicazioni più chiare sulle aspettative di inflazione "in stato di equilibrio" degli investitori.

**Grafico 5**Attività degli swap sull'inflazione indicizzati all'HICPxT nell'area dell'euro per scadenza



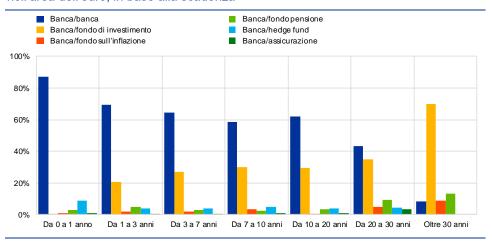
Fonti: dati EMIR ed elaborazioni della BCE.

Note: dati aggiornati alla metà del 2019. Le quote dell'attività si basano sulla media di quattro misure che a) tengono conto del numero di operazioni o dell'importo nozionale interessato e b) definiscono la scadenza come la data di scadenza meno la data effettiva o come la data di scadenza meno la data di esecuzione. "Altro" si riferisce alle scadenze non riportate nel grafico.

Nell'attività settoriale esistono importanti differenze tra le diverse scadenze: gli hedge fund sono molto attivi in corrispondenza del segmento a breve della curva mentre i fondi pensione mostrano un'attività sopra la media in corrispondenza dei segmenti lunghi e ultra-lunghi. Il grafico 6 suddivide le operazioni in intervalli di scadenza, anziché concentrarsi su singole scadenze puntuali, e mostra coppie di settori in cui le banche occupano almeno un lato della transazione. Ciò rispecchia il ruolo dominante ricoperto dalle banche sul mercato SII e deriva dal fatto che l'attività rappresentata da altre coppie di settori è trascurabile. Oltre a sottolineare la predominanza delle operazioni banca-banca e banca-fondo di investimento nei diversi intervalli di scadenza, il grafico 6 evidenzia una considerevole attività degli hedge fund in corrispondenza di scadenze a breve termine. Questa osservazione è coerente con quanto desunto dalle analisi di mercato, secondo cui gli hedge fund, negli ultimi anni, avrebbero affinato la propria capacità di prevedere l'inflazione a breve termine per concludere operazioni sui mercati SII sulla base di tali previsioni. Oltretutto, il fatto che i fondi pensione siano rappresentati in maniera più che proporzionale tra le scadenze da 20 anni in su è in

linea con il principio che tali attori usano il mercato SII a copertura delle passività collegate all'inflazione, in particolare quelle derivanti dai piani a prestazione definita.

**Grafico 6**Quote di transazioni swap indicizzate all'HICPxT relative ad alcune coppie di settori nell'area dell'euro, in base alla scadenza



Fonti: dati EMIR ed elaborazioni della BCE.

Note: i settori sono identificati in base alla classificazione riportata nel database EMIR, con l'apporto di un metodo di classificazione più granulare e un approfondito controllo della qualità dei dati. Ad esempio, i fondi sull'inflazione sono identificati come fondi di investimento i cui nomi e le cui descrizioni suggeriscono una particolare attenzione ai rendimenti reali o corretti per l'inflazione. Le quote si basano sulla media della quota del numero di operazioni tra giugno 2016 e gennaio 2018 e la quota dell'importo nozionale impiegata in queste transazioni. Sommate tra loro, le percentuali raggiungono il 100 per cento per ciascun intervallo di scadenza nelle sei coppie di settori rappresentate. I dati si basano sui report del DTCC, uno dei settori rappresentate autorizzati

dall'ESMA che effettuano segnalazioni nell'ambito dell'EMIR

I risultati mostrano che, nella valutazione delle aspettative di inflazione degli investitori, per la BCE è importante considerare non soltanto gli andamenti complessivi dell'attività sulla curva degli SII, ma anche la composizione settoriale nei diversi segmenti della curva. Più precisamente, laddove l'articolo ha dimostrato che l'attività nell'area dell'euro degli SII con scadenza a più lungo termine (da 15 anni in su) non è trascurabile rispetto a quella degli strumenti con scadenze a più breve termine, l'analisi settoriale indica che una quota relativamente ampia di tale attività trae origine dai fondi pensione. Dal momento che questi ultimi utilizzano spesso il mercato SII per tutelarsi contro gli andamenti dell'inflazione, tendenzialmente si adeguano di più ai prezzi (si comportano da "price taker"), soprattutto in confronto agli hedge fund attivi nel segmento a breve della curva degli SII, più inclini a esprimere particolari opinioni sull'inflazione futura. Così, se si tiene conto anche della sensibilità ai prezzi, il contenuto informativo dei tassi SII con scadenza a più lungo termine potrebbe essere inferiore a quanto suggerito dall'attività complessiva in quell'intervallo di scadenze.

Nel complesso, i dati EMIR rivelano una serie di interessanti caratteristiche strutturali dei mercati SII, sottolineando l'utilità di un'ulteriore analisi basata su tali dati ai fini di una migliore valutazione, da parte della BCE, degli andamenti futuri di tali mercati. I riscontri presentati in questa sezione sono coerenti con quanto emerge dalle analisi di mercato. Ciò rafforza l'idea che i dati EMIR possano servire da efficace strumento per integrare e verificare tramite un controllo incrociato le altre informazioni disponibili poiché offrono una visione quantitativa più sistematica. Le estensioni naturali dell'analisi più improntata alle caratteristiche

strutturali qui presentata tengono traccia dell'attività complessiva o dell'attività di diversi gruppi di investitori nel tempo e in corrispondenza di diverse scadenze. Inoltre, la ricchezza dei dati si estende oltre l'ambito informativo del presente articolo, più in particolare ai prezzi a cui vengono eseguite le operazioni tra le controparti. I dati EMIR costituiscono quindi un'importante aggiunta allo strumentario della BCE per l'analisi dei mercati SII nell'area dell'euro.

#### 5 Conclusioni

Il presente articolo ha illustrato come i dati EMIR possano essere utilizzati per le analisi oltre l'ambito della stabilità finanziaria. L'articolo presenta esempi basati su due classi del mercato degli strumenti derivati, di particolare importanza per le analisi condotte dalle banche centrali: il mercato dei derivati sui tassi di interesse e quello dei derivati indicizzati all'inflazione.

Il primo esempio illustra come i dati EMIR consentano di inferire le aspettative degli investitori per i tassi di interesse futuri. Gli indicatori di posizionamento che sono stati sviluppati consentono di tenere traccia del modo in cui un gruppo di "investitori informati" si dispone sul mercato dei future in base alle attese sui movimenti futuri. Tali indicatori di tipo quantitativo possono rappresentare un complemento ad altri indicatori delle aspettative sui tassi di interesse maggiormente consolidati, quali i tassi a termine o le misure desunte dalle indagini. Sebbene l'articolo fornisca indicazioni preliminari desunte da tali indicatori quantitativi, un'ulteriore analisi dei dati può consentire di affinare gli indicatori e gettare nuova luce sulle informazioni contenute nei tassi di interesse a termine, in particolare in situazioni in cui i segnali provenienti dagli indicatori di posizionamento e basati sui prezzi non siano interamente coerenti.

Il secondo esempio mostra come i dati EMIR permettano una prima ricognizione sistematica dell'attività di trading sui mercati degli swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro. Questo esempio mette in luce una serie di caratteristiche strutturali di tali mercati che sono in grado di fornire informazioni utili e tempestive sulle prospettive di inflazione degli investitori. Nel complesso, i risultati comprovano che i dati EMIR possono fornire un complemento e un termine di confronto alle informazioni di tipo maggiormente qualitativo relative all'andamento dell'attività in questi mercati. Ad esempio, tali dati consentono di valutare il contenuto informativo dei tassi swap indicizzati all'inflazione, sia tra diverse scadenze che sulla base dell'attività relativa dei diversi tipi di investitori e rappresentano, pertanto, un'importante aggiunta allo strumentario analitico utilizzato dalla BCE.

Nonostante le molte sfide poste da questi "big data", l'uso dei dati EMIR da parte della BCE e, più in generale, delle banche centrali è in aumento. Il crescente ricorso alle analisi basate su questi dati sottolinea i benefici per i policy maker della segnalazione dei dati EMIR come parte delle misure impiegate per aumentare la trasparenza nel mercato degli strumenti derivati OTC.

# 2 Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

a cura di Rinke Bax e Andreas Witte

#### 1 Introduzione

Nel Bollettino mensile di novembre 1999, la BCE ha presentato un articolo sugli strumenti giuridici della Banca centrale europea. Da quando, nel 2014, è stata incaricata della vigilanza sugli istituti di credito, la BCE ha adottato una vasta gamma di altri strumenti, giuridici e non, nell'ambito della vigilanza prudenziale. Tali compiti sono stati affidati alla BCE dal regolamento sull'MVU<sup>62</sup> ed è attribuita alla stessa BCE la competenza esclusiva del loro svolgimento nei confronti di tutti gli istituti di credito. Il regolamento sull'MVU definisce alcune specifiche tipologie di atti giuridici che la BCE può adottare per svolgere i propri compiti ai sensi di tale regolamento. Stabilisce inoltre che i compiti di vigilanza della BCE debbano essere svolti separatamente rispetto a quelli legati alla politica monetaria. Il presente articolo descrive gli strumenti adottati negli ultimi anni dalla BCE in qualità di autorità di vigilanza bancaria.

La vigilanza sulle banche comporta variazioni nella posizione giuridica delle stesse, ad esempio come risultato dell'imposizione di misure di vigilanza che devono essere rispettate in quanto obbligo giuridico, oppure dell'autorizzazione alla banca a intraprendere una determinata linea d'azione che altrimenti non sarebbe stata consentita. Tali variazioni della posizione giuridica possono essere attuate solo attraverso strumenti giuridici vincolanti. A tali scopi, il diritto primario (principalmente il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e lo Statuto del SEBC) e derivato (soprattutto il regolamento sull'MVU) forniscono una vasta gamma di strumenti, alcuni dei quali hanno valore di atti giuridici, che la BCE può adottare per svolgere i propri compiti di vigilanza.

In molti casi, tuttavia, può essere utile per la BCE e, più in generale, per qualsiasi altra autorità di vigilanza, adottare strumenti diversi dagli atti giuridici vincolanti. Tali strumenti, ad esempio, possono essere usati per comunicare ai cittadini l'orientamento della BCE su una questione di policy o per fornire indicazioni sul modo in cui intende usare i suoi poteri di vigilanza in futuro.

Pertanto, vi è una gamma di strumenti che la BCE può usare nel campo della vigilanza, che riflette la varietà relativamente ampia di attività di vigilanza che essa intraprende. Strumenti diversi possono essere utili per fini diversi. Il presente articolo cerca di mettere ordine in tale moltitudine di strumenti differenti e di descrivere le loro implicazioni giuridiche. La sezione 2 tratterà gli atti giuridici di natura vincolante mentre la sezione 3 affronterà sostanzialmente gli strumenti e i documenti giuridicamente non vincolanti, alcuni dei quali hanno valore di atti giuridici

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287, 29.10.2013, pag. 63).

nonostante la loro natura non vincolante. La sezione 4 affronterà le difficoltà che sorgono nel distinguere queste due categorie, non sempre nettamente divise, e la sezione 5 trarrà una sintesi e alcune conclusioni generali.

### 2 Atti giuridici e altri strumenti vincolanti

#### 2.1 Osservazioni generali

L'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento sull'MVU elenca gli strumenti giuridici vincolanti che la BCE può adottare in qualità di autorità di vigilanza.

Tale lista non è stata stilata interamente dai redattori del regolamento, ma piuttosto si fonda sull'elenco degli atti giuridici previsti dal diritto primario dell'Unione all'articolo 34.1 dello Statuto del SEBC<sup>63</sup>, che comprende regolamenti, decisioni, raccomandazioni e pareri<sup>64</sup>. Inoltre, il regolamento sull'MVU cita numerosi altri strumenti che, pur se non inclusi nell'elenco di diritto primario degli atti giuridici, possono essere adottati in modo vincolante al fine di svolgere i compiti previsti dal regolamento stesso.

Gli strumenti a disposizione della BCE per tale scopo sono cinque: regolamenti, decisioni, indirizzi, raccomandazioni e istruzioni per le autorità nazionali competenti (NCA), menzionate nell'articolo 9, paragrafi 1 e 3 del regolamento sull'MVU e nell'articolo 22 del regolamento quadro sull'MVU.

#### 2.2 I regolamenti della BCE

I regolamenti della BCE hanno due caratteristiche principali in comune con i regolamenti adottati dal Parlamento e dal Consiglio: si applicano su base generale, piuttosto che specifica per singolo caso, e sono direttamente applicabili negli Stati membri (dell'area dell'euro, nel caso dei regolamenti della BCE). In tal senso, il termine "regolamento" nell'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento sull'MVU viene usato nella stessa accezione degli articoli 288, paragrafo 2, e 132, paragrafo 1, comma 1, del TFUE e dell'articolo 34, paragrafo 1, comma 1, dello Statuto del SEBC. Essi beneficiano inoltre del primato del diritto dell'Unione Europea e prevalgono, nell'applicazione, sulle normative nazionali discordanti. Nell'ambito della vigilanza, tuttavia, la BCE non dispone di poteri legislativi propri ma, come esplicitato nell'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento sull'MVU, è vincolata dal "single rulebook", che consiste nei testi di "primo livello" adottati dal Parlamento e dal Consiglio; in particolare, la direttiva 2013/36/UE sui

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

In sostanza, corrisponde all'articolo 132, paragrafo 1, del TFUE il quale, a sua volta, costituisce una specificazione dell'elenco generale degli atti giuridici comunitari contenuti nell'articolo 288 del TFUE. Non tutti gli atti giuridici all'interno di quest'ultimo sono contenuti anche nell'articolo 132, paragrafo 1, del TFUE e nell'articolo 34.1 dello Statuto del SEBC; in particolare, l'omissione delle direttive evidenzia il fatto che la BCE non ha il potere di adottare tale tipologia di atto giuridico.

I pareri della BCE non saranno discussi ulteriormente nell'articolo. Nonostante tali pareri possano essere adottati in relazione alle proposte legislative riguardanti la vigilanza degli istituti di credito, essi non sono intrinsecamente legati all'esercizio dei poteri di vigilanza della BCE.

requisiti patrimoniali (Capital Requirements Directive, CRD IV), la direttiva 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), il regolamento (UE) n. 575/2013 (Capital Requirements Regulation, CRR), il regolamento n. 806/2014 sul Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM), oltre ai testi di "secondo livello". Tali "testi di secondo livello" sono composti in buona parte da norme tecniche di regolamentazione (Regulatory Technical Standards, RTS) predisposte dall'ABE ai sensi dell'articolo 10 del proprio regolamento e in seguito adottate dalla Commissione sulla base dell'articolo 290 del TFUE, in esercizio di una facoltà conferita da un testo di primo livello, e da norme tecniche di attuazione (Implementing Technical Standards, ITS) stilate dall'ABE a norma dell'articolo 15 del medesimo regolamento e in seguito adottate dalla Commissione ex articolo 291 del TFUE, sempre sulla base di una facoltà conferita da un testo di primo livello. Inoltre, vi sono casi in cui la Commissione adotta, nell'ambito della vigilanza bancaria, regolamenti delegati direttamente in base all'articolo 290 del TFUE e alla facoltà conferita da un testo di primo livello, senza necessità di seguire il procedimento normativo di cui all'articolo 10 del regolamento dell'ABE. Ne è un esempio il regolamento delegato (UE) 2015/61 della Commissione che, in base all'articolo 291 del TFUE e all'articolo 460 del CRR, definisce il calcolo del coefficiente di copertura della liquidità (Liquidity Coverage Ratio, LCR). Le RTS, le ITS e i regolamenti delegati della Commissione costituiscono la parte più ampia dei testi di "secondo livello" e sono adottati sotto forma di regolamenti che ne assicurano la diretta applicabilità in tutta l'Unione. La BCE ha l'obbligo di applicare tali atti e non può modificarli, discostarsene o adottarne di nuovi sotto forma di regolamenti ad applicazione generale che non siano previsti negli atti di primo livello<sup>65</sup>.

L'articolo 4, paragrafo 3, in sé non è una base giuridica sufficiente per l'adozione di regolamenti, ma piuttosto presuppone l'esistenza di una base giuridica diversa sulla quale la BCE possa fondare le proprie azioni. Esso si limita ad affermare che, in linea di principio, anche i regolamenti sono ammessi tra gli atti giuridici che la BCE può impiegare nell'ambito della vigilanza bancaria. Un esempio dell'attività di regolamentazione della BCE è il regolamento 2016/445, nel quale essa esercita opzioni e discrezionalità previste dal diritto dell'Unione rilevante con applicabilità diretta negli Stati membri partecipanti all'MVU, con l'eccezione degli Stati membri in regime di stretta cooperazione. La BCE può esercitare tali opzioni e discrezionalità solo nei casi in cui siano attribuite non allo Stato membro ma all'autorità competente, ruolo affidato alla BCE per gli enti significativi dall'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU. Un altro esempio è dato dall'articolo 6, paragrafo 7, che consente l'adozione di regolamenti volti a istituire un assetto generale per organizzare le modalità pratiche di attuazione dell'interazione fra la BCE e le ANC all'interno dell'MVU, impiegato soprattutto per il regolamento quadro sull'MVU (regolamento (UE) n. 468/2014). Tali esempi mostrano alcuni parallelismi con la competenza della BCE all'adozione di regolamenti nel campo della politica monetaria. Inoltre la BCE può adottare solo regolamenti per

-

Sembrerebbe quindi che i regolamenti della BCE siano "atti regolamentari" anziché "atti legislativi" nella dicotomia sviluppata dalla giurisprudenza ai fini dell'articolo 263, paragrafo 4, del TFUE. Cfr. il caso C-583/11 P, Inuit Tapiriit Kanatami e altri contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea, ECLI:EU:C:2013:625.

ambiti specifici della politica monetaria, mentre, una volta che una competenza viene attribuita al legislatore europeo, gli viene in genere assicurata la possibilità di scegliere lo strumento legale più appropriato da adottare<sup>66</sup>. Nel caso dei regolamenti BCE, la pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'UE è obbligatoria per la loro entrata in vigore (articolo 297, paragrafo 2, del TFUE e articolo 17.7 del regolamento interno della BCE).

#### 2.3 Le decisioni della BCE

Tipologie differenti di "decisioni"

### Come nel resto del Trattato, la parola "decisione" possiede tre diverse connotazioni:

- in primo luogo, nel senso più stretto, il termine viene usato nel medesimo significato degli articoli 288, paragrafo 4, e 132, paragrafo 1, comma 2, del TFUE e dell'articolo 34.1, comma 2, dello Statuto del SEBC. In altre parole, descrive un atto che mira a creare effetti giuridici soltanto in un caso specifico e a volte limitati a specifici destinatari, piuttosto che a valenza generale: in questo consiste la principale differenza rispetto a un regolamento. É su questo significato della parola "decisione" che si concentra la presente trattazione.
- In secondo luogo, il termine viene usato nell'articolo 26, paragrafo 8, del regolamento sull'MVU per descrivere il processo decisionale all'interno dell'MVU. In tal senso, "decisione" è un termine generico che comprende qualsiasi atto che deve essere adottato dal Consiglio direttivo della BCE su proposta del Consiglio di vigilanza. Tale processo decisionale si applica a tutte le misure riguardanti una valutazione legata all'esercizio dei compiti affidati alla BCE dal regolamento sull'MVU, a meno che un potere decisionale sia stato delegato ai capi delle aree operative all'interno della BCE, sempre dal Consiglio direttivo su proposta del Consiglio di vigilanza, cui è attribuito l'atto adottato per delega. Questo secondo significato comprende tutte le decisioni di cui al punto precedente, ma va anche ben oltre: l'adozione di un regolamento della BCE in tema di vigilanza, ad esempio, sarebbe anche una "decisione" di vigilanza in tal senso.
- Infine, nel senso più ampio possibile e quello più prossimo all'uso comune non tecnico, la parola "decisione", all'interno della BCE, è usata a volte anche per qualunque tipo di deliberazione assunta dai propri organi. Queste "decisioni" non devono necessariamente avere efficacia giuridica nei confronti di parti al di fuori della BCE, ma sono vincolanti per l'istituzione e l'organo che le adotta. Ad esempio, alcune lettere alle banche sono deliberate dal Consiglio di vigilanza della BCE durante le proprie riunioni, senza che esse vengano inviate

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

Tale differenza è palese in materia di banconote e monete: mentre le norme sulle monete vengono adottate sotto forma di regolamenti, per quelle sulla riproduzione delle banconote è stata necessaria una decisione, poiché lo Statuto non consente alla BCE di adottare regolamenti in materia di banconote.

attraverso una procedura di non obiezione. Tali "decisioni" in merito al contenuto delle lettere spedite alle banche non sono atti giuridici (né "decisioni" nel senso qui inteso) ma piuttosto strumenti per lo svolgimento dei compiti di vigilanza (articolo 26, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU).

Come indicato sopra, il primo significato della parola "decisione", che corrisponde agli articoli 288, paragrafo 4, e 132, paragrafo 1, del TFUE, è il significato su cui si concentra la presente trattazione. In tal senso, una decisione è caratterizzata dalla propria efficacia giuridica vincolante, elemento in comune con un regolamento. La differenza principale fra i due è nel loro ambito di applicazione. Mentre i regolamenti sono applicabili in modo generale, le decisioni senza destinatari si applicano solo a un oggetto specifico. Esistono, inoltre, due tipologie di decisioni: decisioni con destinatari specifici o decisioni senza destinatari ma che si riferiscono a una questione specifica (cfr. di seguito)<sup>67</sup>.

#### Decisioni con destinatari

Una decisione con destinatari deve specificarne l'identità in maniera inequivocabile ed è vincolante solo per costoro. Per questa ragione è la forma abituale assunta dagli atti giuridici impiegati dalla BCE per svolgere la sua vigilanza nei casi individuali concreti. Misure di vigilanza che impongono requisiti a enti vigilati o che, di contro, rilasciano un'autorizzazione richiesta dalla normativa applicabile, ad esempio, assumono quasi sempre la forma di una decisione con destinatari. Per tale ragione essa può essere considerata analoga a forme di atti giuridici legalmente vincolanti, relativi a casi specifici, presenti nei sistemi di diritto amministrativo di diversi paesi, come il Verwaltungsakt in Germania, l'acte administratif in Francia, o il Bescheid in Austria. A causa della sua natura giuridicamente vincolante, la decisione con destinatari è impugnabile dinanzi alle corti comunitarie, di solito attraverso un ricorso per annullamento ai sensi dell'articolo 263 del TFUE. I destinatari designati hanno automaticamente diritto a tale ricorso, mentre coloro che non sono tra i destinatari (non privilegiati) lo hanno soltanto nel caso in cui possano dimostrare che sono direttamente e individualmente interessati. Tali decisioni devono essere notificate ai rispettivi destinatari68.

#### Decisioni senza destinatari

Anche la decisione senza destinatari è vincolante, ma non può essere usata per incidere direttamente sulla situazione giuridica di un dato soggetto, ad esempio un ente vigilato, dato che per questo scopo sarebbe necessaria una decisione indirizzata a tale ente. É la forma giuridica opportuna per disciplinare, con efficacia giuridica, una situazione che riguarda più di un singolo soggetto stabilendo norme vincolanti per la BCE nello svolgimento di determinati compiti.

A partire dal Trattato di Lisbona tale distinzione è stata esplicitamente codificata nell'articolo 288, paragrafo 4, del TFUE, ma anche in precedenza era prassi comune.

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> Ciò deriva dall'articolo 17a.4 del regolamento interno della BCE. Oltre ai destinatari, ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 5, del regolamento dell'MVU, anche le persone per cui tale decisione sia di "interesse diretto e individuale" possono chiedere di riesaminare una decisione.

Viene spesso usata per definire accordi organizzativi in maniera giuridicamente corretta, ad esempio la Commissione amministrativa del riesame e la sua procedura o la separazione interna fra le funzioni di vigilanza e le funzioni di politica monetaria della BCE (cfr. di seguito). Pertanto, vi è una certa sovrapposizione con l'ambito di applicazione dei regolamenti: l'unica differenza consiste nella natura vincolante a livello interno delle decisioni senza destinatari.

La BCE ha già adottato diverse di queste decisioni senza destinatari nel contesto dell'MVU, alcune delle quali sono state pubblicate sulla Gazzetta ufficiale. La lista mostra che la gran parte di tali decisioni senza destinatari ha natura istituzionale.

- Una decisione sull'istituzione di una Commissione amministrativa del riesame<sup>69</sup>.
- Una decisione che modifica il regolamento interno della BCE alla luce dei suoi compiti di vigilanza<sup>70</sup>.
- Una decisione sulla cooperazione stretta con le autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti la cui moneta non è l'euro<sup>71</sup>.
- Una decisione sulla nomina di rappresentanti della BCE al Consiglio di vigilanza<sup>72</sup>.
- Alcune decisioni riguardanti la comunicazione alla BCE di informazioni in materia di vigilanza segnalate alle autorità nazionali competenti<sup>73</sup>.
- Una decisione sull'attuazione della separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza<sup>74</sup>.
- Una decisione relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE in possesso delle autorità nazionali competenti<sup>75</sup>.

Decisione della BCE del 14 aprile 2014 relativa all'istituzione di una Commissione amministrativa del riesame e alle relative norme di funzionamento (BCE/2014/16), (GU L 175 del 14.6.2014, pag. 47).

Decisione (UE) 2016/1717 della BCE, del 21 settembre 2016, che modifica la decisione BCE/2004/2 che adotta il regolamento interno della BCE (BCE/2016/27), (GU L 258 del 24.9.2016, pag. 17).

Decisione della BCE, del 31 gennaio 2014, sulla cooperazione stretta con le autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti la cui moneta non è l'euro (BCE/2014/5), (GU L 198 del 5.7.2014, pag. 7).

Decisione della BCE, del 6 febbraio 2014, sulla nomina di rappresentanti della BCE al Consiglio di vigilanza (BCE/2014/4),(GU L 196 del 3.7.2014, pag. 38).

Decisione della BCE, del 2 luglio 2014, relativa alla comunicazione alla Banca centrale europea di dati in materia di vigilanza segnalati alle autorità nazionali competenti dai soggetti vigilati ai sensi del regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione (BCE/2014/29), (GU L 214 del 19.7.2014, pag. 34); decisione (UE) 2017/1493 della BCE, del 3 agosto 2017, che modifica la decisione BCE/2014/29 relativa alla comunicazione alla Banca centrale europea di dati in materia di vigilanza segnalati alle autorità nazionali competenti dai soggetti vigilati ai sensi del regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione (BCE/2017/23), (GU L 216 del 22.8.2017, pag. 23) e decisione (UE) 2017/1198 della BCE, del 27 giugno 2017, sulla comunicazione dei piani di finanziamento degli enti creditizi da parte delle autorità nazionali competenti alla BCE (BCE/2017/21), (GU L 172 del 05.07.2017, pag. 32).

Decisione della BCE, del 17 settembre 2014, sull'attuazione della separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza della BCE (BCE/2014/39),(GU L 300 del 18.10.2014, pag. 57).

Decisione (UE) 2015/811 della BCE, del 27 marzo 2015, relativa all'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea in possesso delle autorità nazionali competenti (BCE/2015/16),(GU L 128 del 23.5.2015, pag. 27).

- Una decisione sulla comunicazione di informazioni riservate nell'ambito di procedimenti penali<sup>76</sup>.
- Una decisione sui principi per la presentazione di un feedback sull'operato dei sub-coordinatori delle autorità nazionali competenti<sup>77</sup>.
- Alcune decisioni in merito alla delega di determinati poteri decisionali relativi a compiti di vigilanza<sup>78</sup>.

#### 2.4 Istruzioni e indirizzi della BCE

Le autorità nazionali competenti hanno il compito di assistere la BCE, quando opportuno, nella preparazione e nell'esecuzione di qualsiasi atto riguardi i compiti di vigilanza della BCE. A tal fine, il regolamento sull'MVU attribuisce alla BCE il potere di adottare indirizzi e istruzioni rivolti alle autorità nazionali competenti.

Tali indirizzi e istruzioni non sono atti giuridici (poiché non sono compresi nell'elenco di atti giuridici definiti nell'articolo 132, paragrafo 1, del TFUE e nell'articolo 34.1 dello Statuto del SEBC), ma rappresentano strumenti giuridici e sono vincolanti per le autorità nazionali competenti cui sono rivolti.

Più specificamente, esistono due varianti di istruzioni della BCE. Possono essere specifiche per il singolo caso o generali, ovvero relative non a un caso individuale, ma a una determinata materia e applicabili in tutti i futuri casi pertinenti.

Istruzioni della BCE specifiche per il singolo caso

Le istruzioni specifiche per il singolo caso obbligano l'autorità nazionale competente ad attuare un determinato intervento su uno specifico caso. In primo luogo, l'istruzione può stabilire l'adozione di una decisione a livello nazionale o di un altro atto amministrativo da parte dell'autorità nazionale competente, che impiega un potere a sua disposizione (ma non a disposizione della BCE) secondo il

Decisione (UE) 2016/1162 della BCE, del 30 giugno 2016, sulla comunicazione di informazioni riservate nell'ambito di indagini penali (BCE/2016/19),(GU L 192 del 16.7.2016, pag. 73).

Decisione (UE) 2017/274 della BCE, del 10 febbraio 2017, che stabilisce i principi per la presentazione di un feedback sull'operato dei sub-coordinatori delle autorità nazionali competenti e che abroga la decisione (UE) 2016/3 (BCE/2017/6), (GU L 40 del 17.2.2017, pag. 72).

Decisione (UE) 2017/933 della BCE, del 16 novembre 2016, su un quadro generale per la delega di poteri decisionali inerenti a strumenti giuridici relativi a compiti di vigilanza (ECB/2016/40), (GU L 141 del 1.6.2017, pag. 14); decisione (UE) 2017/934 della BCE, del 16 novembre 2016, sulla delega delle decisioni in materia di significatività dei soggetti vigilati (BCE/2016/41), (GU L 141 del 1.6.2017) pag. 18); decisione (UE) 2017/935 della BCE, del 16 novembre 2016, sulla delega del potere di adottare decisioni in materia di professionalità e onorabilità e sulla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità (ECB/2016/42), (GU L 141 del 1.6.2017, pag. 21); decisione (UE) 2017/936 della BCE, del 23 maggio 2017, che nomina i capi di unità operative per l'adozione di decisioni delegate in materia di professionalità e onorabilità (BCE/2017/16), (GU L 141 del 1.6.2017, pag. 26); decisione (UE) 2018/228 della BCE, del 13 febbraio 2018, che modifica la decisione (UE) 2017/936 che nomina i capi delle unità operative per l'adozione di decisioni in materia di professionalità e onorabilità (BCE/2018/6), (GU L 43 del 16.2.2018, pag. 18); decisione (UE) 2018/546 della BCE, del 15 marzo 2018, sulla delega del potere di adottare decisioni in materia di fondi propri (BCE/2018/10), (GU L 90 del 6.4.2018, pag. 105); decisione (UE) 2018/547 della BCE, del 27 marzo 2018, che nomina i capi delle unità operative per l'adozione di decisioni in materia di fondi propri (BCE/2018/11), (GU L 90 del 6.4.2018, pag. 110).

diritto nazionale pertinente. Tali istruzioni, analoghe a quelle interne all'Eurosistema ai sensi dell'articolo 14.3 dello Statuto del SEBC nell'ambito della politica monetaria, hanno la propria base giuridica nell'articolo 9, paragrafo 1, comma 3, del regolamento sull'MVU, come ulteriormente specificato nell'articolo 22 del regolamento quadro sull'MVU. La BCE può inoltre adottare istruzioni indirizzate all'autorità nazionale competente di uno Stato membro in stretta cooperazione ai sensi dell'articolo 7, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU. Le istruzioni sono vincolanti per l'autorità nazionale competente cui sono rivolte, come si può desumere dal termine "richiedere" utilizzato nella base giuridica menzionata, che indica la formazione di un obbligo vincolante. Esse devono essere notificate ai destinatari (articolo 17a.3 del regolamento interno della BCE).

#### Istruzioni generali della BCE

Le istruzioni possono inoltre essere generali, ovvero non legate a singoli casi ma piuttosto a una materia, ed essere applicabili a tutti i casi futuri in cui sorgesse la questione regolata dall'istruzione. In questo caso, l'istruzione è di carattere generale. Tali istruzioni generali, di solito indirizzate a una sola ANC, costituiscono il principale riferimento normativo per le autorità nazionali competenti.

L'articolo 6, paragrafo 5, lettera a), del regolamento sull'MVU attribuisce esplicitamente alla BCE il potere di adottare istruzioni generali che regolano la vigilanza sugli enti meno significativi da parte delle autorità nazionali competenti. Ciò è coerente con il principio secondo cui lo svolgimento di specifici compiti di vigilanza sugli enti meno significativi sia responsabilità delle autorità nazionali competenti, compresa l'adozione di decisioni di vigilanza, ad eccezione del rilascio delle autorizzazioni e del regime delle partecipazioni qualificate (articolo 6, paragrafo 6, del regolamento sull'MVU). La BCE effettua la sorveglianza generale sul funzionamento del sistema (articolo 6, paragrafo 5, lettera c) del regolamento sull'MVU) ma non interviene nei singoli casi, con la riserva di assumere la vigilanza diretta ed esclusiva laddove necessario (articolo 6, paragrafo 5, lettera b) del regolamento sull'MVU). Il regolamento sull'MVU, pertanto, consente alla BCE di formulare istruzioni specifiche per il singolo caso soltanto per gli enti significativi in relazione ai quali ha competenza diretta, o in caso di cooperazione stretta, mentre limita il suo intervento a istruzioni di carattere generale per gli enti meno significativi. Nondimeno, nel loro ambito di applicazione, anche le istruzioni generali sono vincolanti per le autorità nazionali competenti a cui sono rivolte e non sono semplici strumenti giuridici "non vincolanti" (strumenti di "soft law"). Pertanto possono essere considerate come la concretizzazione del concetto, enfatizzato dalla Corte di giustizia europea, che alla BCE siano state attribuite competenze esclusive in merito ai compiti elencati nell'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU anche per la vigilanza prudenziale sugli enti meno significativi e che le attività delle autorità nazionali competenti in tal senso siano da considerarsi come assistenza fornita alla BCE piuttosto che come esercizio di una competenza intrinsecamente nazionale<sup>79</sup>.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

Sentenza della Corte di giustizia dell'8 maggio 2019, causa C-450/17 P, Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank contro Banca centrale europea, ECLI:EU:C:2019:372, paragrafi 38-41.

Anche gli indirizzi della BCE, rivolti a tutte le autorità nazionali competenti, sono di natura generale, piuttosto che specifica per singolo caso; tuttavia sono anch'essi vincolanti per i relativi destinatari. La distinzione fra istruzioni generali e indirizzi, pertanto, non è semplice da definire e l'esperienza pratica nell'adozione di istruzioni generali è limitata. Tuttavia la differenza principale può essere rintracciata nel fatto che gli indirizzi sono di carattere seminormativo. Sebbene non impongano obblighi diretti su terze parti diverse dalle autorità nazionali competenti (in particolare non su istituti di credito), essi disciplinano un ambito particolare in maniera generale e pertanto si applicano a tutte le autorità nazionali competenti e definiscono in modo astratto le implicazioni dello svolgimento delle attività da essi regolate. Le istruzioni generali, d'altra parte, possono essere rivolte a un'autorità nazionale competente, o ad alcune di esse, ed essere formulate in uno specifico ambito di vigilanza in seguito all'emergere di un'impellente necessità di intervento, ma vengono applicate a tutti gli enti meno significativi sottoposti alla vigilanza di tali autorità e che si trovino nella situazione contemplata dall'istruzione generale.

La BCE ha finora adottato e pubblicato numerosi indirizzi:

- Indirizzo (UE) 2015/856 della BCE, del 12 marzo 2015, che stabilisce i principi di un quadro etico per il Meccanismo di vigilanza unico (BCE/2015/12), (GU L 135 del 2.6.2015, pag. 29)<sup>80</sup>.
- Indirizzo (UE) 2016/256 della BCE, del 5 febbraio 2016, relativo all'estensione di regole comuni e norme minime per garantire la riservatezza delle informazioni statistiche raccolte dalla BCE assistita dalle banche centrali nazionali alle autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti e alla BCE nell'esercizio di funzioni di vigilanza (BCE/2016/1), (GU L 47 del 24.2.2016, pag. 16).
- Indirizzo (UE) 2016/1993 della BCE, del 4 novembre 2016, che definisce i
  principi per il coordinamento della valutazione ai sensi del Regolamento (UE)
  n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio e il monitoraggio dei
  sistemi di tutela istituzionale di cui fanno parte enti significativi e meno
  significativi (BCE/2016/37), (GU L 306 del 15.11.2016, pag. 32).
- Indirizzo (UE) 2016/1994 della BCE, del 4 novembre 2016, relativo al metodo per il riconoscimento dei sistemi di protezione istituzionale a fini prudenziali da parte delle autorità nazionali competenti ai sensi del Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (BCE/2016/38), (GU L 306 del 15.11.2016, pag. 37).
- Indirizzo (UE) 2017/697 della BCE, del 4 aprile 2017, sull'esercizio di opzioni e discrezionalità previste dal diritto dell'Unione da parte delle autorità nazionali

Al contrario degli altri indirizzi nella lista, questo in particolare è stato adottato sulla base di uno speciale processo decisionale contenuto nell'articolo 6, paragrafo 7, del regolamento sull'MVU, piuttosto che in base alla procedura di non obiezione ai sensi dell'articolo 26, paragrafo 8, del regolamento sull'MVU che è la consueta procedura per l'adozione di strumenti in materia di vigilanza bancaria. Il motivo risiede nel fatto che la procedura di non obiezione non si applica al quadro generale in base al quale vengono prese le decisioni di vigilanza, come l'assetto organizzativo citato nell'articolo 6, paragrafo 7, del regolamento sull'MVU; cfr. il considerando 6 della decisione BCE/2014/1.

competenti in relazione agli enti meno significativi (BCE/2017/9), (GU L 101 del 13.4.2017, pag. 156).

É comunque indispensabile distinguere fra gli indirizzi della BCE e quelli emanati dall'ABE ai sensi dell'articolo 16 del proprio regolamento (Regolamento (EU) n. 1093/2010). Nonostante si definiscano con la stessa parola, gli indirizzi dell'ABE non sono giuridicamente vincolanti: sono strumenti di "soft law" indirizzati alle autorità competenti (inclusa la BCE) che comportano soltanto un obbligo di conformarsi o motivare.

Poiché gli indirizzi della BCE, come le istruzioni generali, non sono rivolti agli istituti di credito, non possono avere efficacia legale vincolante su tali istituti.

Tuttavia sono vincolanti per le autorità nazionali competenti. Oltre a questo, e in accordo con il principio di interpretazione conforme, è auspicabile che le autorità nazionali competenti non solo si attengano scrupolosamente agli indirizzi ma interpretino e applichino anche le rispettive leggi nazionali in un modo tale da garantire la piena attuazione degli indirizzi. Ai sensi della legislazione comunitaria non vi è obbligo di pubblicazione degli indirizzi della BCE; è sufficiente che essi vengano notificati ai rispettivi destinatari (articolo 17a.2 del regolamento interno della BCE per gli indirizzi adottati ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 3, e dell'articolo 6, paragrafo 5, lettera a), del regolamento sull'MVU e articolo 17.2 del regolamento interno della BCE per gli indirizzi adottati su diverse basi giuridiche). Tuttavia, in linea con gli obblighi di trasparenza delle istituzioni pubbliche dell'UE, la BCE ha pubblicato parte dei propri indirizzi laddove questi siano di interesse per i cittadini. A sua volta ciò accresce la trasparenza dell'operato della vigilanza bancaria europea.

#### 3 Atti, strumenti e documenti giuridici non vincolanti

#### 3.1 Osservazioni generali

Oltre agli atti giuridici e agli strumenti vincolanti sopra descritti, la BCE può rendere pubblico qualsiasi strumento o documento non vincolante al fine di garantire maggiore trasparenza per gli enti vigilati e i cittadini. Nel fare ciò si impegna a garantire che tali strumenti non vengano percepiti come dotati di efficacia vincolante nei confronti di terze parti. Va rilevato che gli strumenti e i documenti di policy sul sito Internet della BCE, anche se non impongono obblighi a terze parti, di fatto vincolano la BCE e pertanto creano aspettative legittime sul modo in cui la vigilanza bancaria europea porterà a termine i propri compiti. Nella misura in cui ha creato aspettative legittime, la BCE è tenuta ad agire di conseguenza<sup>81</sup>.

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

<sup>&</sup>lt;sup>81</sup> Cfr., ad esempio, la causa T-374/04 Germania contro Commissione, paragrafo 111.

#### 3.2 Raccomandazioni della BCE

Le raccomandazioni della BCE sono atti giuridici privi di efficacia vincolante, che vengono di norma adottati dal Consiglio direttivo<sup>82</sup>. Le raccomandazioni BCE possono essere pubblicate nella Gazzetta ufficiale, nel qual caso la pubblicazione avverrà in tutte le lingue ufficiali dell'UE. Vi sono due tipi di raccomandazioni BCE.

In primo luogo, la BCE può formulare raccomandazioni per fornire indicazioni a livello comunitario sull'iter legislativo che porterà all'emanazione di legislazione complementare. Anche se è possibile adottare raccomandazioni di questo tipo in relazione ad atti legislativi riguardanti i compiti di vigilanza della BCE, tale contributo all'attività legislativa non è strettamente collegato all'esercizio dei poteri di vigilanza da parte della BCE<sup>83</sup>.

In secondo luogo, le raccomandazioni possono essere usate dalla BCE per suggerire azioni da intraprendere. Nell'espletare i propri incarichi di vigilanza, la BCE ha utilizzato in diverse occasioni questo strumento per fornire agli istituti di credito una serie di indicazioni sulle politiche di distribuzione dei dividendi<sup>84</sup>. Finora questo è l'unico argomento su cui la BCE ha formulato raccomandazioni indirizzate a tutti gli istituti di credito. Si è inoltre rivolta a tutte le autorità nazionali competenti in una raccomandazione sulle specifiche comuni per l'esercizio di alcune opzioni e discrezionalità, previste dal diritto dell'Unione, da parte delle autorità nazionali competenti in relazione agli enti meno significativi<sup>85</sup>. Tutte le raccomandazioni sopra citate sono state pubblicate nella Gazzetta ufficiale.

#### 3.3 Obblighi di informativa di vigilanza

La Direttiva 2013/36/UE<sup>86</sup> impone alle autorità competenti per la vigilanza bancaria di pubblicare i testi di leggi, regolamenti, norme amministrative e linee guida generali adottate dallo Stato membro a cui appartengono

L'articolo 17.4 del regolamento interno della BCE afferma che le raccomandazioni della BCE dovranno essere adottate dal Consiglio direttivo o dal Comitato esecutivo nel loro rispettivo ambito di competenza e dovranno essere firmate dal Presidente.

La BCE ha adottato una raccomandazione per un regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 2532/98 sul potere della BCE di irrogare sanzioni (BCE/2014/19), (GU C 144 del 14.5.2014, pag. 2).

Raccomandazione della Banca centrale europea, del 28 gennaio 2015, sulle politiche di distribuzione dei dividendi (BCE/2015/2), (GU C 51 del 13.2.2015, pag. 1); raccomandazione della BCE, del 17 dicembre 2015, sulle politiche di distribuzione dei dividendi (BCE/2015/49), (GU C 438 del 30.12.2015, pag. 1); raccomandazione della BCE, del 13 dicembre 2016, sulle politiche di distribuzione dei dividendi (BCE/2016/44), (GU C 481 del 23.12.2016, pag. 1); raccomandazione della BCE, del 28 dicembre 2017, sulle politiche di distribuzione dei dividendi (BCE/2017/44), (GU C 8 del 11.1.2018, pag. 1) e raccomandazione della BCE, del 7 gennaio 2019, sulle politiche di distribuzione dei dividendi (BCE/2019/1), (GU C 11 dell'11.1.2019, pag. 1).

Raccomandazione della Banca centrale europea, del 4 aprile 2017, relativa a specifiche comuni per l'esercizio di talune opzioni e discrezionalità previste dal diritto dell'Unione da parte delle autorità nazionali competenti in relazione agli enti meno significativi (BCE/2017/10), (GU C 120 del 13.4.2017, pag. 156).

Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338).

nell'ambito dei requisiti prudenziali, oltre alle modalità di esercizio di opzioni e discrezionalità previste dal diritto dell'Unione, ai criteri generali e alle metodologie del processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) e ai dati statistici aggregati sugli aspetti fondamentali dell'applicazione della vigilanza prudenziale. In conformità con tali norme, la BCE rende pubbliche le informazioni in merito alle norme e alle linee guida, alle opzioni e alle discrezionalità nazionali, allo SREP e ai dati statistici aggregati sul suo sito Internet dedicato alla vigilanza bancaria.

La BCE applica tutte le norme comunitarie, le norme di attuazione e i regolamenti rilevanti degli Stati membri la cui valuta sia l'euro oppure, nel caso non lo sia, che abbiano stabilito una cooperazione stretta. Per via dell'ampio numero di norme e regolamenti rilevanti applicabili, il sito Internet della BCE fa riferimento al sito dell'ABE per informazioni su tali norme e regolamenti. Sul sito Internet dell'ABE è disponibile l'elenco di norme e regolamenti nazionali adottati da ciascuno Stato membro dell'UE per attuare le disposizioni del CRD IV e del CRR, le norme amministrative, che ad esempio forniscono istruzioni alle banche vigilate su come conformarsi a disposizioni legislative e regolamentari, e le linee guida generali, ad esempio i requisiti espliciti di informativa ai sensi del CRD IV, o qualunque altra informazione pubblicata dalle autorità di vigilanza per accrescere la comprensione del nuovo assetto dei requisiti di adeguatezza patrimoniale. La BCE inoltre fa riferimento al sito Internet dell'ABE per le modalità di esercizio delle opzioni e delle discrezionalità previste dalle norme comunitarie. In aggiunta, la BCE ha adottato e pubblicato sul suo sito Internet un regolamento e una guida riguardanti il proprio esercizio delle opzioni e delle discrezionalità previste nella normativa comunitaria<sup>87</sup>.

La BCE ha reso disponibili sul suo sito Internet informazioni specifiche riguardanti lo SREP, sia per gli enti significativi sia per quelli meno significativi. Tali informazioni includono descrizioni annuali della metodologia usata per la revisione prudenziale e dati statistici aggregati. Sul sito Internet della BCE sono altresì pubblicati i dati statistici aggregati sul settore finanziario, sul rischio di mercato, sul rischio operativo, sulle misure di vigilanza e le sanzioni amministrative nonché sulle deroghe.

#### 3.4 Documenti di policy

Oltre a illustrare quegli strumenti generalmente resi pubblici in ottemperanza agli obblighi informativi di vigilanza, nel suo costante impegno a garantire trasparenza per gli enti vigilati e i cittadini, la BCE pubblica anche diverse tipologie di documenti di policy, non classificabili come atti giuridici e giuridicamente non vincolanti verso terze parti, al fine di comunicare con chiarezza le prassi e le aspettative di vigilanza e di assicurare l'applicazione uniforme dei principi e la parità di trattamento per tutti gli enti vigilati. I documenti di policy hanno nomi diversi, tra cui "orientamento di policy", "linee guida",

BCE Bollettino economico - numero 6 / 2019 – Articoli Tassonomia degli strumenti a disposizione della vigilanza bancaria

Regolamento (UE) 2016/445 della BCE, del 14 marzo 2016, sull'esercizio delle opzioni e delle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione (BCE/2016/4), (GU L 78 del 24.3.2016, pag. 60) e guida della BCE su opzioni e discrezionalità previste dal diritto comunitario di novembre 2016.

"standard di vigilanza comuni", "metodologia", "guida", "lettera". È necessario distinguere tali documenti dagli atti giuridici non vincolanti della BCE, come le raccomandazioni.

A parte le lettere ai membri del Parlamento europeo scritte dal Presidente della BCE o dal Presidente del Consiglio di vigilanza, che finora sono oltre 160, questi diversi tipi di documenti di policy possono essere suddivisi in altre tre ampie categorie: guide, relazioni e lettere agli amministratori delegati degli istituti di credito.

La BCE ha pubblicato guide e linee guida su una serie di argomenti diversi. Le guide di solito intendono garantire coerenza e parità di trattamento fra enti significativi, ad esempio definendo i dettagli dei processi applicati dalla BCE nello svolgimento dei suoi compiti di vigilanza (cfr. a titolo di esempio la guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, la guida ai modelli interni, le guide sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP) e sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP), la guida alle ispezioni in loco e alle indagini sui modelli interni, la guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità). In generale, la BCE fa uso di "Guide" o di "Linee guida" quando il suo obiettivo è garantire trasparenza agli istituti di credito sul modo in cui intende applicare le relative norme comunitarie o per descrivere i dettagli dei processi impiegati nello svolgimento dei propri compiti di vigilanza, nonché sulle modalità con cui ci si aspetta che agisca un ente creditizio prudente alla luce delle norme comunitarie. Trascorsa la fase di avvio dell'MVU, ci si aspetta che le successive pubblicazioni della BCE riguardanti le sue politiche di vigilanza siano sempre più spesso denominate "Guida" o "Linee guida". Le guide e le linee guida non possono e non devono mirare alla formazione di nuovi obblighi o requisiti per gli istituti di credito. Analogamente, non deve sembrare che tali documenti intendano escludere, in casi specifici, applicazioni diverse delle relative norme comunitarie. Di conseguenza, la formulazione e il contesto, la sua sostanza e l'intenzione della BCE non dovrebbero produrre alcun effetto giuridico sugli istituti di credito.

La BCE pubblica anche documenti come il rapporto sui piani di risanamento<sup>88</sup>, il rapporto sull'indagine tematica sull'efficacia delle prassi di aggregazione e segnalazione dei dati di rischio<sup>89</sup>, l'indagine tematica dell'MVU su redditività e modelli di business<sup>90</sup> o il rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza. Tali documenti mirano a informare i cittadini in merito alle attività di vigilanza svolte dalla BCE o agli insegnamenti tratti da queste attività. Di solito si tratta di documenti di natura puramente descrittiva che fanno seguito a specifici esercizi o attività di vigilanza. Con la notevole eccezione del Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza, essi vengono normalmente redatti una sola volta.

<sup>88</sup> Rapporto sui piani di risanamento di luglio 2018.

<sup>89</sup> Rapporto sull'indagine tematica sull'efficacia delle prassi di aggregazione e segnalazione dei dati di rischio di maggio 2018.

<sup>90</sup> Indagine tematica dell'MVU su redditività e modelli di business: rapporto sul risultato della valutazione, settembre 2018.

Infine, la BCE pubblica le lettere indirizzate agli amministratori delegati degli istituti di credito per garantire la trasparenza verso i cittadini in merito alle prassi di vigilanza esistenti o ai compiti di vigilanza svolti. In genere, tali lettere sono rivolte a tutti gli istituti di credito e contengono informazioni generali e non riservate, rilevanti per tutti gli istituti o per un'ampia parte di essi. Alcuni esempi di lettere sono la lettera di notifica agli istituti di credito in merito all'avvio dei rapporti di validazione sui modelli interni per il rischio di credito del 5 marzo 2019, la lettera sulla politica di remunerazione variabile, che viene inviata agli istituti di credito più o meno su base annuale e richiama l'importanza di una solida politica di remunerazione e l'aspettativa che gli istituti tengano conto di normative future nella determinazione delle politiche di remunerazione. Vengono rese pubbliche solo le lettere agli istituti di credito non riservate e, di solito, solo quelle indirizzate a tutti gli istituti oppure universalmente rilevanti. Occasionalmente viene pubblicata una lettera indirizzata a uno specifico istituto di credito, come nel caso della lettera alla Dexia del 27 novembre 2017, contenente la decisione della BCE con cui la Dexia Crédit Local S.A. veniva autorizzata, sulla base della situazione consolidata della Dexia S.A., a includere nel capitale primario di classe 1 gli strumenti emessi a seguito della conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie. Le lettere agli amministratori delegati possono inoltre contenere semplici informazioni sulle prossime pubblicazioni o sugli esercizi di vigilanza. Ne sono esempi la lettera sui rapporti di validazione dei modelli interni per il rischio di credito del 5 marzo 2019 o la lettera del 15 giugno 2018 avente ad oggetto l'aggiornamento sullo stato di TRIM, contenente una panoramica del risultato della revisione delle tematiche generali e un aggiornamento intermedio sui risultati preliminari delle verifiche in loco sul rischio di credito.

Anche se molti dei documenti pubblicati dalla BCE nell'esercizio dei propri compiti di vigilanza possono essere collocati in una delle ampie categorie elencate sopra, non tutti rientrano perfettamente in una di esse. Un esempio ne è l'indagine tematica dell'MVU su redditività e modelli di business del settembre 2018, classificata come "rapporto" ma contenente, al tempo stesso, alcune aspettative di vigilanza.

#### 4 Distinzione fra strumenti vincolanti e non vincolanti

Nella sua veste di autorità di vigilanza, la BCE è tenuta a dare esecuzione alle politiche definite da legislatori dell'Unione, Commissione e ABE. La BCE può adottare i regolamenti necessari a organizzare o specificare gli assetti occorrenti per svolgere i compiti che le sono conferiti dal regolamento sull'MVU. Alla BCE non è consentito adottare norme di applicazione generale che impongono requisiti prudenziali agli istituti di credito. Analogamente, la BCE non può regolamentare ambiti che, allo stato attuale, il legislatore ha deciso di non armonizzare, né può integrare la norma comunitaria quando quest'ultima lascia opzioni e discrezionalità alla normativa nazionale o agli stessi istituti finanziari. Il potere di intervenire adottando norme di applicazione generale su tali questioni appartiene al legislatore dell'Unione, insieme alla Commissione e all'ABE, ove opportuno, in conformità con i Trattati.

Nella pratica, non sempre può risultare evidente la distinzione fra le norme di applicazione generale da un lato e le garanzie di trasparenza sull'applicazione uniforme delle norme comunitarie rilevanti e sulla parità di trattamento dall'altro. Ad esempio, una guida che definisce le aspettative di vigilanza circa l'attuazione di una specifica disposizione del diritto dell'Unione può essere percepita come vincolante dai suoi destinatari, se la stessa non esplicita che tali aspettative saranno sempre valutate in base a tutte le circostanze rilevanti nel singolo caso e corrette quando opportuno. Tale distinzione deve tuttavia essere operata sulla base del contenuto di un documento e non soltanto del suo titolo, poiché la giurisprudenza della Corte di giustizia europea definisce chiaramente che è il contenuto di un documento, e non la sua forma o classificazione, a determinarne l'efficacia giuridica e la possibilità di essere impugnato<sup>91</sup>.

Pertanto la distinzione fra atti giuridici vincolanti che contengono requisiti prudenziali da un lato e atti e documenti giuridici non vincolanti dall'altro deve essere applicata attentamente dalla BCE nell'adozione di atti giuridici o nella pubblicazione dei documenti di policy. Non è una semplice questione di certezza del diritto per gli specifici destinatari di uno strumento; può anche rivelarsi fondamentale nelle azioni legali poiché la giurisprudenza (che include una sentenza di annullamento di un documento di policy della BCE<sup>92</sup>) ha chiarito che gli atti aventi efficacia giuridica sono soggetti a ricorsi di annullamento e possono comportare responsabilità da parte della BCE, indipendentemente dal loro titolo.

Per determinare se un atto ha effetti giuridici, vengono esaminati dalla Corte di giustizia europea la formulazione e il contesto dell'atto in questione<sup>93</sup>, oltre al suo contenuto<sup>94</sup>. Le misure che producono effetti giuridici che possono incidere sugli interessi del destinatario, modificando in modo evidente la sua posizione giuridica, costituiscono atti o decisioni passibili di contestazione attraverso domande di annullamento, indipendentemente dal loro titolo, denominazione o classificazione<sup>95</sup>.

Inoltre la Corte ha costantemente sostenuto che gli effetti giuridici vincolanti di una misura devono essere valutati secondo criteri oggettivi come il contenuto della misura in questione<sup>96</sup>, tenendo conto, ove opportuno, del

Ofr., ad esempio, il caso 22/70, Commissione contro Consiglio, paragrafo 39 e il caso C-521/06 Athinaïki Techniki contro Commissione, paragrafi 43 e 45. Come ha ricordato il Tribunale nella sentenza del caso T-496/11, Regno Unito contro BCE, paragrafo 30, la giurisprudenza mira a evitare che la forma o la classificazione assegnata a un atto dal proprio autore permettano a tale atto di eludere il controllo giurisdizionale anche se esso ha, di fatto, effetti giuridici.

<sup>92</sup> Sentenza del 23 aprile 1986, Parti écologiste "Les Verts" contro Parlamento europeo, 294/83, ECLI:EU:C:1986:166. Sentenza del 4 marzo 2015, T-496/11, Regno Unito contro BCE, ECLI:EU:T:2015:133.

<sup>&</sup>lt;sup>93</sup> Cfr., ad esempio, la sentenza del 20 marzo 1997, Francia contro Commissione, C-57/95, EU:C:1997:164, paragrafo 18.

<sup>&</sup>lt;sup>94</sup> Cfr., ad esempio, le sentenze del 9 ottobre 1990, Francia contro Commissione, C-366/88, EU:C:1990:348, paragrafo 11; del 13 novembre 1991, Francia contro Commissione, C-303/90, EU:C:1991:424, paragrafo 10; del 20 marzo 1997, Francia contro Commissione, C-57/95, richiamata in precedenza, paragrafo 9.

<sup>95</sup> Cfr. tra le altre, la sentenza dell'11 novembre1981 nel caso 60/81, IBM contro Commissione [1981] ECR 2639, paragrafo 12.

Sentenza dell'11 novembre1981, C-60/81, IBM contro Commissione ECLI:EU:C:1981:264, paragrafo 9 e sentenza del 20 marzo 1997, C-57/95 Francia contro Commissione, ECLI:EU:C:1997:164, paragrafo 9.

contesto in cui è stata adottata<sup>97</sup> e dei poteri dell'istituto che l'ha adottata<sup>98</sup>. In casi estremi, tale valutazione obiettiva può portare all'ammissibilità di un ricorso per annullamento persino avverso atti non ritenuti soggettivamente vincolanti da parte dell'Istituzione che li ha adottati<sup>99</sup>.

In questo contesto, quando la BCE pubblica documenti non vincolanti sotto forma di atti giuridici (raccomandazioni) o di documenti di policy deve assicurarsi che non possano essere considerati giuridicamente vincolanti da nessuna delle parti interessate e che non abbiano effetti tali da modificare i diritti di una terza parte. Ciò è particolarmente difficile in questo contesto in cui i mercati hanno un impatto sulle posizioni individuali e reagiscono alle comunicazioni di BCE e MVU, anche se queste ultime non sono intese come vincolanti ma piuttosto come chiarimento o preannuncio della politica che sarà attuata in futuro.

#### 5 Conclusioni

La BCE può adottare una vasta gamma di strumenti giuridici nello svolgimento dei suoi compiti di vigilanza e ha pubblicato con regolarità atti non giuridici per chiarire ulteriormente la sua posizione.

Essa può adottare una serie di atti giuridicamente vincolanti al fine di esercitare i propri poteri e la propria discrezionalità di vigilanza. La BCE detiene alcuni poteri normativi per ottemperare ai suoi compiti di vigilanza, ma può esercitarli solo nell'ambito concessole dal legislatore; non può legiferare in modo da modificare o discostarsi dal "Single Rulebook" o adottare nuove norme sotto forma di regolamenti ad applicazione generale. Attraverso l'adozione di atti e strumenti giuridici o la pubblicazione di documenti, tuttavia, la BCE può vincolare la propria discrezionalità nell'ottica del principio di impegno volontario. D'altra parte, la BCE ha l'obbligo di adottare le singole decisioni di vigilanza indirizzate agli istituti di credito; obbligo cui assolve regolarmente. Ha anche adottato decisioni non indirizzate a un destinatario specifico, principalmente allo scopo di regolamentare ulteriormente il funzionamento dell'MVU. Può inoltre adottare atti giuridici non vincolanti, che perlopiù consistono in raccomandazioni rivolte alle banche e alle ANC.

Uno strumento importante per le autorità di vigilanza bancaria e per la BCE nello svolgimento dei suoi compiti di vigilanza è la pubblicazione di documenti di policy non vincolanti al fine di garantire la trasparenza in merito alle prassi di vigilanza e alle aspettative nei confronti degli enti creditizi. Tali documenti di policy non sono atti giuridici e devono pertanto essere distinti dalle raccomandazioni. La BCE ha pubblicato un'ampia quantità di documenti di policy sul suo sito Internet ed è previsto che in futuro continui a utilizzare questo strumento utile e pratico. Considerando il sottile confine fra l'adozione di norme di applicazione generale da un

<sup>&</sup>lt;sup>97</sup> Ordinanza del 13 giugno 1991, C-50/90, Sunzest contro Commissione, ECLI:EU:C:1991:253, paragrafo 13 e sentenza del 26 gennaio 2010, C-362/08 P, Internationaler Hilfsfonds contro Commissione, ECLI:EU:C:2010:40, paragrafo 58.

<sup>98</sup> Sentenza del 1º dicembre 2005, C-301/03, Italia contro Commissione, ECLI:EU:C:2005:727, paragrafo 28.

<sup>99</sup> Sentenza del 4 marzo 2015, T-496/11, Regno Unito contro BCE, ECLI:EU:T:2015:133.

lato, e la garanzia di trasparenza sull'applicazione uniforme delle norme comunitarie rilevanti e sulla parità di trattamento dall'altro, la BCE deve tenere nella dovuta considerazione i limiti di tali documenti e adoperarsi al meglio per chiarire la natura non vincolante dei propri orientamenti in tal senso. Nel titolo o nel contenuto, le note di policy non dovrebbero apparire come documenti contenenti al loro interno delle norme di applicazione generale, poiché è il contenuto di un documento e non la sua denominazione a determinarne l'efficacia giuridica e la possibilità di essere impugnato.

### 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

	(varia	azioni pe	ercentuali	PIL <sup>1)</sup> sul periodo	corrispon	dente)	IPC (variazioni percentuali annue)								
	G20	Stati	Regno	Giappone	Cina	Per memoria:	Pa	esi OCSE	Stati	Regno	Giappone	Cina	Per		
		Uniti	Unito			area dell'euro		al netto di beni alimentari ed energetici	Uniti	Unito (IAPC)			memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2016 2017 2018	3,3 3,8 3,7	1,6 2,4 2,9	1,8 1,8 1,4	0,6 1,9 0,8	6,7 6,8 6,6	1,9 2,5 1,9	1,1 2,3 2,6	1,9 1,9 2,1	1,3 2,1 2,4	0,7 2,7 2,5	-0,1 0,5 1,0	2,0 1,6 2,1	0,2 1,5 1,8		
2018 3° trim. 4° trim.	0,8 0,7	0,7 0,3	0,7 0,2	-0,5 0,4	1,6 1,5	0,2 0,3		2,2 2,3	2,6 2,2	2,5 2,3	1,1 0,8	2,3 2,2	2,1 1,9		
2109 1° trim. 2° trim.	0,8	0,8 0,5	0,5 -0,2	0,5 0,3	1,4 1,6	0,4 0,2		2,2 2,2	1,6 1,8	1,9	0,3 0,8	1,8 2,6	1,4 1,4		
2019 mar. apr.	-	-	-	-	-	-	_,0	2,1 2,2	1,9 2,0	1,9 2,1	0,5 0,9	2,3 2,5	1,4 1,7		
mag. giu.	-	-	-	-	-	-	2,3 2,0	2,1 2,2	1,8 1,6 1,8	2,0 2,0	0,7 0,7	2,7 2,7	1,2 1,3		
lug. ago. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-			1,0	2,1	0,5	2,8	1,0 1,0		

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

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

			Purchasir	ng Managers	s' Surve	/s (indici di d	liffusione; dest.)			Importazioni di beni <sup>1)</sup>		
		Purchasin	g Manage	rs' Index co	mposito		Purchasing mo	Managers ondiale <sup>2)</sup>	' Index			
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero	Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016 2017 2018	51,6 53,2 53,4	52,4 54,3 55,0	53,4 54,7 53,3	50,5 52,5 52,1	51,4 51,8 52,3	53,3 56,4 54,6	51,7 53,8 53,1	52,0 53,8 53,8	50,1 52,8 50,9	1,1 5,8 4,4	1,4 3,1 3,1	0,9 7,7 5,2
2018 3° trim. 4° trim.	53,1 53,1	54,8 54,7	53,9 51,4	51,5 52,3	52,1 51,5	54,3 52,3	52,6 52,0	53,2 53,5	49,8 49,9	1,7 -0,9	0,5 1,6	2,4 -2,4
2109 1° trim. 2° trim.	52,8 51,5	54,8 51,8	50,6 50,5	50,6 50,8	51,5 51,6	51,5 51,8	50,9 50,4	53,4 51,8	49,6 49,4	-0,7 -0,6	-0,2 -1,4	-1,1 -0,1
2019 mar. apr. mag. giu. lug. ago.	53,1 52,3 51,0 51,0 51,7 51,1	54,6 53,0 50,9 51,5 52,6 50,7	50,0 50,9 50,9 49,7 50,7 50,2	50,4 50,8 50,7 50,8 50,6 51,9	52,9 52,7 51,5 50,6 50,9 51,6	51,6 51,5 51,8 52,2 51,5 51,9	50,9 51,1 50,3 49,6 49,9 50,5	53,8 52,7 51,3 51,5 52,3 51,3	49,7 49,6 49,4 49,2 49,0 47,8	-0,7 0,0 0,5 -0,6	-0,2 -1,2 -0,9 -1,4	-1,1 0,8 1,3 -0,1

Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.
 I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

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

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.

<sup>2)</sup> Esclusa l'area dell'euro.

#### 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)
	1	2	3	4	5	6	7
2016 2017 2018	-0,32 -0,35 -0,36	-0,37	-0,26 -0,33 -0,32	-0,17 -0,26 -0,27	-0,03 -0,15 -0,17	0,74 1,26 2,31	-0,02 -0,02 -0,05
2019 feb. mar. apr. mag. giu.	-0,37 -0,37 -0,37 -0,37 -0,36 -0,37	-0,37 -0,37 -0,37 -0,37 -0,38 -0,40	-0,31 -0,31 -0,31 -0,31 -0,33 -0,36	-0,23 -0,23 -0,23 -0,24 -0,28 -0,35	-0,11 -0,11 -0,11 -0,13 -0,19 -0,28	2,68 2,61 2,59 2,53 2,40 2,29	-0,08 -0,07 -0,06 -0,07 -0,07 -0,07
lug. ago.	-0,36	-0,40	-0,30	-0,40	-0,26	2,16	-0,10

#### 2.2 Curve dei rendimenti

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

		Ta	ssi a pron	ti				Tas	ssi istantar	nei a termir	ne	
		Area	dell'euro	1), 2)		Area dell'euro 1), 2)	Stati Uniti	Regno Unito		Area dell'	euro <sup>1), 2)</sup>	
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno		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	0,83	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67		-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08		-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 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		-0,62	-0,54	0,08	0,88
mag.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08		-0,72	-0,72	-0,17	0,64
giu.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07		-0,78	-0,79	-0,29	0,44
lug.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
ago.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

#### 2.3 Indici del mercato azionario

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

					In	dici Dow Jo	nes EURO S	STOXX					Stati	Giappone
		ore di mento				Princip	oali indici pe	r settore ind	ustriale				Uniti	
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomu- nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	
	1	2	3 4 5 6 7 8 9 10 11 12										13	14
2016 2017 2018	321,6 376,9 375,5	3.491,0	620,7 757,3 766,3	250,9 268,6 264,9	600,1 690,4 697,3	278,9 307,9 336,0	148,7 182,3 173,1	496,0 605,5 629,5	375,8 468,4 502,5	248,6 272,7 278,8	326,9 339,2 292,9	770,9 876,3 800,5	2.449,1	16.920,5 20.209,0 22.310,7
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago.	355,0 365,7 379,0 369,4 369,7 380,0 363,6	3.332,9 3.458,8 3.385,4 3.406,0	699,4 718,3 750,9 710,2 722,6 739,6 704,2	266,4 272,1 277,8 267,4 264,9 271,8 262,0	667,5 692,2 731,0 721,6 728,5 752,7 722,8	329,9 339,9 341,6 324,7 323,2 329,3 303,0	152,9 157,6 163,8 157,0 152,0 155,8 144,1	598,9 621,0 652,7 643,9 652,3 666,2 639,4	480,6 493,4 522,5 519,6 517,5 548,2 523,4	301,7 307,8 311,9 312,0 323,9 326,4 325,7	285,8 297,0 296,9 290,9 296,6 292,2 281,9	743,0 755,1 749,6 732,7 734,0 769,2 778,9	2.804,0 2.903,8 2.854,7 2.890,2 2.996,1	21.414,9 21.964,9 21.218,4 21.060,2 21.593,7

Fonte: BCE.

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

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.

#### 2.4 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 A vista Rimbor- Con durata				Prestiti	Crediti	Credite	al consi	ımo	Prestiti a		Prestiti	per acqu	uisto di a	abitazioni	
	A vista	Rimbor- sabili con	Con d		rotativi e scoperti di conto	da carte di credito	tass	zione del	TAEG 3)	imprese individuali e		Periodo i erminazio		asso	TAEG <sup>3)</sup>	Indicatore compo- sito del
	0,03	fino a tre mesi	fino a 2 anni	oltre i 2 anni	corrente	revolving	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno		società di persone	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		costo del finanzia- mento
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2018 ago.	,	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	,	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
set. ott.	0,03	0,45 0,45	0,30 0,29	0,69 0,73	6,04 5,97	16,71 16,73	5,30 5,06	5,74 5,71	6,27 6,23	2,33 2,45	1,60 1,60	1,81 1,80	1,91 1,91	1,85 1,86	2,08 2,09	1,79 1,80
nov. dic.	0,04 0,03	0,44 0,43	0,29 0,30	0,73 0,78	5,93 5,87	16,67 16,68	4,94 4,92	5,68 5,47	6,18 5,98	2,37 2,27	1,61 1,61	1,85 1,80	1,94 1,91	1,88 1,84	2,11 2,10	1,81 1,80
2019 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. (P)	0,03 0,03 0,03 0,03 0,03 0,03 0,03	0,42 0,42 0,40 0,40 0,43 0,43	0,33 0,32 0,30 0,32 0,31 0,32 0,31	0,74 0,70 0,76 0,75 0,79 0,82 0,80	5,92 5,97 5,90 5,88 5,81 5,81 5,75	16,63 16,61 16,65 16,66 16,67 16,63 16,58	5,28 5,41	5,83 5,71 5,61 5,63 5,76 5,67 5,73	6,34 6,28 6,18 6,19 6,34 6,24 6,30	2,36 2,41 2,36 2,36 2,33 2,31 2,34	1,61 1,59 1,60 1,60 1,58 1,56	1,81 1,84 1,80 1,77 1,79 1,73	1,89 1,87 1,83 1,77 1,73 1,67 1,59	1,86 1,84 1,81 1,77 1,74 1,65 1,57	2,09 2,09 2,06 2,02 1,99 1,95 1,90	1,82 1,80 1,78 1,75 1,72 1,67 1,61

Fonte: BCE.

#### 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 Pres				The state of the s								
	A vista	Con d presta		rotativi e scoperti		,25 milioni	di euro	1 '	25 milioni no a 1 mili		ol	tre 1 milion	е	compo- sito del
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni	di conto corrente	tasso variabile e fino a 3 mesi	fino a	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	fino a	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi		oltre 1 anno	costo del finanzia- mento
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018 ago. set. ott. nov. dic.	0,03 0,03	0,08 0,08 0,06 0,06 0,07	0,61 0,44 0,52 0,63 0,53	2,25 2,22 2,22 2,19 2,18	2,19 2,21 2,13 2,19 2,20	2,35 2,43	2,32 2,31 2,33 2,34 2,25	1,67 1,65 1,66 1,67 1,60	1,63 1,54 1,60 1,60 1,59	1,73 1,67 1,69 1,67 1,67	1,10 1,13 1,23 1,20 1,21	1,27 1,40 1,10 1,35 1,39	1,69 1,69 1,66 1,69 1,59	1,63 1,65 1,64 1,66 1,63
2019 gen. feb. mar. apr. mag giu. lug.	0,03 0,03 0,03 0,03 0,03	0,05 0,03 0,07 0,06 0,04 0,03 0,04	0,54 0,52 0,62 0,54 0,46 0,56 0,58	2,22 2,21 2,17 2,19 2,15 2,17 2,11	2,15 2,15 2,17 2,19 2,18 2,13 2,06	2,41 2,38 2,36 2,38 2,33	2,32 2,33 2,30 2,26 2,29 2,25 2,19	1,67 1,65 1,66 1,67 1,66 1,63 1,65	1,58 1,60	1,72 1,70 1,68 1,64 1,63 1,56 1,54	1,13 1,13 1,19 1,16 1,09 1,09	1,30 1,39 1,36 1,33 1,16 1,28 1,32	1,61 1,56 1,57 1,44 1,50 1,39 1,39	1,63 1,64 1,65 1,62 1,57 1,55

<sup>1)</sup> I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

<sup>2)</sup> Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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.

# 2.6 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)

			Consis	tenze		Emissioni lorde 1)							
	Totale	(incluso	Società divers	e dalle IFM		strazioni oliche	Totale	IFM (incluso	Società d	iverse	dalle IFM	Amminis pubb	strazioni liche
		l'Euro- sistema)	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche		l'Euro- sistema)	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2		4 5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
						A breve	etermine						
2016 2017 2018	1.241 1.240 1.222	518 519 505	135 155 174	. 59 . 70 . 72	438	62 57 47	349 367 388	161 167 171	45 54 65		31 37 41	79 79 76	33 31 35
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	1.277 1.331 1.319 1.338 1.303 1.332	539 564 562 574 557 576	170 178 169 169 162 167	. 94 . 98 . 109 . 115 . 100	419 435 418 422 428 424	55 55 61 59 56 57	392 431 421 443 370 455	189 186 195 196 152 204	74 81 68 70 68 74		42 44 53 56 45 55	63 79 58 83 71 76	24 40 47 37 35 45
						A lungo	termine						
2016 2017 2018	15.379 15.360 15.753	3.695 3.560 3.687	3.174 3.050 3.151	. 1.184 . 1.243 . 1.267	6.684 6.865 7.022	641 642 626	220 247 228	62 66 64	53 73 68		19 18 16	78 83 75	8 7 6
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	15.956 16.024 15.999 16.061 16.109 16.184	3.749 3.754 3.746 3.766 3.766 3.788	3.175 3.201 3.183 3.202 3.222 3.254	. 1.276 . 1.301 . 1.307 . 1.306 . 1.313 . 1.324	7.125 7.127 7.122 7.153 7.175 7.183	632 641 641 635 633 636	300 269 233 247 242 250	104 76 55 62 61 70	56 63 68 80 74 70		14 25 19 13 22 25	115 88 84 86 80 76	11 17 8 7 5

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

			Tit	toli di debit	0		Azioni quotate						
	Totale	IFM (incluso	Società	diverse dal	le IFM	Amminis pubb		Totale	IFM	Società finanziarie diverse	Società non finanziarie		
		l'Euro- sistema)	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			dalle IFM	imanziane		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
						Consistenze	;						
2016 2017 2018	16.620,2 16.600,8 16.975,2	4.213,2 4.079,3 4.191,4	3.309,9 3.205,3 3.325,4		1.243,5 1.312,6 1.339,7	7.149,9 7.303,6 7.446,0	703,7 699,9 672,7	7.089,5 7.954,7 7.027,2	537,6 612,5 465,1	1.080,2 1.249,6 1.099,4	5.471,6 6.092,6 5.462,7		
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	17.233,2 17.354,9 17.318,1 17.399,4 17.411,4 17.516,6	4.287,1 4.318,0 4.308,1 4.339,3 4.322,8 4.363,8	3.344,7 3.379,3 3.351,6 3.370,9 3.383,8 3.420,9		1.399,5 1.415,7	7.544,0 7.562,4 7.540,5 7.574,4 7.602,7 7.606,2	686,5 695,7 702,3 693,8 688,4 692,4	7.716,0 7.761,2 8.090,6 7.586,8 7.940,6 7.980,5	518,7 495,8 537,0 470,9 493,3 484,0	1.225,2 1.230,9 1.281,8 1.208,1 1.246,0 1.252,8	5.972,1 6.034,5 6.271,8 5.907,8 6.201,3 6.243,7		
					Та	sso di cresci	ita						
2016 2017 2018	0,3 1,3 1,9	-3,0 -0,5 1,7	-1,2 0,1 3,1		6,2 5,9 3,3	2,2 2,3 1,9	-0,1 0,5 -4,3	0,5 1,0 0,7	1,2 6,1 -0,1	0,9 2,8 2,4	0,4 0,2 0,4		
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	2,7 2,5 2,3 2,6 2,8 2,9	3,0 3,0 2,9 3,9 4,4 5,1	2,6 3,0 1,6 2,0 1,8 1,9		4,6 3,6 4,0 3,7 4,4 4,7	2,5 2,1 2,1 2,1 2,3 2,0	-1,6 0,0 0,7 0,6 1,0	0,5 0,4 0,0 0,0 0,0 -0,1	-0,1 -0,2 -0,2 -0,2 -0,1 -0,1		0,3 0,2 0,1 0,0 0,0 -0,1		

Fonte: BCE.

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

2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup> (medie nel periodo; indice: 1° trim. 1999 = 100)

				TC	CE-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 2017 2018		94,4 96,6 98,9	89,5 91,4 93,4	90,8 91,9 93,4	85,1 86,0 87,5	79,0 78,3 79,3	89,3 89,8 90,9	109,7 112,0 117,9	88,9 90,0 93,8
	3° trim 4° trim.	99,2 98,5	93,7 93,0	93,4 92,9	87,7 87,1	79,3 79,1	91,3 90,4	119,2 118,4	94,8 93,8
	1° trim. 2° trim.	97,4 97,3	91,7 91,4	92,1 91,6	85,9	78,6	89,1	116,7 116,8	92,1 91,9
	mar. apr. mag. giu. lug. ago.	96,9 96,7 97,4 97,9 97,5 98,1	91,1 91,0 91,4 91,9 91,4 91,9	91,5 91,3 91,8 91,9 91,1 91,4	- - - - -	- - - - -	- - - - -	116,2 116,1 117,0 117,4 116,5 117,6	91,6 91,4 91,9 92,2 91,4 92,1
				Vari	azione percentuale	e sul mese preced	dente		
2019	ago.	0,7	0,6	0,4 Vari	- azione percentuale	- e sull'anno preced	- dente	0,9	0,8
2019	ago.	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7

2.9 Tassi di cambio bilaterali (medie nel periodo; unità di valuta nazionale per euro)

	Renminbi	Kuna	Corona	Corona		Yen	Zloty		Leu	Corona	Franco	Dollaro
	cinese	croata	ceca	danese	ungherese	giapponese	polacco	britannica	romeno	svedese	svizzero	statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016 2017 2018	7,352 7,629 7,808	7,533 7,464 7,418	27,034 26,326 25,647	7,445 7,439 7,453	311,438 309,193 318,890	120,197 126,711 130,396	4,363 4,257 4,261	0,819 0,877 0,885	4,4904 4,5688 4,6540	9,469 9,635 10,258	1,090 1,112 1,155	1,107 1,130 1,181
2018 3° trim 4° trim.	7,915 7,895	7,417 7,420	25,718 25,864	7,455 7,462	324,107 322,995	129,606 128,816	4,303 4,299	0,892 0,887	4,6471 4,6605	10,405 10,320	1,144 1,137	1,163 1,141
2019 1° trim. 2° trim.	7,663 7,672	7,422 7,418	25,683 25,686	7,464 7,467	317,907 322,973	125,083 123,471	4,302 4,282	0,873 0,875	4,7358 4,7480	10,419 10,619	1,132 1,126	1,136 1,124
2019 mar. apr. mag.	7,587 7,549 7,674	7,421 7,428 7,419	25,676 25,677 25,768	7,462 7,465 7,468	315,924 321,181 324,978	125,674 125,436 122,948	4,297 4,286 4,296	0,858 0,862 0,872	4,7546 4,7584 4,7594	10,500 10,482 10,737	1,131 1,132 1,130	1,130 1,124 1,118
giu. lug. ago.	7,794 7,715 7,858	7,408 7,390 7,390	25,605 25,548 25,802	7,467 7,466 7,460	322,559 325,269 326,906	122,081 121,406 118,179	4,264 4,260 4,347	0,891 0,899 0,916	4,7250 4,7286 4,7280	10,626 10,560 10,736	1,117 1,108 1,089	1,129 1,122 1,113
					Variazion	e percentuale	e sul mese	precedente				
2019 ago.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
2019 ago.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	e percentuale -7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

Fonte: BCE.

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.

# 2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro: conto finanziario (miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze a fine periodo; transazioni nel periodo)

			Totale 1)		In	vestimenti diretti	Invest di port		Posizione netta in	Altri inve	estimenti	Riserve ufficiali	Per memoria:
		Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività	strumenti finanziari derivati	Attività	Passività		debito lordo esterno
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
						Consistenze	e (posizione	patrimonia	ale sull'estero)				
	2° trim. 3° trim. 4° trim. 1° trim.	25.683,4 25.848,2 25.145,7 26.292,8	26.256,5 26.265,3 25.478,1 26.450.1	-573,2 -417,1 -332,4 -157,3	10.999,6 10.967,4 10.679,9 10.900.8	9.039,5 8.923,6 8.813,7 8.851.1	8.752,4 8.891,9 8.481,9 9.091,7	10.907,1 10.984,8 10.369,2 11.127,4	-96,6 -80,1 -94,5 -100,1	5.337,9 5.395,1 5.359,4 5.659,2	6.309,9 6.356,9 6.295,2 6.471.6	690,0 673,9 719,1 741.1	14.294,7 14.343,2 14.054,3 14.431.9
		,-		,-		,	stenze (in p	,	,		, .	, .	, .
2019	1° trim.	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
							Tran	sazioni					
2018	2° trim. 3° trim. 4° trim.	26,5 -379,3 337,3	-58,8 -447,2 279,8	85,3 67,8 57,5	-110,6 -269,6 79,7	-93,6 -182,3 27,7	39,0 -35,4 52,9	-9,5 -143,7 142,3	34,9 29,9 6,6	62,0 -110,0 195,4	44,3 -121,2 109,7	1,3 5,8 2,7	-
2019	1° trim.	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2018 2019		293,8 -2,6 46,2 166,3 86,8 -80,8	291,1 -5,4 -5,9 189,6 45,9 -132,1	2,6 2,8 52,1 -23,3 40,9 51,3	53,7 20,6 5,4 29,0 12,8 -57,6	38,9 7,8 -18,9 73,7 -4,2 -67,4	38,3 -0,8 15,3 9,4 -0,2 -7,7	59,9 23,0 59,5 -8,6 58,3 3,5	1,0 -1,1 6,8 3,1 2,2 7,8	203,5 -21,6 13,5 121,7 70,2 -21,1	192,4 -36,2 -46,4 124,5 -8,1 -68,2	-2,7 0,2 5,2 3,2 1,8 -2,2	- - - - -
						Trai	nsazioni cui	mulate sui 1	12 mesi				
2019	mag.	156,8	-122,7	279,5	-316,3 <i>Tran</i>	-246,1 nsazioni cun	58,0 mulate sui 1	42,3 2 mesi in p	84,4 ercentuale del	318,2 PIL	81,1	12,6	-
2019	mag.	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

Fonte: BCE.

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

# 3.1 PIL e componenti della domanda (dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

							PIL					
	Totale				Doma	anda interna	1				Saldo con l'es	tero <sup>1)</sup>
		Totale	Consumi	Consumi		Investim	enti fissi lordi		Varazione delle	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
			piivati	CONCLIVI		Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intelletuale	scorte <sup>2)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
						A prezzi cor	renti (miliardi o	di euro)				
2016 2017 2018	10.806,0 11.183,8 11.544,0	10.340,5 10.702,9 11.053,2	5.853,0 6.025,6 6.197,9	2.228,6 2.292,4 2.357,4	2.211,7 2.325,1 2.425,8	1.053,5 1.116,8 1.189,5	686,2 720,2 757,2	466,4 482,7 473,9	47,1 59,8 72,0	465,5 480,9 490,8	4.938,7 5.303,1 5.560,7	4.473,1 4.822,2 5.069,8
2018 3° trim. 4° trim.	2.893,1 2.917,2	2.777,4 2.800,7	1.554,1 1.564,7	590,8 595,5	612,6 623,4	300,3 305,9	192,0 192,9	119,0 123,3	19,9 17,1	115,8 116,5	1.401,6 1.415,6	1.285,8 1.299,0
2019 1° trim. 2° trim.	2.939,5 2.959,2	2.807,5 2.829,9	1.572,9 1.583,9	599,9 604,9	627,1 633,3	312,5 314,5 A prezzi con	192,5 195,3 renti (miliardi d	120,8 122,2 di euro)	7,6 7,7	132,0 129,3	1.429,4 1.433,5	1.297,4 1.304,2
2018	100.0	95,7	53,7	20,4	21,0	10.3	6.6	4,1	0.6	4,3	_	_
						- , -	atena (a prezz		- , -	.,0		
					variazior	ni percentua	li sul trimestre	corrisponde	nte			
2018 3° trim. 4° trim.	0,2 0,3	0,4 0,3	0,2 0,4	0,2 0,4	0,5 1,5	0,1 1,3	0,8 0,5	1,0 3,6	-	-	0,4 1,0	0,9 1,0
2019 1° trim. 2° trim.	0,4 0,2	0,2 0,3	0,4 0,2	0,4 0,3	0,2 0,5	1,4 0,0	-0,1 1,2	-2,3 0,9	-	-	0,9 0,0	0,4 0,2
					variazio	ni percentua	ali sul periodo	corrisponder	nte			
2016 2017 2018	1,9 2,5 1,9	2,4 2,1 1,5	2,0 1,6 1,4	1,8 1,5 1,1	4,0 3,5 2,3	2,8 3,4 3,3	5,9 4,4 4,4	4,2 2,5 -2,9	- - -	- - -	3,0 5,4 3,5	4,2 4,8 2,8
2018 3° trim. 4° trim.	1,7 1,2	1,8 1,8	1,1 1,2	0,9 1,0	3,4 4,0	2,3 3,3	4,3 2,3	4,7 8,8	-	-	3,3 1,9	3,8 3,3
2019 1° trim. 2° trim.	1,3 1,2	1,4 1,2	1,1 1,2	1,3 1,3	4,0 2,8	4,7 2,9	3,2 2,4	3,6 3,2	-	-	3,4 2,4	3,8 2,6
			contribu	ti alla variaz	zione perd	entuale del	PIL sul trimes	tre corrispon	dente; punti	percent	tuali	
2018 3° trim. 4° trim.	0,2 0,3	0,4 0,3	0,1 0,2	0,0 0,1	0,1 0,3	0,0 0,1	0,1 0,0	0,0 0,1	0,2 -0,3	-0,2 0,0	-	-
2019 1° trim. 2° trim.	0,4 0,2	0,1 0,3	0,2 0,1	0,1 0,1	0,0 0,1	0,2 0,0	0,0 0,1	-0,1 0,0	-0,2 0,0	0,3 -0,1	-	-
			contribu	ıti alla varia	zione per	centuale de	PIL sul period	do corrispon	dente; punti	percent	uali	
2016 2017 2018	1,9 2,5 1,9	2,3 2,1 1,5	1,1 0,9 0,7	0,4 0,3 0,2	0,8 0,7 0,5	0,3 0,3 0,3	0,4 0,3 0,3	0,2 0,1 -0,1	0,0 0,1 0,0	-0,4 0,5 0,5	-	-
2018 3° trim. 4° trim.	1,7 1,2	1,8 1,7	0,6 0,6	0,2 0,2	0,5 0,7 0,8	0,3 0,2 0,3	0,3 0,2	0,2 0,3	0,3 0,0	-0,1 -0,5	- - -	-
2019 1° trim. 2° trim.	1,3 1,2	1,3 1,1	0,6 0,6	0,3 0,3	0,8 0,6	0,5 0,3	0,2 0,2	0,1 0,1	-0,4 -0,3	0,0 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) Incluse le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

# 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica (dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

						Valore ag	giunto lordo (a	prezzi base)	)				Imposte
		Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore ma- nifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costru- zioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunica- zione		Attività immobi- liari	Attività pro- fessionali, ammini- strative e servizi di supporto	Ammini- strazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi	al netto dei sussidi alla produzione
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							rezzi correnti	`					
2016 2017 2018		9.694,0 10.024,2 10.340,0	159,3 174,0 175,4	1.944,5 2.008,4 2.059,5	485,1 510,0 546,5	1.831,7 1.909,8 1.968,8	470,0	466,4	1.121,4	1.128,7	1.847,5 1.897,8 1.956,1	337,8	1.159,6
2018 3° 4°	trim. trim.	2.590,6 2.613,5	44,0 44,5	516,6 516,2	137,7 140,9	492,5 497,2			, -	295,4 299,5			
2019 1° 2°	trim. trim.	2.633,2 2.650,7	44,9 46,3	518,0 515,5	144,6 146,4	501,3 505,4				302,1 305,5	497,5 502,2		
_						in μ	percentuale de	el valore ag	giunto				
2018		100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
					Volum	calcolati su	indici a caten	a (a prezzi	dell'anno p	recedente)			
						variazioni p	ercentuali su	l trimestre c	orrisponde	nte			
2018 3° 4°	trim. trim.	0,2 0,3	-0,8 0,8	-0,2 -0,4	0,7 1,2								
2019 1° 2°	trim. trim.	0,5 0,1	0,7 0,0	0,0 -0,7	1,5 0,1	1,0 0,1							
						variazioni	percentuali su	ıl periodo co	orrispondei	nte			
2016 2017 2018		1,8 2,5 2,0	-1,4 1,0 1,0	3,0 3,4 1,9	1,6 2,5 3,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018 3° 4°	trim. trim.	1,7 1,2	0,1 0,0	1,3 -0,6	3,4 3,5	1,8 1,5			,		0,8 0,9		, -
2019 1° 2°	trim. trim.	1,4 1,1	0,4 0,7	-0,3 -1,3	4,6 3,5				,		1,1 1,2		-,-
			С	ontributi alla va	ariazione <sub>l</sub>	percentuale	del valore agg	giunto sul tri	imestre cor	rispondente;	punti percei	ntuali	
2018 3° 4°	trim. trim.	0,2 0,3	0,0 0,0	0,0 -0,1	0,0 0,1	0,0 0,1			-,-	- , -	0,1 0,1	-,-	
2019 1° 2°	trim. trim.	0,5 0,1	0,0	0,0 -0,1	0,1 0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0 0,1		-
		-,	(	contributi alla v	,	,	,	,	,	,	,	,	
2016 2017 2018		1,8 2,5 2,0	0,0 0,0 0,0	0,6 0,7 0,4	0,1 0,1 0,2	0,4 0,6	0,2 0,2	0,0 0,1	0,1 0,1	0,3 0,5	0,3 0,3	0,0 0,0	-
2018 3° 4°	trim. trim.	1,7 1,2	0,0 0,0	0,3 -0,1	0,2 0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3 0,3	0,1	0,0	-
2019 1° 2°	trim. trim.	1,4 1,1	0,0	-0,1 -0,3	0,2 0,2					0,2	0,2		

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

 $3.3 \ \ Occupazione^{\ 1)} \\ (dati \ trimestrali \ destagionalizzati; \ dati \ annuali \ non \ destagionalizzati)$ 

	Totale	Per st						Per settor	e di attività				
		Oc- cupati dipen- denti	Oc- cupati auto- nomi	Agricol- tura, silvicol- tura e pesca	Settore manifat- turiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costru- zioni	Com- mercio, servizi di trasporto, di alloggio e di risto- razione	Servizi di informa- zione e comuni- cazione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immo- biliari	Attività pro- fessionali, ammini- strative e servizi di supporto	Ammini- strazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratte- nimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
							Person	e occupate					
						percentua	ale sul totale	delle person	e occupate				
2016 2017 2018	100,0 100,0 100,0	85,4 85,8 86,0	14,6 14,2 14,0	3,2 3,2 3,1	14,8 14,7 14,7	5,9 6,0 6,0	24,9 24,9 24,9	2,8 2,8 2,9	2,6 2,5 2,4	1,0 1,0 1,0	13,5 13,8 13,9	24,2 24,2 24,1	7,0 7,0 6,9
2016	1.1	4 7	0.2	0.2		ر ariazioni) 0,3		sul periodo co	-		2,9	1.2	0.7
2016 2017 2018	1,4 1,6 1,5	1,7 2,0 1,8	-0,3 -0,7 -0,3	-0,3 -0,6 -0,4	0,8 1,2 1,4	1,8 2,6	1,5 1,7 1,5	3,1 3,1 3,2	-0,5 -1,4 -1,0	2,2 2,1 1,8	2,9 3,3 2,6	1,3 1,3 1,2	0,7 1,0 0,5
2018 3° trim. 4° trim.	1,4 1,4	1,7 1,6	-0,2 -0,2	0,0 -0,3	1,3 1,2	2,7 3,2	1,5 1,5	3,6 3,5	-1,2 -0,7	1,7 1,3	2,4 1,9	1,2 1,2	0,0 -0,1
2019 1° trim. 2° trim.	1,4 1,2	1,6 1,5	-0,1 -0,5	0,2 -1,9	1,2 0,9	2,6 1,7	1,3 1,3	3,9 3,9 lavorate	-0,3 -0,5	2,1 1,3	1,8 1,5	1,2 1,3	0,3 1,1
						nercei		tale delle ore	lavorate				
2016 2017 2018	100,0 100,0 100,0	80,7 81,1 81,5	19,3 18,9 18,5	4,3 4,2 4,2	15,3 15,3 15,3	6,6 6,7 6,8	25,7 25,7 25,7	3,0 3,0 3,1 sul periodo co	2,6 2,5 2,5	1,0 1,0 1,0	13,3 13,5 13,7	21,9 21,8 21,8	6,2 6,2 6,1
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017 2018	1,2 1,5	1,7 1,9	-0,9 -0,5	-1,1 0,2	1,0 1,2	1,8 2,9	1,2 1,2	2,9 3,0	-2,0 -1,1	2,2 1,9	2,9 2,8	0,8 1,3	0,4 0,3
2018 3° trim. 4° trim.	1,6 1,5	2,0 2,0	0,0 -0,3	0,7 0,0	1,1 1,2	3,6 3,5	1,4 1,4	3,6 3,7	-1,1 -0,4	2,1 0,8	3,1 2,3	1,3 1,4	0,3 0,4
2019 1° trim. 2° trim.	1,7 1,0	2,0 1,3	0,5 -0,5	1,2 -1,7	1,4 0,6	3,8 2,2	1,6 1,0	4,0 3,4 r persona occ	-0,1 -1,0	1,6 1,5	2,2 1,5	1,3 1,0	0,5 0,8
								sul periodo co	·	e			
2016 2017 2018 2018 3° trim. 4° trim.	0,0 -0,4 0,0 0,2	0,2 -0,3 0,1 0,3	-0,3 -0,3 -0,2 0,2 -0,1	0,1 -0,5 0,6 0,7	0,2 -0,2 -0,2 -0,2 -0,2	0,1 0,0 0,3 0,9	0,1 -0,5 -0,3 -0,1	0,0 -0,2 -0,1 0,1 0,2	0,4 -0,6 -0,1 0,0 0,4	0,5 0,1 0,1 0,4 -0,5	0,1 -0,3 0,2 0,7	0,0 -0,5 0,1 0,0	-0,1 -0,6 -0,2 0,3 0,5
2019 1° trim. 2° trim.	0,3 -0,2	0,4 -0,2	0,5 0,0	1,0 0,2	0,2 -0,3	1,2 0,4	0,3 -0,3	0,1 -0,6	0,3 -0,5	-0,5 0,2	0,3 0,1	0,0 -0,3	0,2 -0,3

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

	Forze di	Disoccu-					Disoco	cupazione						Tasso di posti
	lavoro, in milioni 1)	pazione in perc. delle forze	Tot	ale	Disoccupazione di lungo		Per	età			Per ge	enere		vacanti <sup>2)</sup>
		di lavoro 1)	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. delle forze di lavoro 1)	Ad	ulti	Gio	vani	Mas	schi	Femi	mine	
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016 2017 2018	162,028 162,659 163,301	4,3 4,1 3,8	16,258 14,761 13,393	10,0 9,1 8,2	5,0 4,4 3,8	13,294 12,094 10,964	9,0 8,1 7,4	2,965 2,667 2,429	20,9 18,8 17,0	8,484 7,637 6,900	9,7 8,7 7,9	7,774 7,124 6,493	10,4 9,5 8,6	1,7 1,9 2,1
2018 3° trim. 4° trim.	163,730 163,702	3,6 3,7	13,144 12,970	8,0 7,9	3,6 3,6	10,744 10,596	7,2 7,1	2,400 2,375	16,8 16,5	6,792 6,651	7,7 7,6	6,352 6,319	8,4 8,3	2,1 2,3
2019 1° trim. 2° trim.	163,278	3,6	12,690 12,417	7,7 7,6	3,5	10,371 10,166	6,9 6,8	2,319 2,251	16,1 15,6	6,480 6,387	7,4 7,3	6,209 6,029	8,2 7,9	2,3 2,3
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	- - - -	- - - -	12,713 12,563 12,500 12,413 12,338 12,322	7,8 7,7 7,6 7,6 7,5 7,5	- - - -	10,393 10,264 10,238 10,153 10,107 10,077	7,0 6,9 6,8 6,8 6,8 6,7	2,320 2,299 2,262 2,260 2,231 2,245	16,1 15,9 15,6 15,6 15,5 15,6	6,495 6,422 6,421 6,396 6,345 6,332	7,4 7,3 7,3 7,3 7,2 7,2	6,217 6,141 6,079 6,017 5,992 5,991	8,2 8,1 8,0 7,9 7,9	- - - - -

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

			Produzio	one industriale			Produzione	Indicatore		Vendite	al dettaglio		Immatricolazioni
		Totale escluse ostruzioni)	Ra	iggruppamenti prii	ncipali di indust	rie	nel settore delle costruzioni	BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	di nuove autovetture
		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
					Variazi	oni perce	ntuali sul pe	riodo corrispo	ondente				
2016 2017 2018	1,6 2,9 0,9	1,8 3,2 1,2	1,8 3,4 0,6	2,0 3,8 1,8	1,8 1,4 1,3	0,5 1,2 -1,5	3,0 3,1 2,1	0,6 7,9 2,7	1,6 2,5 1,6	1,0 1,6 1,3	2,3 3,5 1,9	1,3 1,0 0,6	7,2 5,7 0,8
2018 3° trim. 4° trim.	0,5 -1,9	0,7 -1,7	-0,3 -2,1	1,5 -2,0	1,0 -0,4	-1,2 -3,6	2,4 1,9	1,6 -1,0	1,3 1,5	1,1 1,4	1,5 1,7	0,1 1,7	3,4 -9,4
2019 1° trim. 2° trim.	-0,5 -1,4	-0,2 -1,5	-0,6 -2,1	-0,5 -2,8	1,4 1,6	-2,7 0,1	4,5 2,0	-3,2 -3,3	2,4 2,0	1,1 1,1	3,5 2,9	2,9 0,5	-3,6 -1,7
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	-0,2 -0,7 -0,7 -0,8 -2,6	0,7 0,2 -0,8 -0,8 -2,8	-0,5 -0,3 -1,1 -2,4 -2,6	0,3 1,1 -2,2 -1,8 -4,4	3,4 -0,2 1,9 3,1 -0,1	-6,1 -7,7 0,0 0,4 -0,1	6,9 5,9 3,0 1,7 1,0	-3,8 -3,0 -1,8 -5,0 -3,1	3,0 2,1 2,1 1,1 2,8 2,2	0,9 0,6 2,3 -0,3 1,2 1,3	4,6 3,7 1,8 2,5 4,4 2,8	2,9 1,8 1,5 -0,9 1,0 2,0	-2,3 -5,5 -0,2 1,1 -5,6
					Variazio	ni percer	tuali sul me	se precedent	e (dest.	)			
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug.	0,0 -0,2 -0,5 0,8 -1,6	0,5 -0,2 -0,8 0,8 -1,7	0,0 0,0 -0,9 -0,2 -0,8	0,0 0,8 -1,9 0,9 -4,0	0,6 -0,8 0,3 2,5 -2,6	-3,3 -0,8 1,8 0,5 -0,2	3,1 -0,2 -1,5 -0,5 0,0	-1,5 0,1 0,9 -1,9 0,8	0,7 0,1 0,2 -0,4 1,2 -0,6	0,3 0,4 0,0 -0,8 1,3 -0,3	1,1 -0,1 0,4 0,0 1,1 -1,0	-0,4 -0,6 -0,2 -1,4 1,8 0,0	-0,1 -3,6 4,8 2,8 -6,7

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

<sup>1)</sup> Non destagionalizzati.
2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vancanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale.

#### 3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Inda	gini congiu			sione europea salvo diversa i		iglie e le im	prese	Indagini	oresso i respo (indici di di		i acquisti
	Indice del cli- ma eco-		istria tturiera	Clima di fiducia delle fa-	Clima di fiducia nel settore	Clima di fiducia nel settore	Settore d	ei servizi	Indice dei responsa- bili degli	Produzione manifat- turiera	Attività nel settore	Prodotto in base all'indice
	nomico (media di lungo termine = 100)	Clima di fiducia del set- tore in- dustriale	Capacità utilizzata (in perc.)	miglie	delle costru- zioni	delle vendite al dettaglio	Indicatore del clima di fiducia per i ser- vizi	Capacità utilizzata (in perc.)	acquisti per l'industria manifattu- riera	tunera	dei servizi	composito
	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 2017 2018	104,1 110,1 111,2	-1,8 5,5 6,6	81,7 83,2 83,8	-8,1 -5,4 -4,9	-16,4 -4,2 6,1	0,6 2,3 1,3	11,3 14,6 15,2	88,9 89,8 90,3	52,5 57,4 54,9	53,6 58,5 54,7	53,1 55,6 54,5	53,3 56,4 54,6
2018 3° trim. 4° trim.	110,9 108,8	5,9 3,6	83,7 83,6	-5,1 -6,4	6,6 7,9	1,9 -0,3	15,3 13,4	90,3 90,4	54,3 51,7	54,0 51,0	54,4 52,8	54,3 52,3
2019 1° trim. 2° trim.	106,0 104,1	-0,5 -4,3	83,2 82,4	-7,0 -7,0	7,5 6,1	-1,0 -0,7	11,6 11,6	90,7 90,5	49,1 47,7	49,0 48,5	52,4 53,1	51,5 51,8
2019 mar. apr. mag. giu. lug. ago.	105,6 103,9 105,2 103,3 102,7 103,1	-1,6 -4,3 -2,9 -5,6 -7,3 -5,9	82,8 - - 81,9	-6,6 -7,3 -6,5 -7,2 -6,6 -7,1	7,5 6,5 4,1 7,6 5,0 3,7	0,3 -1,1 -0,9 0,1 -0,7 0,5	11,5 11,8 12,1 11,0 10,6 9,3	90,6 - - 90,5	47,5 47,9 47,7 47,6 46,5 47,0	47,2 48,0 48,9 48,5 46,9 47,9	53,3 52,8 52,9 53,6 53,2 53,5	51,6 51,5 51,8 52,2 51,5 51,9

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

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

				Famiglie						Società n	on finanzia	rie	
	Tasso	Tasso	Reddito	Investi-	Investi-		Ricchezza	Quota	Tasso	Tasso	Investi-	Investi-	Finanzia-
	di rispar- mio	di indebita- mento	disponi- bile lordo		mento non finanziario	fra debito	immobi- liare	di profit-	di ri- sparmio	di indebita- mento 4)	mento finanziario	mento non	mento
	(lordo) 1)	mento	reale	IIIIaiiziaiio	(lordo)	e patri-	liaic	to 3)	(netto)	mento	manziano	finanziario	
						monio netto 2)						(lordo)	
	Percentu	l ıale del red-	Varia	zioni nercent	tuali sul period		ndente	Percent	tuale del	Percentuale	Variazioni	percentuali	sul neriodo
	dito dispo	onibile lordo	Lioni percen	dan dar porioc	о остторо	idonio	valore a	aggiunto etto	del PIL		corrisponden		
	(corretto) 1 2 3			4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016 2017	12,1 11,7	93,8 93,7	1,8 1,4	2,0 2,1	6,1 7,2	3,3 4,3	2,7 4,2	35,7 34,5	7,7 6,9	139,0 137,3	4,9 3,7	6,1 4,5	2,9 2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim.	11,8	93,5 93,5 93,5	2,1 1,4 1,6	2,0 2,0 2,0	8,2 8,5 8,5	4,0 3,6 2,5	4,7 4,7 4,7	34,8 34,4 34,3	7,0 6,8 6,6	137,7 137,4 136,2	3,1 2,7 2,0	1,6 8,6 21,3	1,8 1,6 1,3
2019 1° trim.	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

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.

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

					Co	onto corrente	•					Conto Car	oitale 1)
		Totale		Bei	ni	Servi	zi	Redditi p	rimari	Redditi se	condari		
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim.	1.038,1 1.058,8 1.061,1	963,7 978,0 969,7	74,4 80,8 91,3	588,2 600,4 606,2	525,3 530,8 524,6	230,1 233,3 233,7	204,4 205,8 205,7	191,1 195,1 192,0	165,4 167,4 171,5	28,7 29,9 29,2	68,7 74,1 67,9	8,8 22,0 10,5	5,7 64,3 14,8
2019 1° trim.	1.043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2018 dic.	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
2019 gen. feb. mar. apr. mag.	348,9 351,1 346,9 350,9 346,2	318,6 328,4 323,8 320,6 327,8	30,4 22,7 23,1 30,3 18,4	200,8 203,6 197,9 199,7 199,3	173,2 177,9 174,0 172,8 174,1	77,1 79,3 77,1 77,0 78,0	68,1 68,7 70,9 71,4 75,1	62,3 58,2 63,2 64,8 60,0	55,3 59,5 58,4 56,9 55,8	8,7 10,0 8,7 9,3 8,8	21,9 22,3 20,5 19,5 22,8	3,6 3,0 2,4 3,0 3,6	4,1 6,1 1,9 2,0 2,3
		In	dici di volu	me (2000 =	: 100; varia	azioni percer	ntuali sul p	eriodo corri	spondente	e per le colo	nne 1 e 2)		
2019 mag.	4.201,8	3.883,6	318,2	2.391,8	2.101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
				tr	ansazioni	cumulate su	12 mesi i	n percentua	le del PIL				
2019 mag.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

<sup>1)</sup> I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

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

		Totale (no	on dest.)		Es	sportazioni	(f.o.b.)				Importaz	zioni (c.i.f.)		
		Esporta-	Importa-		To	otale		Per		Tot	ale		Per mem	oria:
		zioni	zioni		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	memoria: industria manifattu- riera		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
				Valori (r	miliardi di	euro; variaz	zioni percer	ntuali sul peri	odo corrisp	ondente p	er le colon	ne 1 e 2)		
2018	2° trim. 3° trim. 4° trim.	4,7 3,8 4,1	10,2 7,8 5,1	572,8 580,1 588,1	278,5 278,3 283,9	117,7 123,3 120,5	166,8 168,3 172,7	479,1 485,1 492,9	530,8 535,6 531,6	310,1 309,4 306,5	86,1 88,5 85,0	127,0 129,9 132,6	373,6 379,8 381,2	68,5 66,0 64,2
2019	1° trim.	2,4	2,4	582,4				485,8	529,7				378,0	
2018	dic.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
2019	gen. feb. mar. apr. mag.	6,2 3,5 5,4 7,1 -4,7	5,6 6,2 6,8 4,8 -4,2	195,4 197,5 192,7 195,5 194,3	94,2 94,9 92,4 91,6	40,0 40,0 39,1 40,4	57,1 58,7 58,2 59,0	163,9 164,6 159,8 163,3 162,7	174,8 178,9 177,4 175,9 176,4	100,8 103,2 101,8 101,1	27,5 28,5 27,9 28,3	43,9 45,0 44,8 43,7	126,2 128,0 126,8 125,0 126,2	21,0 22,2 21,8 22,3
			In	dici di vo	lume (200	0 = 100; va	riazioni per	rcentuali sul p	periodo co	risponden	te per le co	olonne 1 e 2	)	
2018	2° trim. 3° trim. 4° trim.	1,1 0,2 0,1	2,0 1,7 1,4	125,4 126,0 126,8	125,8 124,9 126,9	125,3 130,1 126,2	127,6 127,7 129,3	126,2 126,6 126,9	115,6 116,2 116,6	115,1 115,2 116,6	119,1 119,9 115,3	115,6 117,1 118,8	120,4 120,8 120,7	99,5 100,5 107,9
2019	1° trim.													
2018	nov. dic.	-5,0 -1,1	0,3 1,9	125,6 126,4	123,7 127,1	132,5 127,9	127,6 128,3	125,6 126,8	116,8 117,6	116,0 118,2	120,0 118,8	115,4 116,9	119,8 120,6	108,9 111,3
2019	gen. feb. mar. apr.	2,0 -0,7 0,9 3,3	1,5 0,8 2,4 1,3	126,6 127,5 123,6 125,3	126,3 127,1 123,1 122,1	125,6 125,1 121,4 125,9	128,4 131,2 129,6 130,2	126,7 127,1 122,9 125,6	115,3 116,9 115,8 115,1	115,0 116,7 114,9 113,6	112,4 114,6 113,1 117,0	118,8 120,9 120,4 118,0	120,5 121,2 120,7 119,5	105,8 106,5 98,8 99,2

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.

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

# 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹) (valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

			Totale			(dest.; va	riazione per	Total centuale ris		odo prece	edente)2)	Prezzi am	ministrati
	Indice: 2015 = 100		Totale  Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	tici	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
	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 2017 2018	100,2 101,8 103,6	0,2 1,5 1,8	0,8 1,0 1,0	-0,4 1,6 2,0	1,1 1,4 1,5	- - -	-	-	- - -	-	- - -	0,2 1,6 1,7	0,3 1,0 2,2
2018 3° trim. 4° trim.	104,1 104,3	2,1 1,9	1,0 1,0	2,6 2,3	1,5 1,5	0,5 0,3	0,4 0,3	0,3 0,3	0,1 0,1	2,7 1,6	0,3 0,2	2,1 1,8	2,4 2,8
2019 1° trim. 2° trim.	103,5 105,3	1,4 1,4	1,0 1,1	1,5 1,3	1,4 1,5	0,0 0,5	0,6 0,6	0,2 -0,2	0,1 0,1	-2,4 1,6	0,3 0,6	1,3 1,3	2,4 2,1
2019 mar. apr. mag. giu. lug. ago. <sup>3)</sup>	104,4 105,1 105,2 105,4 104,9 105,1	1,4 1,7 1,2 1,3 1,0	0,8 1,3 0,8 1,1 0,9 0,9	1,6 1,5 1,4 1,0 0,9	1,1 1,9 1,0 1,6 1,2 1,3	0,1 0,3 0,1 0,1 0,0 0,1	0,4 0,1 0,2 0,2 0,2 0,2	-1,3 0,0 0,5 0,4 0,4 0,9	-0,1 0,0 0,1 0,0 0,1 0,0	0,8 0,7 0,9 -1,2 -0,6 -0,6	0,2 0,5 -0,2 0,4 0,1 0,1	1,3 1,7 1,1 1,1 1,0	2,2 2,1 2,0 2,2 1,3

			Beni							Servizi		
	(inclus	Alimentai se le bevande e i tabacch	e alcoliche		Beni industria	lli	А	bitativi	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 2017 2018	0,9 1,8 2,2	0,6 1,5 2,1	1,4 2,4 2,3	-1,1 1,5 1,9	0,4 0,3 0,3	-5,1 4,9 6,4	1,1 1,3 1,2	1,1 1,2 1,2	0,8 2,1 1,5	0,0 -1,1 -0,1	1,3 2,1 2,0	1,2 0,8 1,4
2018 3° trim. 4° trim.	2,5 2,0	2,1 1,9	3,8 2,0	2,7 2,4	0,2 0,2	9,5 8,4	1,1 1,2	1,1 1,1	1,4 1,5	0,2 -0,3	2,2 1,9	1,3 1,7
2019 1° trim. 2° trim.	2,0 1,5	1,9 1,8	1,9 0,6	1,3 1,2	0,3 0,3	3,9 3,6	1,2 1,3	1,2 1,3	1,3 2,1	-0,6 -1,2	1,7 2,0	1,5 1,5
2019 mar. apr. mag. giu. lug. ago. <sup>3)</sup>	1,8 1,5 1,5 1,6 1,9 2,1	1,9	1,1 0,8 0,4 0,7 1,7 2,5	1,5 1,6 1,3 0,6 0,4	0,1 0,2 0,3 0,3 0,4 0,4	5,3 5,3 3,8 1,7 0,5 -0,6	1,2 1,3 1,3 1,5 1,5	1,2 1,2 1,2 1,4 1,5	1,1 2,5 1,5 2,2 2,1	-0,7 -1,2 -1,5 -0,9 -1,1	1,2 2,8 1,0 2,1 0,8	1,5 1,6 1,4 1,4 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.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

			Prezzi alla p	roduzio	ne dei ben		Prezzi	Prezzi	Indicatore				
	Totale (indice:		Totale		Industria	escluse le d	costruzi	oni e l'energia	1	Beni		degli immobili	sperimen- tale
	2010 = 100)		Industria manifattu- riera	Totale	Beni intermedi	di investi-		Beni di consumo		energetici		residen- ziali <sup>3)</sup>	dei prezzi degli immobili
			Пета			mento	Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non ali- mentari				commer- ciali 3)
	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 2017 2018	97,9 100,8 104,0	-2,1 3,0 3,2	-1,4 3,0 2,4	-0,5 2,1 1,5	-1,6 3,2 2,6	0,5 0,9 1,0	0,0 1,9 0,4	0,0 2,9 0,2	0,0 0,2 0,6	-6,9 5,6 8,1		4,0 4,3 4,8	5,0 4,8 4,2
2018 3° trim. 4° trim.	104,9 105,7	4,3 4,0	3,2 2,3	1,5 1,4	3,1 2,5	1,1 1,1	0,1 0,3	-0,3 -0,2	0,7 0,8	12,5 11,1	3,0 2,3	4,9 4,7	3,3 3,0
2019 1° trim. 2° trim.	105,4 104,8	3,0 1,6	1,3 1,0	1,1 0,9	1,3 0,7	1,5 1,5	0,4 1,0	-0,1 0,9	1,0 0,9	7,7 3,1	2,5	4,0	
2019 feb. mar.	105,5 105,4	3,0 2,9	1,5 1,7	1,2 1,1	1,3 1,2	1,6 1,6	0,5 0,2	0,0 -0,4	1,0 1,0	8,0 7,7	-	-	-
apr. mag.	105,1 105,0	2,6 1,6	1,6 1,2	1,1 1,0	1,2 0,8	1,5 1,6	0,8 1,0	0,6 0,9	1,0 0,9	6,4 3,1	-	-	-
giu. lug.	104,4 104,6	0,7 0,2	0,3 0,3	0,8 0,6	0,2 -0,2	1,5 1,5	1,2 1,0	1,3 1,1	0,9 0,8	-0,2 -1,7	-	-	-

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

				Def	latori del PI	L			Prezzo	Pre	ezzi delle ma	aterie prin	ne non e	e non energetiche (euro)		
	Totale (dest.; indice:	Totale		Domai	nda interna		Espor- tazioni <sup>1)</sup>	Impor- tazioni <sup>1)</sup>	del petrolio (euro	in base	Ponderati e alle import	azioni <sup>2)</sup>	ir	Ponderation base all'util		
	2010 = 100)		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi			per barile)	Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016 2017 2018	106,9 107,9 109,2	0,8 0,9 1,3	0,4 1,3 1,7	0,4 1,3 1,5	0,5 1,4 1,7	0,7 1,6 1,9	-1,3 1,9 1,3	-2,4 2,9 2,3	39,9 48,1 60,4	-2,0 5,8 -0,9	-1,4 -3,5 -6,3	-2,8 16,6 4,3	-3,1 6,7 -0,2	-3,7 -1,6 -5,5	-2,3 17,8 5,7	
2018 3° trim. 4° trim.	109,3 109,9	1,2 1,4	1,9 2,0	1,7 1,7	1,9 1,7	2,3 2,1	2,2 1,7	3,8 2,9	64,8 59,5	2,0 1,9	-3,4 0,1	7,1 3,6	3,1 2,3	-2,2 0,2	8,8 4,4	
2019 1° trim. 2° trim.	110,3 110,8	1,5 1,6	1,6 1,6	1,3 1,4	1,6 1,6	2,2 2,2	1,3 1,1	1,6 1,2	55,6 61,0	3,2 -1,8	3,7 -0,6	2,8 -2,8	3,9 -0,1	5,2 4,8	2,7 -4,9	
2019 mar. apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8 63,4	4,3 2,0	2,4 1,2	6,0 2,8	5,9 4,3	6,3 7,5	5,5 1,0	
mag. giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1 56,0	-4,2 -2,9	-3,3 0,5	-5,0 -5,8	-2,3 -2,1	2,6 4,4	-7,1 -8,4	
lug. ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1 53,3	2,9 -1,0	4,2 1,0	1,8 -2,7	3,0 -1,2	7,8 3,3	-1,6 -5,7	

Solo vendite interne.
 Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

<sup>3)</sup> 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).

Fonti: Eurostat, eleborazioni 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.

# 4.4 Indagini qualitative sui prezzi (dati destagionalizzati)

	Indagini del	lla Commissione (si	e europea press aldi percentuali)	•	e imprese	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)					
	Aspettative sui	i prezzi di vendi	ta (per i tre mes	i successivi)	Tendenze	Prezzi de	egli input	Prezzi applicat	i alla clientela		
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	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 2017 2018	-0,4 9,2 11,5	2,3 5,1 7,4	4,4 6,9 9,4	-7,1 2,5 12,1	0,6 12,7 20,3	49,8 64,6 65,4	53,9 56,3 57,9	49,3 55,1 56,1	49,6 51,6 52,7		
2018 3° trim. 4° trim.	11,1 11,9	7,5 8,5	9,0 10,0	12,4 13,0	21,2 23,9	65,2 62,6	58,4 58,4	55,5 54,5	52,8 52,7		
2019 1° trim. 2° trim.	8,9 4,6	8,2 7,2	10,4 9,1	11,4 6,1	20,4 19,7	53,9 50,6	57,7 57,1	53,0 51,2	53,1 52,3		
2019 mar. apr. mag. giu. lug. ago.	6,9 5,2 5,3 3,2 1,4 2,2	7,8 8,3 7,7 5,5 6,8 6,0	10,4 10,1 8,2 9,0 8,5 8,7	8,9 7,8 6,7 3,9 4,0 4,4	21,5 15,6 22,6 21,0 18,7 18,1	52,3 52,7 51,2 48,0 46,3 46,7	56,8 57,7 57,5 56,2 56,7 56,8	52,3 51,4 51,6 50,6 48,8 49,4	53,3 53,1 51,6 52,3 52,3 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	Totale	Per com	ponente	Per settore	e di attività	Per memoria:
	(indice: 2016 = 100		Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
	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 2017 2018	100,0 101,8 104,1	1,3 1,8 2,2	1,4 1,8 2,1	1,0 1,8 2,7	1,1 1,9 2,4	1,6 1,6 1,8	1,4 1,5 2,0
2018 3° trim. 4° trim.	100,8 110,6	2,4 2,3	2,3 2,3	2,9 2,4	2,6 2,3	2,1 2,4	2,1 2,1
2019 1° trim. 2° trim.	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3 2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

# 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)

( 1 1 1 )	Totale	Totale		.,			Per settore	di attività	,		,	
	(indice: 2010 =100)		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	Amministrazio- ne 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
0010	105.0					Costo del lavo		<u> </u>				
2016 2017	105,6 106,3	0,8 0,7		-0,7 -0,8	0,5 1,0		-0,2 0,6					2,0 1,6
2018	108,1	1,7		1,5			1,8					
2018 3° trim.	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	
4° trim.	109,0	2,4		3,5		2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	
2019 1° trim.	109,4			3,6			1,4					
2° trim.	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8		1,6		2,7	2,1	2,0	2,7
							iti per occupa					
2016 2017	109,6 111,4	1,3 1,6	0,1 0,8	1,4 1,4	1,8 1,7	1,5	0,6	2,4 0,8	2,8		1,4 1,6	1,5
2017	111,4	2,1	2,1	1,4	1,7	1,5 2,4	2,3 2,8	1,4	2,5 3,2		2,0	1,5 2,3
2018 3° trim.		2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
4° trim.		2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 1° trim.	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
2° trim.	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
						Produttività d	•					
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2		-0,4	0,3	-0,5
2017 2018	104,8 105,2	0,9 0,4	1,5 1,5	2,2 0,4	0,7 0,8	1,3 0,7	1,8 1,0	2,7 1,7	-1,6 -0,4	0,8 0,7	0,3 -0,2	-0,1 0,2
2018 3° trim.	105,3	0.2	0,1	0.0	0.7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
4° trim.	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 1° trim.	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
2° trim.	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
							per ora lavor					
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017 2018	113,3 115,6	1,9 2,0	1,0 1,8	1,5 2,0	1,6 1,2	1,8 2,4	2,5 2,7	1,4 1,5	2,4 2,7	2,7 2,4	2,1 1,9	2,1 2,1
2018 3° trim.	,	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
4° trim.		1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 1° trim.	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
2° trim.	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
						Produttivi	ità per ora lav	orata				
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6			0,3	-0,4
2017 2018	107,2 107,7	1,3 0,5	2,1 0,8	2,4 0,6	0,8 0,5	1,8 1,0	2,0 1,2	3,3 1,8	-1,7 -0,5	1,2 0,5	0,8 -0,3	0,6 0,3
2018 3° trim.	,	0,3	-0,6	0,0	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,3
4° trim.	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,4	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,1
2019 1° trim.	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
2° trim.	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

						M3						
			M2	2					M3-M2			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino		-	Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni	Titoli di debito con scadenza fino		
	1	2	3	4	a 3 mesi 5	6	7	8	monetari 9	a 2 anni 10	11	12
						Consiste			-			
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	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
2° trim.	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
2019 feb.	1.172,8	7.190,1	8.362,9	1.125,1	2.308,9	3.433,9	11.796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12.430,0
mar.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
apr.	1.182,2	7.307,3	8.489,5	1.126,3	2.327,2	3.453,5	11.943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12.570,3
mag.	1.185,4	7.365,5	8.550,9	1.124,6	2.335,2	3.459,8	12.010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12.639,2
giu.	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
lug. <sup>(p)</sup>	1.193,1	7.492,8	8.685,9	1.099,5	2.345,0	3.444,5	12.130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12.768,2
						Transaz	oni					
2016	38,1	541,6	579,7	-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	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
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	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
2° trim.	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 feb.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
mar.	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
apr.	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
mag.	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
giu.	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
lug. <sup>(p)</sup>	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
					Va	ariazioni per	rcentuali					
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	10,0	-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	2,5	-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	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
2° trim.	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. (p)	5,0 5,6 5,2 4,9 4,8 5,0	6,9 7,8 7,7 7,6 7,7 8,3	6,6 7,5 7,4 7,2 7,2 7,8	-4,9 -5,5 -3,7 -3,9 -6,2 -5,5	2,2 2,6 2,8 3,0 3,0 3,0	-0,2 -0,2 0,6 0,7 -0,1 0,1	4,5 5,2 5,3 5,2 5,0 5,5	-7,1 -1,1 -4,6 -2,4 1,1 10,7	-1,7 -1,7 -0,8 -0,3 -1,0	-4,1 -49,5 -42,9 -28,2 -39,6 -40,5	-2,6 -6,3 -5,8 -3,4 -4,7 -1,2	4,1 4,5 4,7 4,8 4,5 5,2

<sup>1)</sup> I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

5.2 Depositi di M3 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)

		Società	non finan	ziarie 2)				Famiglie 3)			Società	Imprese	Altre
	Totale	Depositi a vista	Con durata presta- bilita fino a 2 anni	Rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata presta- bilita fino a 2 anni	Rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicu- razione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	di assicu- razione e fondi pensione	ammini- strazioni pubbli- che 4)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
						(	Consistenz	e					
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 2018	2.239,0 2.336,5	1.795,5 1.900,3	285,7 280,8	148,8 147,5	9,1 7,8	6.315,2 6.643,0	3.700,7 4.034,7	562,0 517,3	2.051,9 2.089,8	0,7 1,2	998,6 1.004,6	204,4 200,2	412,6 431,2
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° trim.	2.383,9 2.407,2	1.960,5 1.985,8	269,6 263,8	147,9 150,2	5,9 7,4	6.753,9 6.844,1	4.126,3 4.203,9	515,0 510,3	2.111,2 2.128,0	1,3 1,9	977,7 1.012,3	213,2 217,4	462,3 462,3
2019 feb. mar. apr. mag. giu.	2.347,9 2.383,9 2.390,9 2.401,7 2.407,2	1.919,0 1.960,5 1.963,1 1.977,0 1.985,8	275,8 269,6 271,7 268,5 263,8	147,0 147,9 148,8 149,2 150,2	6,1 5,9 7,2 7,0 7,4	6.723,4 6.753,9 6.789,7 6.828,6 6.844,1	4.103,0 4.126,3 4.156,2 4.188,3 4.203,9	516,8 515,0 513,5 512,7 510,3	2.102,0 2.111,2 2.118,3 2.126,1 2.128,0	1,5 1,3 1,7 1,6 1,9	965,2 977,7 983,4 990,2 1.012,3	206,0 213,2 211,7 216,7 217,4	452,1 462,3 459,0 458,7 462,3
lug. (p)	2.438,0	2.018,0	263,2	150,4	6,4	6.898,1	4.253,7	508,8	2.133,4	2,1	1.003,2	220,9	453,6
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	Transazior 334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-40,5 -81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 3° trim. 4° trim.	25,9 27,3	35,4 14,2	-9,9 13,0	0,6 -0,7	-0,2 0,9	76,0 96,6	75,5 88,3	-10,7 -7,5	11,3 15,7	0,0 0,1	-29,2 17,2	-8,0 -12,4	11,4 -6,8
2019 1° trim. 2° trim.	50,1 26,8	61,9 28,1	-11,4 -5,4	0,8 2,6	-1,2 1,5	109,7 90,2	90,9 78,1	-2,7 -4,8	21,4 16,3	0,1 0,6	-31,8 34,9	12,4 4,5	30,5 -0,3
2019 feb.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
mar. apr.	34,0 7,0	40,0 2,7	-6,6 2,1	0,8 1,0	-0,2 1,3	29,7 35,1	22,8 29,8	-2,1 -2,0	9,2 6,9	-0,3 0,4	9,8 6,4	7,0 -1,6	10,0 -3,3
mag.	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0.3
giu. lug. <sup>(p)</sup>	8,1 30,2	10,5 31,1	-4,1 0,1	1,3 0,0	0,4 -1,0	16,3 53,6	16,3 49,6	-1,9 -1,8	1,7 5,4	0,3 0,3	23,8 -12,8	1,0 3,3	3,3 -8,7
						Varia	zioni perce	entuali					
2016 2017 2018	6,8 8,6 4,2	10,4 11,2 5,7	-7,9 -1,1 -2,5	0,3 -0,5 -0,7	1,4 12,5 -16,0	5,2 4,2 5,2	10,9 8,9 8,8	-6,7 -12,7 -8,0	0,7 1,7 2,2	-29,3 -65,5 65,1	2,5 5,8 -0,2	-12,5 3,2 -2,3	5,2 7,0 4,3
2018 3° trim. 4° trim.	4,8 4,2	7,0 5,7	-6,8 -2,5	0,3 -0,7	27,4 -16,0	4,5 5,2	8,4 8,8	-10,0 -8,0	1,9 2,2	-45,8 65,1	1,0 -0,2	5,2 -2,3	4,8 4,3
2019 1° trim. 2° trim.	5,9 5,7	7,7 7,6	-2,7 -4,9	0,2 2,3	-17,5 12,4	5,7 5,8	8,9 8,6	-5,5 -4,8	2,9 3,1	-18,1 73,3	-2,4 -0,9	0,4 -1,7	10,8 8,1
2019 feb.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
apr. mag.	5,8 5,5	7,1 6,8	-0,6 -1,3	1,6 1,4	0,1 8,9	5,8 6,0	8,9 8,9	-5,2 -4,7	2,9 3,2	1,5 20,2	0,1 -0,7	-0,5 0,3	9,2 8,8
giu. lug. <sup>(p)</sup>	5,7 7,0	7,6 8,8	-4,9 -3,0	2,3 2,4	12,4 -8,1	5,8 6,1	8,6 9,2	-4,8 -4,6	3,1 3,1	73,3 15,9	-0,9 -0,2	-1,7 1,5	8,1 6,2

Fonte: BCE.

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

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

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

<sup>4)</sup> Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

#### 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)

			le amminis	trazioni				Credito ad a	altri residenti i	nell'area dell'eu	iro		
		Totale	Prestiti	Titoli	Totale			F	restiti			Titoli	Azioni e
				di debito		Tot	ale Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie 3)	A famiglie 4)	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicu- razione e fondi pensione	di debito	partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							C	Consistenze					
2016 2017 2018		4.389,3 4.625,9 4.687,0	1.084,0 1.033,3 1.007,4	3.292,1 3.578,7 3.668,2	12.881,4 13.116,4 13.418,1	10.711,1 10.874,1 11.127,0	10.982,1 11.167,4 11.484,9	4.311,4 4.325,4 4.408,8	5.449,3 5.600,0 5.741,5	836,7 839,1 848,8	109,6 127,9	1.387,4 1.442,4 1.520,0	782,9 799,8 771,0
2018	3° trim. 4° trim.	4.627,4 4.687,0	1.003,5 1.007,4	3.609,9 3.668,2	13.363,1 13.418,1	11.064,5 11.127,0	11.394,1 11.484,9	4.396,2 4.408,8	5.702,0 5.741,5	841,9 848,8	124,4 127,9	1.513,8 1.520,0	784,8 771,0
2019	1° trim. 2° trim.	4.662,8 4.633,4	1.001,3 1.000,7	3.650,1 3.621,0	13.527,0 13.642,4	11.196,3 11.293,8	11.548,1 11.668,4	4.422,3 4.461,7	5.788,2 5.825,7	854,4 874,9	131,4	1.527,4 1.546,6	803,4 802,0
2019	feb. mar. apr. mag. giu. lug. <sup>(p)</sup>	4.684,7 4.662,8 4.639,6 4.632,4 4.633,4 4.673,6	1.000,8 1.001,3 998,2 1.004,3 1.000,7 1.000,6	3.672,0 3.650,1 3.630,0 3.616,4 3.621,0 3.661,4	13.502,5 13.527,0 13.570,4 13.592,9 13.642,4 13.680,0	11.179,4 11.196,3 11.234,0 11.257,4 11.293,8 11.338,8	11.548,1 11.591,2 11.623,7 11.668,4 11.710,6	4.425,2 4.422,3 4.443,8 4.463,9 4.461,7 4.486,4	5.770,5 5.788,2 5.800,5 5.807,5 5.825,7 5.842,7	857,4 854,4 864,1 862,8 874,9 876,1	131,4 125,7	1.533,1 1.527,4 1.523,3 1.533,9 1.546,6 1.534,2	789,9 803,4 813,1 801,6 802,0 807,0
2040		405.0	24.5	500.0	240.0	005.0		Fransazioni	404.4	40.0	44.0	00.0	2.0
2016 2017 2018		485,9 289,7 92,5	-34,5 -43,2 -28,3	520,3 332,3 120,8	319,6 362,7 372,6	235,8 274,8 304,7	259,9 315,6 378,4	82,5 82,7 124,0	121,1 173,7 166,2	43,2 22,0 -3,6	-11,0 -3,5 18,1	80,3 64,3 89,4	3,6 23,6 -21,4
2018	3° trim. 4° trim.	48,0 40,8	-16,2 4,0	64,5 36,8	105,3 66,0	91,0 60,1	88,0 92,6	48,7 16,5	49,9 42,0	-12,1 -1,8	4,5 3,4	18,6 13,6	-4,2 -7,7
2019	1° trim. 2° trim.	-41,0 -56,9	-6,8 -1,4	-34,2 -55,8	107,5 126,4	83,1 113,8	78,7 134,4	25,2 53,8	50,1 38,7	6,0 24,2	1,8 -2,8	-1,7 17,5	26,1 -4,9
2019	feb. mar. apr. mag. giu. lug. (p)	10,9 -38,8 -22,2 -8,3 -26,4 14,8	-4,8 0,4 -3,2 5,9 -4,1 -0,2	15,3 -38,7 -19,0 -14,5 -22,3 15,0	46,4 26,2 40,5 34,0 52,0 34,7	25,0 23,1 41,7 25,6 46,6 45,0	32,2 27,7 46,6 33,7 54,0 43,0		12,9 18,8 12,6 7,6 18,4 17,1	-4,1 -2,4 8,6 -1,5 17,1 -0,1	-1,4 3,5 -5,7 -2,5 5,3 2,2	7,1 -8,7 -6,3 13,9 10,0 -14,2	14,3 11,8 5,2 -5,5 -4,6 3,9
							Varia	zioni percent	uali				
2016 2017 2018		12,4 6,6 2,0	-3,1 -4,0 -2,7	18,7 10,2 3,4	2,5 2,8 2,8	2,3 2,6 2,8	2,4 2,9 3,4	1,9 1,9 2,9	2,3 3,2 3,0	5,5 2,7 -0,4	-8,9 -3,1 16,5	6,1 4,6 6,2	0,5 3,0 -2,7
2018	3° trim. 4° trim.	3,1 2,0	-4,4 -2,7	5,3 3,4	3,0 2,8	3,0 2,8	3,4 3,4	3,2 2,9	3,1 3,0	-0,3 -0,4	11,7 16,5	5,9 6,2	-1,1 -2,7
2019	1° trim. 2° trim.	1,8 -0,2	-2,4 -2,0	3,0 0,3	2,8 3,1	2,7 3,2	3,2 3,5		3,1 3,2	-1,3 1,8	14,8 5,8	4,1 3,2	1,9 1,2
2019	feb. mar. apr. mag. giu. lug. (p)	2,5 1,8 1,3 0,6 -0,2 -0,5	-2,6 -2,4 -2,7 -2,2 -2,0 -1,4	4,0 3,0 2,5 1,5 0,3 -0,2	2,8 2,8 2,7 2,6 3,1 2,9	2,7 2,7 2,8 2,7 3,2 3,2	3,3 3,2 3,4 3,3 3,5 3,6	2,5 2,8 2,7 3,3	3,2 3,1 3,2 3,1 3,2 3,2	-1,4 -1,3 0,6 -0,4 1,8 2,5	10,6 14,8 5,4 1,6 5,8 7,1	5,3 4,1 2,6 3,1 3,2 1,2	-0,3 1,9 1,2 0,5 1,2 1,8

Fonte: BCE.

<sup>1)</sup> 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.

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

<sup>4)</sup> Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

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 finanziari	ie <sup>2)</sup>		Prestiti corretti al consumo di abitazioni per l'acquisto di abitazioni pe				
	To	Prestiti corretti 4)	Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	To	Prestiti		per l'acquisto	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consiste	enze				
2016 2017 2018	4.311,4 4.325,4 4.408,8	4.309,1 4.360,1 4.494,3	1.013,3 987,3 995,7	795,7 820,2 844,3	2.502,4 2.517,9 2.568,7	5.600,0 5.741,5	5.866,6 6.023,3	654,4 683,5	4.217,0 4.353,9	749,3 728,6 704,1
2018 3° trim. 4° trim.	4.396,2 4.408,8	4.459,8 4.494,3	999,7 995,7	836,2 844,3	2.560,4 2.568,7	, -				711,7 704,1
2019 1° trim.	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4					704,1
2° trim.	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5					696,8
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. <sup>(p)</sup>	4.425,2 4.422,3 4.443,8 4.463,9 4.461,7 4.486,4	4.506,1 4.508,9 4.528,0 4.546,6 4.555,9 4.575,9	980,1 979,9 984,9 982,4 978,6 987,1	851,5 852,0 858,9 865,7 867,7 874,7	2.593,7 2.590,4 2.600,0 2.615,9 2.615,5 2.624,6	5.788,2 5.800,5 5.807,5 5.825,7	6.065,7 6.083,2 6.098,7 6.112,2	694,4 695,7 701,0 707,6	4.391,6 4.405,3 4.409,5 4.421,3	704,0 702,2 699,5 697,0 696,8 694,9
·					Transaz	zioni				
2016 2017 2018	82,5 82,7 124,0	100,4 131,7 176,1	-14,7 -0,3 19,6	43,2 38,0 33,5	54,0 45,0 70,8	173,7	165,5	45,1	134,3	-8,4 -5,8 -9,8
2018 3° trim. 4° trim.	48,7 16,5	47,8 40,9	16,4 -2,3	9,7 7,4	22,6 11,3					-0,9 -4,9
2019 1° trim. 2° trim.	25,2 53,8	23,7 58,4	-14,3 2,6	10,3 18,6	29,2 32,7					-0,3 -1,7
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. <sup>(p)</sup>	17,6 3,2 26,1 21,9 5,8 25,9	17,3 8,3 23,7 18,8 15,8 21,8	0,7 -0,8 6,4 -2,4 -1,4 8,3	5,3 2,2 7,2 7,0 4,4 7,3	11,6 1,9 12,6 17,4 2,8 10,3	18,8 12,6 7,6	16,1 17,4 16,9	3,9 2,8 5,6	15,8 10,2 4,2	0,5 -0,9 -0,4 -2,2 0,8 -1,7
					Variazioni pe	ercentuali				
2016 2017 2018	1,9 1,9 2,9	2,4 3,1 4,1	-1,4 0,0 2,0	5,7 4,8 4,1	2,2 1,8 2,8	2,3 3,2 3,0	2,0 2,9 3,2	4,1 7,3 6,1	2,7 3,3 3,2	-1,1 -0,8 -1,4
2018 3° trim. 4° trim.	3,2 2,9	4,3 4,1	3,3 2,0	4,6 4,1	2,8 2,8	3,1 3,0	3,1 3,2	6,9 6,1	3,2 3,2	-0,9 -1,4
2019 1° trim. 2° trim.	2,5 3,3	3,7 3,9	-1,2 0,2	4,6 5,6	3,3 3,8	3,1 3,2	3,3 3,3	6,1 6,4	3,5 3,4	-1,5 -1,1
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. (P)	2,6 2,5 2,8 2,7 3,3 3,3	3,8 3,7 3,9 3,8 3,9 3,9	0,1 -1,2 -0,9 -1,6 0,2 -0,2	4,5 4,6 5,3 5,5 5,6 5,7	3,0 3,3 3,4 3,5 3,8 3,9	3,2 3,1 3,2 3,1 3,2 3,2	3,3 3,3 3,3 3,3 3,3 3,4	6,0 6,1 5,8 6,1 6,4 6,2	3,5 3,5 3,5 3,4 3,4 3,5	-1,2 -1,5 -1,3 -1,6 -1,1 -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 IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, 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 IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

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 o	delle IFM	
	Detenute dalle	Passività		mine nei confr Il'area dell'eur		residenti	Attività nette		Altre	
	ammini- strazioni centrali <sup>2)</sup>	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	sull'estero		Totale  Operazioni pronti contro termine con controparti centrali 3)	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali 3)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consist	enze				
2016 2017 2018	307,7 343,9 378,9	6.955,9 6.768,4 6.808,8	2.089,5 1.968,3 1.941,4	70,9 59,7 56,0	2.145,9 2.014,1 2.090,6	2.649,6 2.726,2 2.720,8	1.124,8 935,5 1.028,6	257,0 299,8 428,5	143,5 187,0	121,6 92,5 194,9
2018 3° trim. 4° trim.	403,7 378,9	6.693,6 6.808,8	1.934,8 1.941,4	56,9 56,0	2.048,5 2.090,6	2.653,5 2.720,8	881,1 1.028,6	424,5 428,5	177,3 187,0	183,0 194,9
2019 1° trim. 2° trim.	367,4 366,6	6.903,1 6.980,2	1.937,7 1.955,8	55,6 57,6	2.144,8 2.132,3	2.764,9 2.834,6	1.174,3 1.315,2	418,6 434,7	199,0 191,5	212,3 207,8
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. <sup>(p)</sup>	409,0 367,4 362,2 361,8 366,6 370,5	6.875,6 6.903,1 6.892,0 6.905,8 6.980,2 7.015,8	1.936,6 1.937,7 1.934,7 1.932,2 1.955,8 1.927,8	55,6 55,6 56,0 56,5 57,6 58,1	2.140,6 2.144,8 2.129,7 2.130,3 2.132,3 2.148,5	2.742,7 2.764,9 2.771,5 2.786,8 2.834,6 2.881,5	1.110,1 1.174,3 1.196,5 1.271,1 1.315,2 1.399,7	417,2 418,6 417,9 410,5 434,7 401,2	199,0 216,8 212,8 191,5	210,5 212,3 232,2 229,2 207,8 224,1
					Transa	zioni				
2016 2017 2018	22,0 39,1 39,0	-122,9 -74,9 45,1	-71,3 -83,7 -37,8	-8,6 -6,6 -4,9	-118,7 -72,0 17,0	75,7 87,4 70,8	-278,3 -92,5 64,6	-90,2 -66,2 45,2	-61,2	-12,0 -28,5 24,2
2018 3° trim. 4° trim.	76,4 -24,1	29,8 16,4	-16,2 -0,5	-1,5 -0,9	19,2 3,4	28,4 14,4	38,9 34,7	-11,3 21,8	3,2 9,7	-0,8 11,9
2019 1° trim. 2° trim.	-11,4 -0,7	50,8 46,8	-10,7 20,5	-0,3 2,0	44,7 -1,8	17,1 26,2	109,7 109,0	-7,1 39,4	2,7 -7,1	5,5 -4,5
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. <sup>(p)</sup>	31,5 -41,4 -5,2 -0,4 4,8 3,9	21,3 8,4 -5,4 5,2 47,1 -3,5	-3,3 -1,5 -2,6 -1,8 24,8 -29,1	0,0 0,0 0,3 0,6 1,1 0,4	26,3 -1,4 -14,0 -0,9 13,1 10,0	-1,8 11,3 10,9 7,2 8,1 15,3	42,7 48,0 26,5 58,9 23,6 59,0	19,1 7,6 2,5 -13,5 50,4 -24,9		2,1 -10,2 19,8 -2,9 -21,4 16,3
					Variazioni p	ercentuali				
2016 2017 2018	7,8 12,6 11,3	-1,7 -1,1 0,7	-3,4 -4,0 -1,9	-10,9 -9,7 -8,1	-5,3 -3,4 0,8	2,9 3,3 2,7	- - -	- - -	6,3 -29,8 11,0	-9,0 -23,5 2,2
2018 3° trim. 4° trim.	14,3 11,3	0,0 0,7	-2,8 -1,9	-9,3 -8,1	0,0 0,8	2,3 2,7		-	7,5 11,0	3,9 2,2
2019 1° trim. 2° trim.	8,8 12,0	1,3 2,1	-1,6 -0,4	-6,4 -1,3	2,5 3,2	2,7 3,2	-	-	18,9 5,1	12,7 6,7
2019 feb. mar. apr. mag. giu. lug. (P)	19,7 8,8 4,6 8,7 12,0 5,5	1,4 1,3 1,1 1,3 2,1 1,9	-1,8 -1,6 -1,9 -1,6 -0,4 -1,9	-7,1 -6,4 -5,4 -3,8 -1,3 0,5	2,9 2,5 2,2 2,4 3,2 3,8	2,8 2,7 2,6 2,8 3,2 3,4	- - - - -	- - - - -	35,9 18,9 40,6 14,4 5,1 7,1	27,9 12,7 44,3 15,9 6,7 9,9

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)

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

		ate			Spese								
	Totale		Entrate	correnti		Entrate	Totale			Spese corre	enti		Spese
	1 46,2 45		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti	in conto capitale			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	in conto capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015 2016 2017 2018	46,2 46,0 46,1 46,3	45,7 45,5 45,7 45,9	12,5 12,5 12,8 13,0	13,0 12,9 12,9 13,0	15,2 15,2 15,2 15,2	0,5 0,5 0,4 0,4	48,3 47,5 47,0 46,8	44,4 44,0 43,3 43,1	10,0 9,9 9,8 9,8	5,2 5,2 5,2 5,2	2,3 2,1 2,0 1,8	22,7 22,7 22,4 22,3	3,9 3,6 3,8 3,7
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim. 2019 1° trim.	46,2 46,2 46,3 46,2	45,8 45,8 45,9 45,7	12,9 12,9 13,0 12,9	12,9 13,0 13,0 13,0	15,2 15,2 15,2 15,1	0,4 0,4 0,4	46,7 46,7 46,8 46.8	43,0 43,0 43,1 43.1	9,8 9,8 9,8	5,2 5,2 5,2 5,2	1,9 1,9 1,8	22,3 22,3 22,3 22,3	3,7 3,6 3,7 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	Strumer	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito		Creditori esidenti IFM	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015 2016 2017 2018	90,1 89,2 87,1 85,1	2,8 2,7 2,6 2,6	16,4 15,6 14,5 13,7	70,9 70,9 70,0 68,9	44,3 46,8 47,6 47,3	27,5 30,7 32,1 32,3	45,7 42,5 39,5 37,8	9,1 8,8 8,0 7,5		17,5 17,2 15,8 15,6	31,3 29,8 28,9 28,2	41,3 42,2 42,3 41,3	88,0 87,2 85,2 83,7	2,1 2,1 1,8 1,5	
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim.	86,6 86,4 85,1	2,6 2,6 2,6	14,0 13,8 13,7	70,0 70,0 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	Disavanzo (+)/				Differenziale	Per					
	del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	avanzo (-) primario	Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie Effetti di Altro							crescita del PIL-onere	memoria: fabbisogno
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento	e altre variazioni in volume		medio del debito	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015 2016	-1,9 -0,8	-0,3 -0,6	-0,8 0,1	-0,5 0,2	0,2 0,3	-0,3 -0,1	-0,3 0,0	-0,1 0,1	0,0 0,0	-0,4 -0,1	-0,8 -0,4	1,2 1,6
2010 2017 2018	-2,2 -1,9	-1,0 -1,3	-0,1 0,3	0,2 0,3 0,3	0,5 0,5 0,4	0,0 -0,1	-0,2 0,0	0,1	-0,1 0,0	-0,1 -0,4 0,0	-0,4 -1,1 -0,9	0,9 0,8
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim.	-2,8 -2,0 -1,9	-1,4 -1,4 -1,3	-0,2 0,5 0,3	0,3 0,7 0,5	0,2 0,6 0,4	-0,1 0,0 -0,1	0,0 0,0 0,0	0,2	-0,1 -0,1 0,0	-0,4 -0,1 -0,2	-1,3 -1,1 -0,9	0,5 1,0 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

#### 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)

	Servizi	bito in scaden:	Vita residua media 3)		Rendimento nominale medio 4)									
	Totale Ca		pitale	Inte	eresse		Consistenze in essere Transazio							
			Scadenze		Scadenze		Totale	A tasso	Zero		A tasso fisso	Emissione	Rimborsi	
			fino a 3 mesi		fino a 3 mesi			variabile	coupon		Scadenze fino a 1 anno			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 2017 2018	14,1 12,9 12,6	12,4 11,2 11,1	4,6 4,2 3,7	1,7 1,7 1,5	0,4 0,4 0,4	6,9 7,1 7,3	2,6 2,4 2,3	1,2 1,1 1,1	-0,1 -0,2 -0,1	3,0 2,8 2,7	2,9 2,3 2,5	0,2 0,3 0,4	1,2 1,1 0,9	
2018 2° trim. 3° trim. 4° trim.	12,5 12,7 12,6	10,9 11,1 11,1	3,4 3,7 3,7	1,6 1,6 1,5	0,4 0,4 0,4	7,3 7,3 7,3	2,4 2,3 2,3	1,1 1,1 1,1	-0,2 -0,1 -0,1	2,8 2,7 2,7	2,5 2,6 2,5	0,4 0,4 0,4	0,9 0,9 0,9	
2019 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug.	12,7 12,7 12,7 13,1 12,8 12,8 13,0	11,2 11,2 11,2 11,6 11,4 11,4 11,5	3,8 4,0 3,8 3,9 3,4 3,7 4,0	1,5 1,5 1,5 1,5 1,5 1,5	0,4 0,4 0,4 0,4 0,4 0,4	7,4 7,3 7,4 7,4 7,4 7,4 7,5	2,3 2,3 2,3 2,3 2,3 2,3 2,2	1,1 1,1 1,1 1,2 1,2 1,3 1,3	0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 -0,1	2,6 2,7 2,6 2,6 2,6 2,6 2,6	2,5 2,4 2,5 2,5 2,5 2,3 2,3	0,5 0,4 0,5 0,5 0,5 0,5 0,5	1,0 0,9 1,0 1,1 1,0 0,9 1,0	

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

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

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

 <sup>1)</sup> 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.

<sup>4)</sup> 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)

V 1	•					,				
	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Gred	cia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4		5	6	7	8	9
				Disavanzo	(-)/avanzo	(+) pubbli	СО			
2015	-2,4	0,8		-1,9		5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9		-0,7		),5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017 2018	-0,8 -0,7	1,0 1,7		-0,3 0,0		),7  ,1	-3,1 -2,5	-2,8 -2,5	-2,4 -2,1	1,8 -4,8
2018 2° trim. 3° trim.	-0,4 -0,3	1,9 2,0		-0,6 -0,5		),8 ),8	-2,7 -2,6	-2,7 -2,5	-2,0 -2,1	3,5 -4,9
4° trim.	-0,3	1,7		0,0		1,0 1,1	-2,5	-2,5 -2,5	-2,1 -2,1	-4,8
2019 1° trim.	-1,0	1,7		0,0		),4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
2019 1 (1111).	-1,0	1,7	-0,1		ebito pubbl		-2,-	-0,2	-2,1	,2
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175		99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5		73,5	178		99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176		98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181		97,1	98,4	132,2	102,5
2018 2° trim.	105,9	62,2	8,7	68,4	177	7,5	98,2	99,0	133,5	102,9
3° trim.	105,4	61,8	8,5	67,4	182		98,3	99,4	133,5	110,1
4° trim.	102,0	60,9	8,4	63,6	181	1,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 1° trim.	105,1	61,0	8,1	65,6	181	1,9	98,7	99,7	134,0	105,0
	Lettonia	Lituania L	ussemburgo	Malta Pae	si Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
				Disavanzo	(-)/avanzo	(+) pubbli	СО			
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 2018	-0,6 -1,0	0,5 0,7	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0 0,7	-0,8	-0,8 -0,7
			2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5		-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. 4° trim.	-0,5 -1,0	0,6 0,7	2,1 2,4	3,4 2,0	2,0 1,5	0,2 0,1	-0,2 -0,5	0,5 0,7	-0,5 -0,7	-0,7 -0,8
2019 1° trim.	-0,9	0,7	2,4	1,9	1,8	-0,2	-0,3 -0,1	0,7	-0,7	
2019 1 (1111).	-0,9	0,2	2,0		ebito pubbl		-0, 1	0,0	-0,7	-0,8
2015	26.0	40.6	22.2		<u> </u>		100.0	00.6	50.0	62.4
2015	36,8 40,3	42,6 40,0	22,2 20,7	57,9 55,5	64,6 61,9	84,7 83,0	128,8 129,2	82,6 78,7	52,2 51,8	63,4 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 all'11 settembre 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-19-006-IT-N (online)