



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2020



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	18
5 Moneta e credito	21
Riquadri	25
1 L'incertezza economica mondiale: caratterizzazione e ripercussioni sugli investimenti e sugli scambi internazionali	25
2 L'inversione della curva dei rendimenti e i segnali di recessione provenienti dai mercati finanziari statunitensi	31
3 Spezzare l'“effetto a catena” dei dazi: zone di libero scambio nell'epoca del protezionismo	36
4 Integrazione nelle catene globali del valore degli Stati dell'Europa centrale e orientale membri dell'UE e non appartenenti all'area dell'euro, dinamica delle esportazioni e sincronizzazione del ciclo economico con l'unione monetaria	41
5 Il ruolo del mercato dei pronti contro termine per la liquidità del mercato obbligazionario e l'efficienza del mercato degli swap	47
6 Le indagini sulle prospettive delle imprese come indicatori degli investimenti reali nell'area dell'euro	53
Articoli	56
1 Ricchezza e consumi delle famiglie nell'area dell'euro	56
2 Una valutazione del credito bancario concesso alle imprese nell'area dell'euro dal 2014	74
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni più recenti disponibili dall'ultima riunione del Consiglio direttivo tenutasi all'inizio di dicembre sono coerenti con lo scenario di base elaborato dal Consiglio stesso, che vede una prosecuzione della crescita dell'economia nell'area dell'euro, seppur moderata. In particolare, la debolezza del settore manifatturiero continua a frenare la dinamica espansiva nell'area. Al tempo stesso il perdurare della crescita dell'occupazione, per quanto a un ritmo più lento, e l'aumento delle retribuzioni continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro, connessi a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e a vulnerabilità nei mercati emergenti, restano orientati al ribasso, sebbene si siano attenuati con il venir meno, in certa misura, dell'incertezza legata al commercio internazionale. Mentre gli andamenti dell'inflazione rimangono complessivamente contenuti, vi sono segnali di un moderato incremento dell'inflazione di fondo, in linea con le aspettative. In tale contesto, nel corso della riunione del 23 gennaio 2020, il Consiglio direttivo ha mantenuto invariato il proprio orientamento di politica monetaria. Il dispiegarsi delle misure di politica monetaria sta fornendo supporto a condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori dell'economia. In particolare, l'allentamento delle condizioni di prestito per famiglie e imprese sostiene la spesa per consumi e gli investimenti delle imprese. Ciò favorirà l'espansione dell'area dell'euro, l'accumulo di pressioni interne sui prezzi e, di conseguenza, una salda convergenza dell'inflazione sul valore perseguito dal Consiglio nel medio termine.

L'attività economica mondiale resta moderata, ma vi sono segnali di una stabilizzazione. In particolare, nel terzo trimestre del 2019 l'andamento del settore manifatturiero a livello mondiale si è consolidato, mentre quello del settore dei servizi è rimasto sostanzialmente stabile. Persiste la debolezza del commercio internazionale contestualmente ad alcuni segnali di stabilizzazione. L'accordo preliminare tra la Cina e gli Stati Uniti ha comportato un allentamento delle tensioni commerciali che dovrebbe contribuire a rimuovere gli ostacoli alla crescita dell'interscambio. In prospettiva, si prevede che le spinte inflazionistiche a livello mondiale continueranno a essere contenute, mentre il quadro complessivo dei rischi per l'attività economica internazionale resta orientato al ribasso, sebbene tali rischi siano meno pronunciati.

Dalla riunione del Consiglio direttivo dello scorso dicembre 2019 le oscillazioni dei mercati finanziari sono state contenute, mentre i prezzi delle attività continuano a essere sostenuti dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dalla maggiore propensione al rischio, grazie anche all'ulteriore, graduale affievolirsi delle tensioni commerciali. I tassi a lungo termine privi di rischio non hanno subito variazioni sostanziali e la curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto, fattore

che continua a segnalare aspettative di mercato secondo cui il tasso sui depositi presso la banca centrale resterà invariato nei prossimi mesi. I differenziali di rendimento dei titoli sovrani sono rimasti sostanzialmente stabili in questo periodo. Le quotazioni azionarie sono aumentate in un contesto caratterizzato da premi per il rischio più contenuti e i differenziali delle obbligazioni societarie hanno subito una lieve diminuzione. Sui mercati valutari, l'euro si è leggermente indebolito su base ponderata per l'interscambio.

Nel terzo trimestre del 2019 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,2 per cento del secondo trimestre. Tale tendenza, contraddistinta da una crescita moderata, rispecchia la perdurante debolezza del commercio internazionale, in un contesto di persistenti incertezze a livello mondiale, che ha colpito in particolare il settore manifatturiero dell'area dell'euro e ha frenato la crescita degli investimenti. Allo stesso tempo, il settore dei servizi e quello delle costruzioni continuano a mostrare una maggiore capacità di tenuta, malgrado una certa moderazione nella seconda metà del 2019. I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini indicano una stabilizzazione della dinamica della crescita nell'area dell'euro, il cui andamento nel breve periodo dovrebbe connotarsi per tassi simili a quelli osservati nei trimestri precedenti. In prospettiva, la crescita dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'ulteriore aumento dell'occupazione, accompagnato da un incremento delle retribuzioni, da un orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio nell'area, nonché dalla perdurante espansione dell'attività mondiale, seppure a un ritmo in certa misura inferiore.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,3 per cento a dicembre 2019, dall'1,0 per cento di novembre, principalmente per via dell'incremento della componente energetica. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva dovrebbe mantenersi intorno ai livelli attuali. Pur rimanendo a livelli bassi, gli indicatori delle aspettative di inflazione si sono stabilizzati o hanno registrato un lieve aumento. Le misure dell'inflazione di fondo restano generalmente contenute, sebbene vi siano ulteriori indicazioni di un lieve aumento in linea con le aspettative precedenti. Se da un lato le pressioni sul costo del lavoro si sono intensificate a fronte di condizioni più tese nei mercati del lavoro, dall'altro la più debole dinamica della crescita sta ritardando la loro trasmissione all'inflazione. Nel medio periodo ci si attende che l'inflazione aumenti, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'espansione economica in atto e dalla robusta crescita salariale.

Per quanto riguarda gli andamenti monetari, la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è collocata al 5,6 per cento lo scorso novembre, sostanzialmente invariata da agosto. La crescita di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario e l'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a fornire il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. La crescita dei prestiti a imprese e famiglie è rimasta solida e ha beneficiato del continuo sostegno fornito dall'orientamento accomodante di politica monetaria adottato dalla BCE, che si traduce in tassi molto contenuti dei prestiti bancari. Mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie, pari al 3,5 per cento a novembre, è rimasto

invariato rispetto al mese di ottobre, quello dei prestiti alle società non finanziarie è sceso al 3,4 per cento, dal 3,8 di ottobre, riflettendo probabilmente una reazione ritardata rispetto al precedente indebolimento dell'economia. Tuttavia, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese o alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati, evidenziando condizioni di offerta del credito ancora favorevoli. L'orientamento accomodante di politica monetaria espresso dal Consiglio direttivo contribuirà a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e seguirà a sostenere l'accesso ai finanziamenti in tutti i settori economici, soprattutto per le piccole e medie imprese.

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

Sulla base di tale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che essi si 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, nell'orizzonte di proiezione considerato, e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che continuerà a effettuare acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro. Il Consiglio prevede che tali acquisti proseguiranno finché sarà necessario al fine di rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e che termineranno poco prima che esso cominci a innalzare detti tassi.

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

Alla luce del perdurare di prospettive di inflazione contenuta, il Consiglio direttivo ha ribadito la necessità di mantenere un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, al fine di sostenere le spinte inflazionistiche di fondo e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Le indicazioni prospettiche del Consiglio assicureranno che le condizioni finanziarie si adattino al mutare delle prospettive di inflazione. In ogni caso, esso resta pronto ad adeguare tutti gli strumenti a sua disposizione, ove opportuno, per far sì che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con l'approccio simmetrico adottato.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di avviare una revisione della strategia di politica monetaria della BCE, che includerà la formulazione quantitativa della stabilità dei prezzi, gli strumenti di politica monetaria, l'analisi economica e quella monetaria e le prassi di comunicazione. In questo processo, che dovrebbe concludersi entro la fine

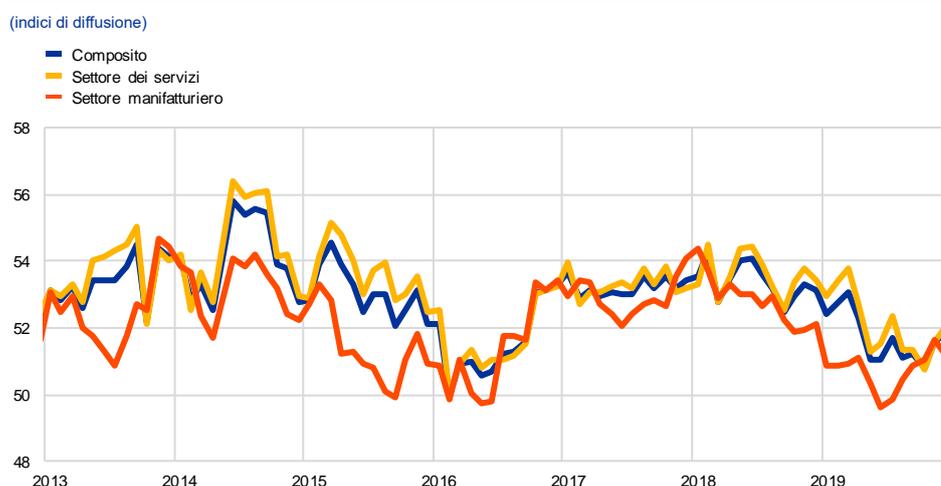
del 2020, saranno considerati anche altri aspetti, quali la stabilità finanziaria, l'occupazione e la sostenibilità ambientale. La revisione si baserà su un'analisi accurata e sarà affrontata con spirito di apertura. A tal fine, l'Eurosistema coinvolgerà tutte le parti interessate.

Le prospettive dell'attività economica mondiale, esclusa l'area dell'euro, rimangono deboli nonostante abbiano mostrato segni di stabilizzazione.

L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha registrato un moderato incremento a dicembre. In particolare, nella componente manifatturiera si è osservata una ripresa nel quarto trimestre, segnalando un consolidamento dell'attività manifatturiera mondiale, che a partire dall'inizio del 2018 si era gradualmente indebolita. Il settore dei servizi ha mantenuto la propria capacità di tenuta ed è cresciuto ulteriormente a dicembre (cfr. grafico 1).

Grafico 1

PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2019.

I rischi per le prospettive economiche mondiali rimangono elevati, benché meno orientati verso il basso.

L'accordo commerciale parziale tra Stati Uniti e Cina rappresenta un allentamento delle tensioni commerciali accolto con favore.

La cosiddetta "Fase 1" dell'accordo comprende l'impegno, da parte della Cina, ad acquistare dagli Stati Uniti un quantitativo considerevole di un'ampia gamma di beni e servizi, agricoli e non solo, il che potrebbe influire sulla domanda di esportazioni UE verso la Cina. Mira inoltre ad apportare cambiamenti in settori che vanno dalla politica sui tassi di cambio alla protezione della proprietà intellettuale e al trasferimento tecnologico. Il rappresentante per il commercio degli Stati Uniti ha precisato che alcuni dazi attualmente in vigore saranno ridotti (fra cui i dazi deliberati a settembre 2019, che verranno dimezzati) e che quelli pianificati a dicembre 2019 verranno rinviati a tempo indeterminato. Inoltre la Cina ha abbandonato i dazi che sarebbero dovuti entrare in vigore insieme a quelli statunitensi precedentemente programmati per dicembre e continuerà a evitare di introdurre dazi ritorsivi su automobili e componenti automobilistiche fabbricate negli Stati Uniti.

In seguito alla distensione delle tensioni commerciali le condizioni di finanziamento hanno continuato ad allentarsi.

Le condizioni di finanziamento si

mantengono accomodanti in prospettiva storica. Nelle economie avanzate tale dinamica è in parte collegata alla risposta straordinaria delle banche centrali alla grande recessione del 2007-2009 e ai risultati economici relativamente modesti a livello mondiale negli ultimi anni. Anche nei mercati emergenti le condizioni di finanziamento si mantengono accomodanti, ma non si sono allentate altrettanto per via di un dollaro statunitense attualmente forte. In prospettiva, nel 2020 le condizioni di finanziamento beneficeranno di aspettative sui tassi di inflazione ancorate, di aspettative di crescita per gli utili delle imprese negli Stati Uniti e in altre principali economie e di un possibile ulteriore allentamento delle tensioni commerciali.

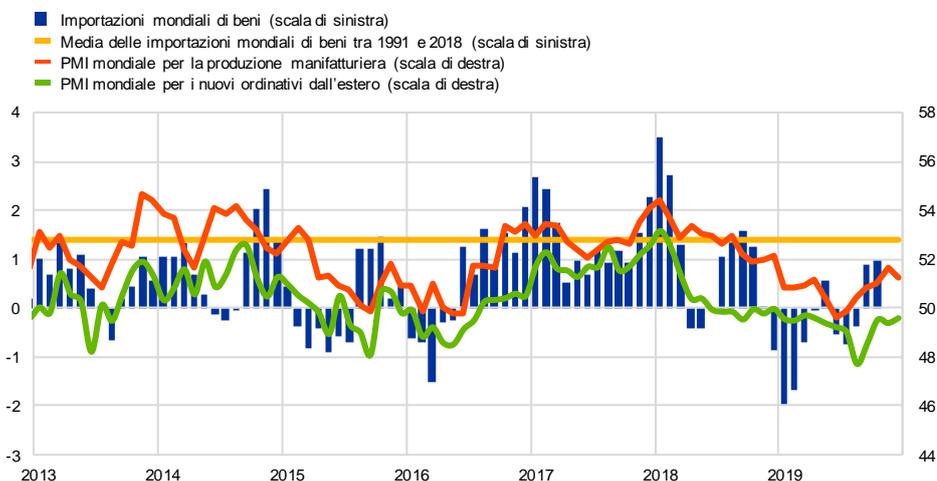
Lo slancio del commercio mondiale resta debole, benché vi siano alcuni segnali di stabilizzazione.

A ottobre le importazioni mondiali di beni hanno proseguito il loro moderato aumento, al contempo il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero, esclusa l'area dell'euro, ha continuato la sua ripresa nel mese di dicembre. Per il quarto trimestre nel suo insieme, il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero è aumentato in modo significativo rispetto al terzo trimestre, con l'indice in prossimità della soglia di espansione (cfr. grafico 2). Il recente allentamento delle tensioni commerciali contribuisce ulteriormente a rimuovere gli ostacoli all'attività commerciale mondiale. In linea con tale prospettiva, nel complesso, i dati sugli scambi ad alta frequenza sono coerenti con una crescita debole ma positiva del commercio mondiale.

Grafico 2

Indagini e commercio internazionale di beni (esclusa l'area dell'euro)

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



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

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2019 per le importazioni mondiali di beni e a dicembre 2019 per i PMI.

A novembre l'inflazione a livello mondiale è ulteriormente aumentata.

A novembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi appartenenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è aumentata all'1,8 per cento, in parte per via dell'elevata inflazione dei prezzi alimentari in alcune economie emergenti, incluse la Cina e l'India. Nel contempo, l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è solo marginalmente aumentata, salendo al 2,1 per cento a novembre, dal 2,0 per cento del mese precedente. In prospettiva, le spinte

inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. La crescita salariale nelle economie avanzate continua a essere moderata nonostante le rafforzate condizioni dei mercati del lavoro e i crescenti vincoli di capacità.

I mercati petroliferi si sono mantenuti sostanzialmente stabili. I corsi petroliferi sono stati sostenuti solo temporaneamente dal gruppo dei più importanti paesi produttori di petrolio dell'OPEC+, che all'inizio di dicembre ha prolungato i tagli alla produzione. I prezzi hanno raggiunto il picco di circa 70 dollari al barile all'inizio di gennaio, a seguito di crescenti tensioni in Medio Oriente, ma sono di nuovo scesi rapidamente nel momento in cui le tensioni si sono allentate. Con elevati livelli di scorte e di produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti, insieme alla previsione, da parte dell'Agenzia internazionale per l'energia, di un rallentamento della domanda mondiale di petrolio nel primo trimestre del 2020, i mercati petroliferi dovrebbero mantenersi ampiamente riforniti nonostante il recente accordo fra i paesi dell'OPEC+. Complessivamente, il prezzo delle materie prime non energetiche è lievemente aumentato (+1,7 per cento), dato il rialzo sia dei prezzi dei metalli (+1,2 per cento) sia di quelli dei beni alimentari (+2,8 per cento).

Negli Stati Uniti la crescita economica è rimasta moderata nel terzo trimestre del 2019. La crescita annualizzata del PIL in termini reali degli Stati Uniti si è attestata al 2,1 per cento. Nonostante una modesta ripresa dell'attività rispetto alla crescita pari al 2,0 per cento del secondo trimestre, l'attività economica ha subito un'attenuazione per effetto degli scarsi investimenti, del venir meno dell'effetto della riforma fiscale del 2018 e del ciclo economico in fase di maturazione. I rischi sulle prospettive dell'economia sono lievemente diminuiti, ma rimangono comunque orientati verso il basso. Sebbene le tensioni con la Cina si siano allentate, il recente annuncio da parte di Boeing riguardo l'interruzione a tempo indeterminato a partire da gennaio della produzione del 737 MAX rappresenta un nuovo rischio. L'impatto netto sull'economia finora è stato modesto, poiché il calo delle consegne è stato compensato dagli accumuli di scorte. In prospettiva, tuttavia, è probabile che la debolezza del settore manifatturiero persista. Oltre alle questioni legate a Boeing, le prolungate incertezze commerciali, la crescita modesta dell'economia mondiale e l'apprezzamento generalizzato del dollaro statunitense negli ultimi anni continuano a gravare sull'economia.

In Giappone il governo ha preparato un pacchetto di stimolo a sostegno della crescita economica. All'inizio di dicembre il governo del Primo Ministro Abe ha annunciato un pacchetto fiscale per affrontare i rischi al ribasso per l'attività economica derivanti dalla debolezza del contesto esterno e dalle recenti calamità naturali. Il pacchetto prevede un aumento della spesa pubblica pari al 2,4 per cento del PIL, il che lo rende uno dei pacchetti di stimolo fiscale più consistenti introdotti nel corso dell'"Abenomics". Tale pacchetto sarà in gran parte implementato nel 2020-2021. Va sottolineato che l'impatto del pacchetto sull'economia compensa in parte il recente aumento dell'IVA; inoltre, la debolezza dell'attività manifatturiera ha spinto la crescita in territorio negativo nell'ultimo trimestre del 2019. L'economia dovrebbe tornare a una moderata crescita positiva all'inizio del 2020, con il venir meno dell'impatto di fattori transitori e con lo stimolo fiscale che comincia a produrre i suoi effetti. L'inflazione al consumo è aumentata leggermente e l'inflazione

complessiva sui dodici mesi è salita allo 0,5 per cento a novembre. In prospettiva, una crescita salariale contenuta e aspettative di un'inflazione stabile a livelli bassi implicano una debole ripresa dell'inflazione.

Nel Regno Unito l'attività economica sembra aver registrato un calo progressivo durante l'ultimo trimestre del 2019. Gli indicatori del clima di fiducia si mantengono modesti e ben al di sotto delle loro medie storiche. Il risultato delle elezioni di dicembre e l'ampia maggioranza ottenuta dal Primo Ministro Johnson eliminano il rischio a breve termine di una Brexit senza accordi alla fine di gennaio, dato che l'accordo di uscita è ormai legge. Tuttavia il Regno Unito si trova di fronte a una scadenza ravvicinata per il raggiungimento di un accordo circa la propria relazione futura con l'Unione europea, intorno alla fine del 2020, e pertanto l'incertezza politica rimane elevata.

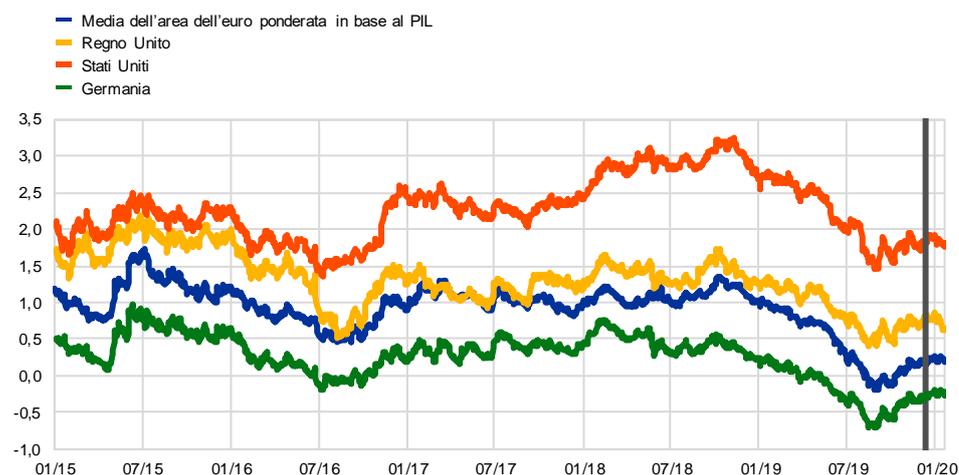
L'accordo commerciale preliminare fra gli Stati Uniti e la Cina elimina alcuni degli ostacoli all'attività economica e al commercio cinesi. L'economia cinese sta mostrando segni di stabilizzazione e dovrebbe trarre beneficio dalla Fase 1 dell'accordo commerciale con gli Stati Uniti. L'accordo commerciale può ulteriormente sostenere la crescita migliorando l'interscambio netto e diminuendo l'incertezza legata al commercio. Nel contempo, a dicembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) si è stabilizzata al 4,5 per cento, mantenendosi comunque al di sopra dell'obiettivo ufficiale. Il dato di dicembre è rimasto elevato a causa della notevole e perdurante inflazione sui beni alimentari, derivante dall'insorgere della febbre suina africana e dal suo impatto sui prezzi del maiale: a dicembre si è registrato un aumento del 97 per cento sul periodo corrispondente, in calo dal 110 per cento di novembre. Al tempo stesso, a dicembre, l'inflazione IPC al netto della componente energetica e alimentare si è mantenuta invariata all'1,4 per cento.

Dopo il significativo calo del 2019, nel periodo in esame i rendimenti sovrani a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, in un contesto caratterizzato da volatilità. Durante il periodo in esame (dal 12 dicembre 2019 al 22 gennaio 2020), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 1 punto base, raggiungendo lo 0,20 per cento (cfr. grafico 3). Si è osservata, tuttavia, una certa volatilità a fronte di un allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, in seguito alla sottoscrizione della Fase 1 dell'accordo tra i due paesi, e di un inasprimento di quelle geopolitiche tra Stati Uniti e Iran. Nel periodo in esame, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti sono diminuiti lievemente, attestandosi rispettivamente allo 0,63 per cento e all'1,77 per cento.

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2019).

Le ultime osservazioni si riferiscono al 22 gennaio 2020.

Nel periodo in esame, i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS (Overnight Index Swap) privo di rischio sono rimasti sostanzialmente stabili per tutti i paesi ad eccezione della Spagna, dove si è osservata una lieve riduzione. I differenziali sui titoli di Stato decennali spagnoli sono diminuiti di 4 punti base, collocandosi a 48 punti base, a seguito della formazione di un nuovo governo di coalizione dopo la fase di stallo politico durata otto mesi. Nel complesso, il differenziale ponderato per il PIL relativo all'area dell'euro si è ridotto di 1 punto base, attestandosi a 25 punti base.

Gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario dell'area dell'euro sono aumentati, in un contesto di incertezza commerciale in attenuazione.

Proseguendo la tendenza emersa all'inizio del 2019, le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono cresciute, rispettivamente, dello 0,2 e del 3,3 per cento nel periodo di riferimento. L'andamento positivo dei corsi azionari delle SNF è stato sostenuto da un calo del premio per il

rischio azionario, che potrebbe essere in parte determinato da una certa attenuazione sia delle tensioni commerciali a livello mondiale sia dei rischi a breve termine legati alla Brexit.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno segnato una moderata riduzione. La maggiore propensione al rischio si è anche riflessa in una contrazione dei differenziali sulle obbligazioni societarie. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono lievemente diminuiti, fino a raggiungere, rispettivamente, 55 e 67 punti base. Sebbene siano al momento più elevati rispetto ai livelli minimi toccati all'inizio del 2018, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie rimangono di circa 50 punti base al di sotto dei valori osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo avvio del programma di acquisto delle attività del settore societario.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento €STR (Euro short-term rate) si sono attestati in media rispettivamente a -46 e -55 punti base¹. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 51 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.740 miliardi. Il calo riflette principalmente i rimborsi volontari di prestiti concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) e, in misura minore, un aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità.

La curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto nel periodo esaminato, in quanto i mercati non si aspettano un'imminente riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. Entro la fine del 2022 la curva raggiunge 10 punti base in più rispetto al livello attuale dell'Eonia. Nel complesso, essa rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2025, riflettendo il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tempo contrassegnato da tassi di interesse negativi.

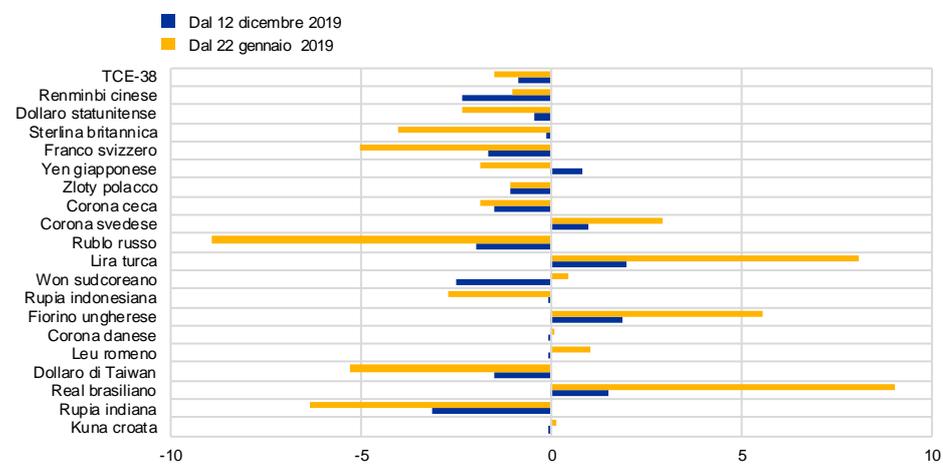
Per quanto concerne i mercati dei cambi, nel periodo in esame l'euro si è lievemente indebolito su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area, si è deprezzato dello 0,9 per cento. Ciò ha riflesso in larga parte il deprezzamento dell'euro nei confronti del renminbi cinese (del 2,4 per cento) e delle valute delle maggiori economie emergenti asiatiche, per effetto del miglioramento della fiducia degli investitori verso le economie emergenti legato alla prospettiva di una riduzione delle tensioni commerciali. L'euro si è indebolito anche nei confronti del franco svizzero (dell'1,7 per cento), così come, in misura minore, del dollaro statunitense (dello 0,4 per cento) e della sterlina britannica (dello 0,1 per cento); si è invece rafforzato nei confronti dello yen giapponese (dello 0,8 per cento).

¹ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio EONIA, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 22 gennaio 2020.

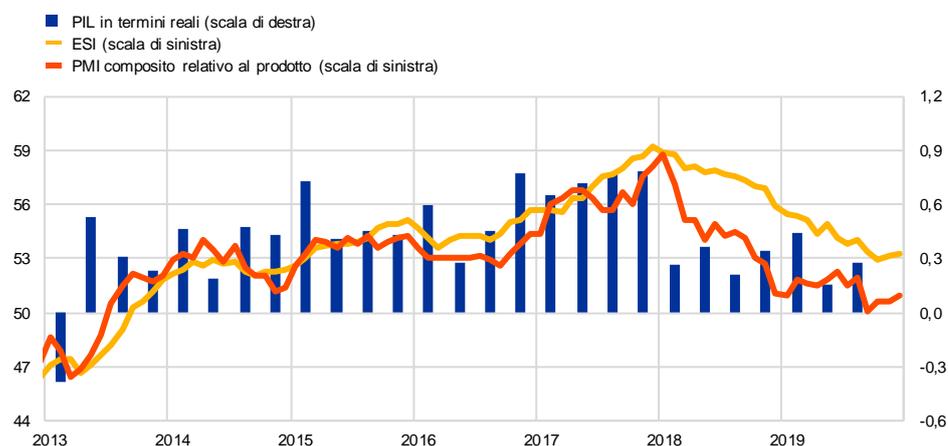
3 Attività economica

Nel terzo trimestre del 2019 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha continuato a crescere a un ritmo moderato. Nel terzo trimestre del 2019 il prodotto dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,2 nel secondo (cfr. grafico 5). La domanda interna ha contribuito negativamente alla crescita del PIL, così come la variazione delle scorte, anche se in misura più modesta; l'interscambio netto con l'estero ha invece fornito un contributo positivo. Tali contributi alla crescita risentono, tuttavia, della volatilità dei dati. Gli indicatori economici per il quarto trimestre del 2019 segnalano una crescita ancora positiva, seppur modesta.

Grafico 5

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

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



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

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019 per il PIL in termini reali e a dicembre 2019 per l'indice del clima economico e per il PMI.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno mantenuto la loro capacità di tenuta nonostante una lieve attenuazione della crescita. Nel terzo trimestre del 2019 l'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento sul periodo precedente, in rallentamento dallo 0,2 per cento registrato nel secondo trimestre e in linea con la moderata crescita del prodotto. La crescita dell'occupazione è stata generalizzata e ha interessato diversi paesi e settori. L'occupazione è cresciuta per il 25° trimestre consecutivo dalla metà del 2013, con il numero di occupati aumentato di circa 11,4 milioni. Nel terzo trimestre del 2019 la produttività oraria è aumentata dello 0,1 per cento sul trimestre precedente – un tasso di crescita invariato rispetto al secondo. A novembre 2019 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,5 per cento, rimanendo sostanzialmente stabile rispetto al mese di giugno.

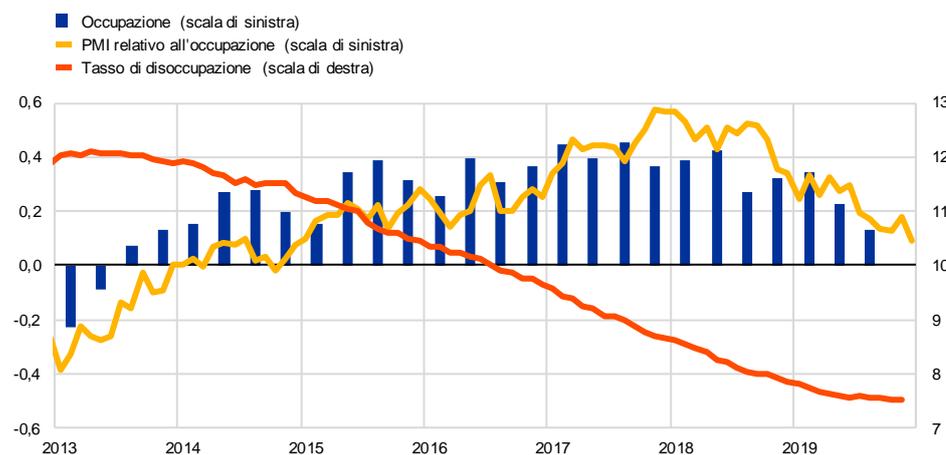
I dati più recenti e gli ultimi indicatori ricavati dalle indagini campionarie continuano a mostrare, in prospettiva, una crescita dell'occupazione positiva, seppur in attenuazione. Nonostante il calo rispetto agli elevati livelli osservati nel 2018, gli indicatori a breve termine desunti dalle indagini campionarie suggeriscono

che la crescita dell'occupazione proseguirà nel prossimo futuro, sostenuta dal settore dei servizi.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per dieci. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019 per l'occupazione, a dicembre 2019 per il PMI e a novembre 2019 per il tasso di disoccupazione.

La crescita dei livelli di occupazione e reddito continua a sostenere la spesa per consumi. Nel terzo trimestre del 2019 i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento in termini congiunturali, facendo registrare il tasso di crescita più elevato dal terzo trimestre del 2017. Il recente rallentamento economico non ha avuto ripercussioni significative sul reddito disponibile reale delle famiglie. Nel terzo trimestre la crescita su base annua del reddito disponibile reale lordo è salita al 2,3 per cento, dal 2,2 del secondo. Nel complesso, la crescita dell'occupazione ha continuato a sostenere il reddito da lavoro. Inoltre, la riduzione dell'imposizione diretta e dei contributi previdenziali per effetto delle politiche fiscali adottate in diversi paesi dell'area dell'euro ha influito positivamente sul potere d'acquisto delle famiglie. Il tasso di risparmio è aumentato ulteriormente nel terzo trimestre del 2019 riflettendo una crescita del reddito superiore a quella dei consumi.

In prospettiva, i consumi privati dovrebbero continuare a fornire sostegno alla crescita nell'area dell'euro. I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano un lieve calo della crescita dei consumi nel quarto trimestre del 2019 rispetto al terzo. Altri indicatori, tuttavia, sembrano confermare il quadro di una dinamica dei consumi piuttosto vigorosa. La fiducia dei consumatori, in calo dalla fine del 2017, si è stabilizzata nel corso del 2019 per poi rimanere sostanzialmente costante. Anche i risultati delle indagini più recenti mostrano la prosecuzione della crescita dell'occupazione, sebbene in rallentamento, che dovrebbe continuare a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.

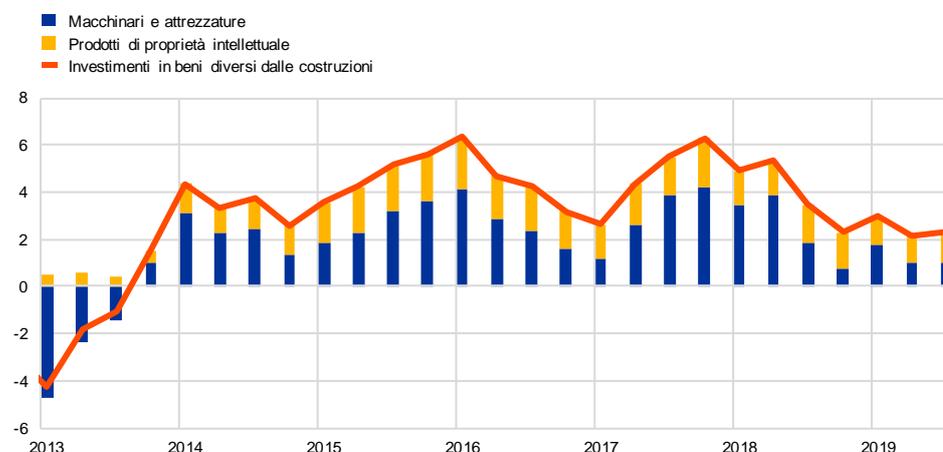
In un contesto di incertezza ancora elevata e di bassi margini di profitto, gli investimenti delle imprese, seppur sostenuti da condizioni di finanziamento

favorevoli, dovrebbero rimanere contenuti. Gli ultimi dati trimestrali di contabilità nazionale per l'area dell'euro indicano che nel terzo trimestre del 2019 gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni hanno subito un brusco calo (-7,7 per cento in termini congiunturali) dopo la marcata crescita registrata nel secondo (10,3 per cento in termini congiunturali). Ciò è tuttavia dovuto principalmente all'integrazione di dati volatili relativi all'Irlanda riferiti ai trimestri più recenti, che riflettono gli andamenti degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale. Al di là di questa volatilità, i dati più recenti sull'area dell'euro indicano una crescita degli investimenti piuttosto moderata o addirittura negativa. Ad esempio, la crescita annuale degli investimenti in macchinari e attrezzature ha subito un graduale rallentamento a partire dal 2018 (cfr. grafico 7). Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, a ottobre e novembre 2019 la produzione industriale dei beni di investimento si è attestata, in media, su un valore dell'1,4 per cento inferiore rispetto al suo livello medio del trimestre precedente; nel periodo fino a dicembre il clima di fiducia registrato nel settore industriale rispetto alla produzione di beni di investimento si è stabilizzato su valori più bassi rispetto alla sua media storica. Nonostante l'aumento registrato nel terzo trimestre, i margini di profitto delle imprese rimangono su livelli modesti, in un contesto di incertezza tuttora elevata. Inoltre, secondo l'indagine sugli investimenti della BEI di novembre 2019, il numero di imprese manifatturiere dell'UE che prevedono di ridurre gli investimenti nei prossimi 12 mesi è aumentato per la prima volta negli ultimi quattro anni (cfr. il riquadro 6 dal titolo *Le indagini sulle prospettive delle imprese come indicatori degli investimenti reali nell'area dell'euro*). Il peggioramento delle prospettive di investimento riflette un deterioramento generalizzato delle attese economiche, politiche e normative nel corso dei prossimi dodici mesi. Anche l'indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea per l'area dell'euro indica, a partire dalla fine di novembre, un'espansione degli investimenti industriali modesta nel 2020. Più in positivo, le favorevoli condizioni di finanziamento continuano a sostenere gli investimenti societari.

Grafico 7

Investimenti in settori diversi dalle costruzioni e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni sono suddivisi in: a) macchinari e attrezzature, b) investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, escluse le risorse biologiche coltivate (che hanno un peso molto esiguo). Il grafico mostra i dati aggregati per i quattro maggiori Stati membri dell'UE.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero mantenere uno slancio moderato nel breve termine, sostenuti dalla vivacità della domanda e dalle favorevoli condizioni di finanziamento, seppur frenati dai vincoli dal lato dell'offerta.

Secondo gli ultimi dati di contabilità nazionale trimestrali, nel terzo trimestre gli investimenti in costruzioni e la loro componente residenziale hanno registrato una forte crescita (rispettivamente dello 0,9 e dell'1,1 per cento sul periodo precedente) dopo una lieve contrazione nel secondo (rispettivamente del -0,3 per cento e del -0,1 sul periodo precedente). Insieme agli ultimi dati sulla produzione nelle costruzioni e sulle concessioni edilizie, gli indicatori a breve e le indagini congiunturali indicano per il quarto trimestre del 2019 un probabile protrarsi della moderata dinamica della crescita degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale. Nello stesso periodo ci si attende che tali investimenti siano sostenuti principalmente dalla forte domanda di immobili residenziali, come si evince dalle intenzioni di spesa in crescita in ambito immobiliare e dalla significativa domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni; alcuni segnali positivi provengono anche dal lato dell'offerta, in particolare se si guarda l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'attività nel settore residenziale.

Nel quarto trimestre del 2019 sono emersi alcuni segnali di stabilizzazione nelle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro, mentre le importazioni e l'interscambio interno all'area si sono ulteriormente indeboliti.

Dopo una ripresa della crescita delle esportazioni nel terzo trimestre del 2019 (che ha fatto seguito a una crescita negativa nel trimestre precedente) i dati preliminari fino a novembre, relativi al commercio di beni, segnalano una stabilizzazione delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro, che sono state caratterizzate da una pronunciata volatilità probabilmente riconducibile a un accumulo di scorte causato dai timori di una possibile uscita disordinata del Regno Unito dall'UE (*hard Brexit*) nell'ottobre del 2019. I dati segnalano una relativa tenuta della crescita delle esportazioni verso gli Stati Uniti e una fase di consolidamento nelle esportazioni verso la Turchia e la Cina, mentre le esportazioni verso il resto del continente asiatico rimangono modeste. Dall'altro lato, le esportazioni e le importazioni di beni all'interno dell'area sono diminuite in ottobre e novembre, di riflesso alla debolezza della produzione industriale e dell'attività economica nell'area. L'ultimo aggiornamento dei dati di contabilità nazionale mostra un marcato calo delle importazioni nel terzo trimestre del 2019, riconducibile perlopiù al settore dei servizi, che ha subito una forte contrazione, pari al 5,1 per cento, dopo aver segnato nel secondo trimestre una crescita dell'8,4 per cento sul periodo precedente. Questo andamento, tuttavia, è prevalentemente dovuto ai dati relativi all'Irlanda. Per quanto riguarda le esportazioni al di fuori dell'area, gli indicatori anticipatori segnalano livelli inferiori rispetto a quelli tendenziali. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è salito portandosi a 47,3 (valore che tuttavia continua a segnalare una contrazione), mentre i giudizi sugli esteri nelle indagini svolte dalla Commissione europea sono scesi nuovamente a dicembre. Nel contempo, i segnali forniti dagli indicatori basati sul trasporto di merci su navi sono più positivi.

I dati più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali indicano nel quarto trimestre del 2019 il protrarsi dell'espansione economica, seppur moderata. La debolezza del commercio mondiale, insieme al periodo di prolungata

incertezza, continua a frenare l'andamento complessivo della crescita del prodotto nell'area dell'euro. Ad esempio, la produzione industriale si è attestata su valori inferiori al livello medio osservato nel terzo trimestre, segnalando un ulteriore calo della produzione nel quarto trimestre, in termini congiunturali. Quanto ai dati delle indagini più recenti, nel quarto trimestre l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e il PMI composito relativo al prodotto hanno registrato livelli inferiori alle rispettive medie del terzo trimestre.

In prospettiva l'espansione dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da favorevoli condizioni di finanziamento. È probabile, inoltre, che la crescita sia

sostenuta da ulteriori aumenti dell'occupazione uniti a un incremento delle retribuzioni, da un orientamento moderatamente espansivo delle politiche di bilancio nell'area, nonché dal perdurare della crescita mondiale, seppure a un ritmo lievemente più moderato. I risultati dell'ultima [Survey of Professional Forecasters](#) condotta dalla BCE agli inizi di gennaio mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato per il 2020 e il 2021 sono state riviste solo marginalmente rispetto all'edizione precedente, svoltasi all'inizio di ottobre.

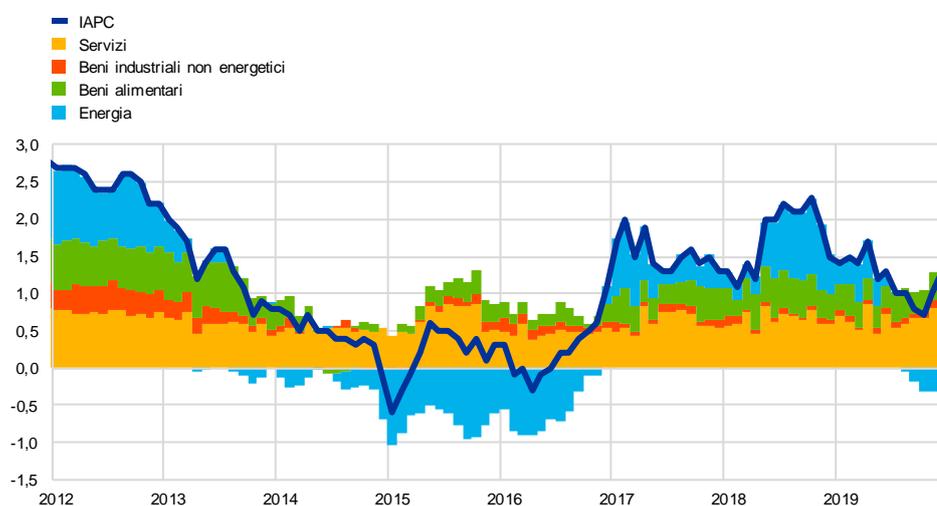
Sebbene i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro – connessi a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alla vulnerabilità nelle economie di mercato emergenti – restino orientati al ribasso, essi si sono lievemente attenuati col venir meno, in qualche misura, dell'incertezza legata al commercio internazionale.

L'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,3 per cento a dicembre 2019, dall'1,0 per cento di novembre dello stesso anno. Tale rialzo riflette principalmente quello dell'inflazione legata ai beni energetici e, in misura minore, anche l'aumento dell'inflazione legata ai beni alimentari, più che compensando una lieve diminuzione della dinamica dei prezzi dei servizi. L'inflazione della componente energetica ha segnato una ripresa rispetto ai tassi negativi osservati dall'agosto del 2019, tornando di nuovo positiva a dicembre dello stesso anno.

Grafico 8

Contributo delle componenti dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le misure dell'inflazione di fondo restano generalmente contenute, sebbene vi siano ulteriori indicazioni di un lieve aumento in linea con le aspettative precedenti. A dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari si è confermata all'1,3 per cento, invariata rispetto a novembre, dopo l'1,1 per cento di ottobre. Escludendo anche le componenti legate ai viaggi e all'abbigliamento, è rimasta all'1,2 per cento, stabile rispetto a novembre, dopo l'1,1 per cento di ottobre. I segnali provenienti da altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore², sono rimasti sostanzialmente invariati.

Le pressioni inflazionistiche sui prezzi per i beni industriali non energetici inclusi nello IAPC sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. A novembre 2019 il tasso di variazione sui dodici

² 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.

mesi dei prezzi alla produzione per le vendite di beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è rimasto a 0,8 per cento, invariato dal mese di luglio dello stesso anno, e ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è rimasto al -0,1 per cento a novembre, stabile rispetto a ottobre e in diminuzione dallo 0,9 di settembre. Nei primi stadi della catena produttiva l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi si è lievemente indebolita, passando a -1,4 per cento a novembre, da -1,0 per cento a ottobre. Analogamente, l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni intermedi a novembre è scesa a -0,9 per cento, da -0,6 per cento a ottobre. Anche l'inflazione mondiale dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici è calata ulteriormente all'1,0 per cento, dall'1,1 per cento di ottobre, collocandosi al di sotto del suo valore medio di lungo periodo.

La crescita salariale ha continuato a mostrare una buona tenuta. Nel terzo trimestre del 2019 la crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è stata pari al 2,2 per cento, invariata rispetto al trimestre precedente, dopo essersi collocata al 2,3 per cento nel primo trimestre. I valori relativi al 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali in Francia³. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, escludendo i contributi previdenziali, è stata del 2,6 per cento nel terzo trimestre, in rialzo rispetto al 2,5 per cento del secondo. A prescindere dai diversi indicatori e dai fattori temporanei, la crescita salariale ha mostrato un andamento sostanzialmente stabile dalla metà del 2018, attestandosi su livelli pari o lievemente superiori alle medie storiche.

Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati hanno segnato una lieve ripresa, mentre quelli basati sulle indagini si sono mantenuti sui livelli relativamente bassi osservati nel corso del 2019.

Per effetto della modesta ripresa, attualmente gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si collocano in misura lievemente più marcata al di sopra dei minimi storici raggiunti a ottobre 2019. Il 22 gennaio 2020 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,31 per cento, valore superiore di circa quattro punti base rispetto a quello osservato a metà dicembre 2019 e di 19 punti base rispetto al minimo registrato a ottobre 2019. La probabilità di deflazione desunta dalle aspettative di mercato ha subito un calo, dopo essere aumentata per gran parte del 2019, e permane al di sotto dei livelli segnati prima dell'annuncio del programma di acquisto di attività nel 2015. Al tempo stesso, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati continua a segnalare il rischio di un prolungato periodo di bassa inflazione. I risultati dell'[indagine della BCE presso i previsori professionali](#) (Survey of Professional Forecasters, SPF), relativa al primo trimestre del 2020, indicano il permanere delle aspettative medie di inflazione a più lungo termine su un livello pari all'1,7 per cento. Insieme alle previsioni puntuali medie per l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC pari all'1,2 per cento per il 2020, all'1,4 per cento per il 2021 e all'1,5 per cento per il 2022, ciò segnala un profilo ascendente degli andamenti futuri. I risultati per il 2020 e il 2021 sono i medesimi rispetto all'edizione precedente dell'indagine, che escludeva il 2022.

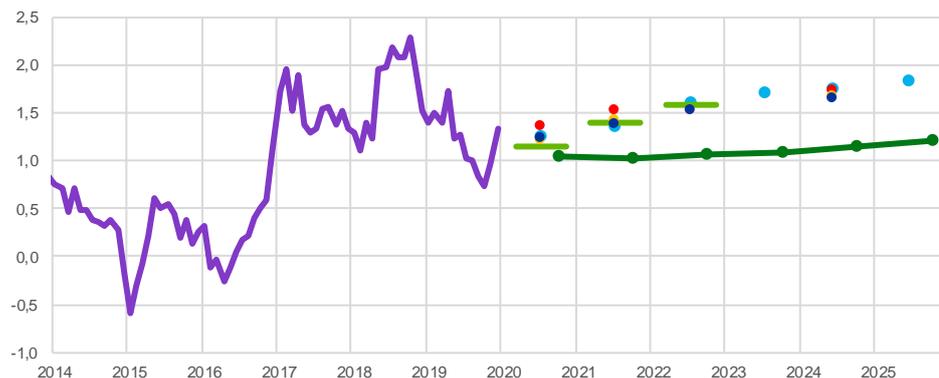
³ Per un approfondimento, cfr. il riquadro 5 [Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

Grafico 9

Indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- SPF 1° trim. 2020
- SPF 4° trim. 2019
- SPF 3° trim. 2019
- Previsioni di Consensus Economics (17 gennaio 2020)
- Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dal mercato (gennaio 2020)
- Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro (dicembre 2019)
- IAPC



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro (dicembre 2019) e Consensus Economics (17 gennaio 2020).

Note: l'indagine SPF relativa al primo trimestre del 2020 è stata condotta tra il 7 e il 13 gennaio 2020. La curva delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 22 gennaio 2019.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta solida.

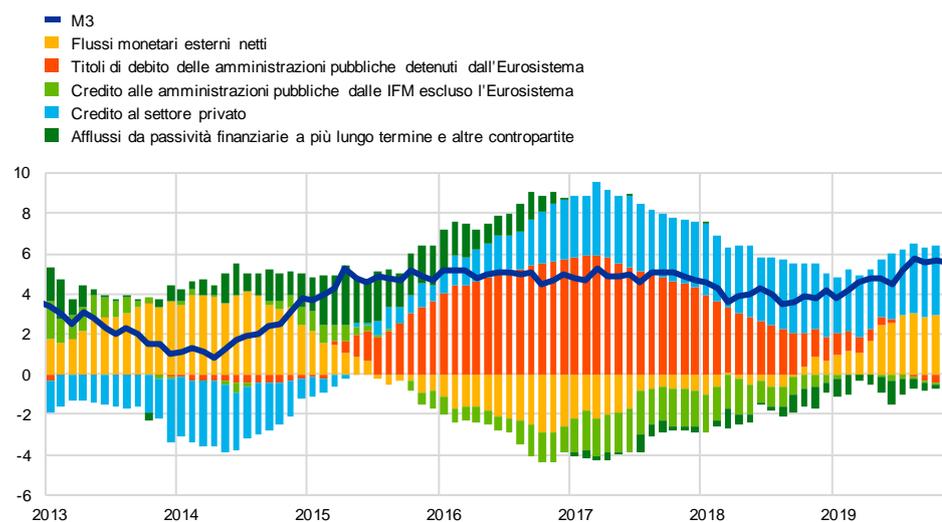
A novembre 2019 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è attestato al 5,6 per cento, sostanzialmente invariato da agosto dello stesso anno (cfr. grafico 10).

La crescita di M3 ha continuato a essere sostenuta dalla creazione di credito bancario al settore privato e dal bassissimo costo-opportunità di detenere moneta. L'aggregato monetario ristretto M1, che include le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato monetario ampio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, pari all'8,3 per cento a novembre, è risultato superiore di 2 punti percentuali rispetto al valore minimo registrato a gennaio 2019. Tra le componenti di M1, l'espansione sui dodici mesi del circolante si è confermata solida al 5,0 per cento, sebbene non abbia toccato livelli eccezionalmente elevati in termini storici, segnalando una sostituzione in contanti poco diffusa.

Grafico 10

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

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

Il credito al settore privato è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, seguito dai flussi monetari esterni.

A novembre il contributo del credito al settore privato e dei flussi monetari esterni si è mantenuto sostanzialmente invariato (cfr. rispettivamente le aree blu e gialle degli istogrammi del grafico 10). Il sostegno alla crescita di M3 fornito dai flussi monetari esterni a partire da ottobre 2018 ha riflesso un perdurante interesse da parte degli investitori esteri per le attività dell'area dell'euro, in particolare per i titoli delle amministrazioni pubbliche di nuova emissione. La conclusione degli acquisti netti mensili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) alla fine del 2018 ha comportato il venir meno del contributo positivo da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema (cfr. l'area rossa degli istogrammi del grafico 10) all'inizio del 2019, mentre la riattivazione del PAA a novembre 2019 ha finora avuto solo un effetto limitato sulla crescita di M3.

Inoltre, il freno esercitato dalle passività finanziarie a più lungo termine è rimasto contenuto (cfr. le aree verde scuro degli istogrammi del grafico 10).

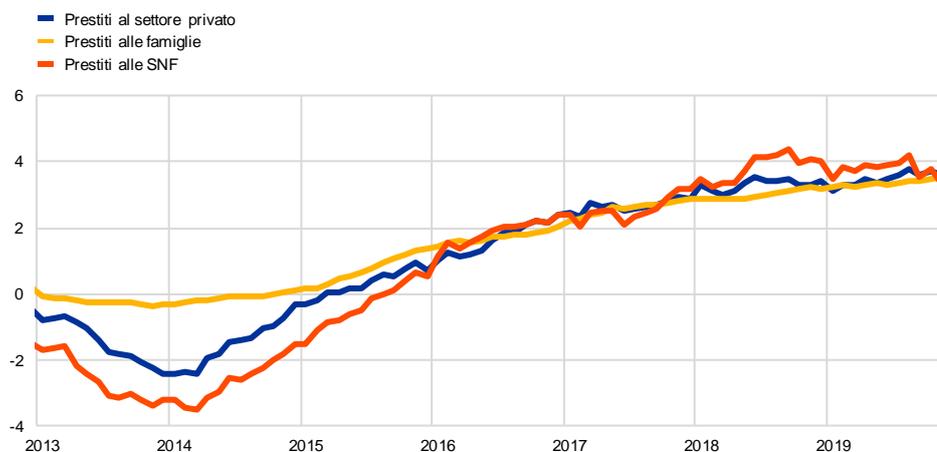
I prestiti al settore privato hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto.

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 notional cash pooling) si è attestato al 3,6 per cento a novembre 2019, dopo il 3,7 per cento di ottobre (cfr. grafico 11). Tale andamento è principalmente dovuto al calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), sceso al 3,4 per cento a novembre dal 3,8 per cento di ottobre. La moderazione della dinamica dei prestiti alle SNF è in linea con il rallentamento dell'attività economica osservato a partire dal 2018. A novembre 2019 i prestiti alle famiglie sono cresciuti a un tasso del 3,5 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a ottobre. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare dei tassi sui prestiti bancari eccezionalmente bassi e del clima generalmente favorevole dell'offerta di credito, mentre il rallentamento dell'attività economica ha frenato la domanda di credito, come si evince anche dai risultati dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#).

Grafico 11

Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

In base ai risultati dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2020](#), i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono mantenuti sostanzialmente invariati⁴.

La pressione concorrenziale da parte delle altre banche ha continuato a contribuire all'allentamento dei criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie. Nel caso dei prestiti alle imprese si è osservato un impatto restrittivo derivante dalla percezione dei rischi correlata alle prospettive economiche. I termini e le condizioni per la concessione del credito (ovvero le condizioni effettive stabilite nei contratti di

⁴ Nel quarto trimestre del 2019 i criteri per la concessione del credito (ovvero le linee guida interne o i criteri di approvazione dei prestiti delle banche) per le SNF e le famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, con la percentuale netta di banche che dichiara l'inasprimento che si colloca all'1 per cento per entrambe le tipologie di prestito, rispetto al -2 per cento del terzo trimestre del 2019.

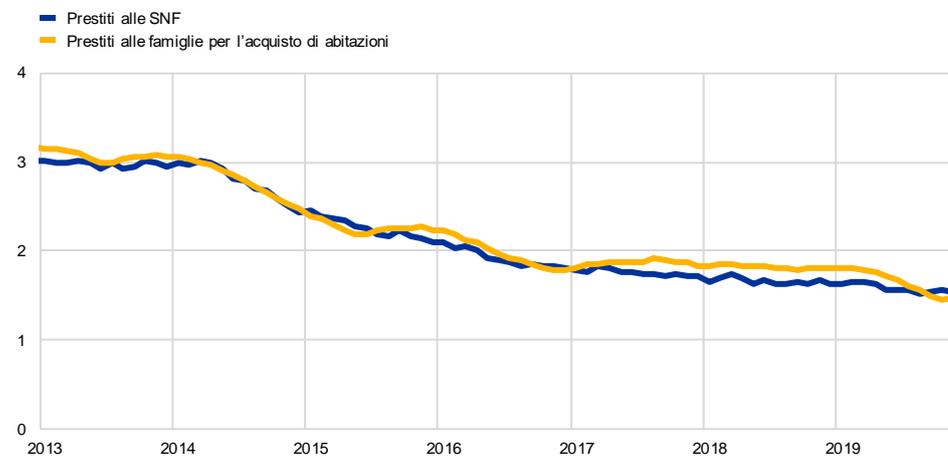
prestito) per i nuovi prestiti a favore delle imprese e i mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati nel quarto trimestre del 2019. La domanda di prestiti da parte delle imprese è diminuita per la prima volta dal quarto trimestre del 2013, riflettendo il rallentamento dell'attività economica osservato a partire dal 2018, con il fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi che ha smesso di apportare un contributo positivo alla domanda di prestiti, mentre il basso livello complessivo dei tassi di interesse ha continuato a sostenere la domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie. Le banche dell'area dell'euro hanno inoltre segnalato che il loro accesso al finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito e alla cartolarizzazione ha continuato a migliorare nel quarto trimestre del 2019. Nel contempo, esse hanno segnalato un costante rafforzamento delle proprie posizioni patrimoniali, in un contesto caratterizzato nella seconda metà del 2019 da interventi di regolamentazione o di vigilanza, nonché un lieve inasprimento dei propri criteri di concessione del credito alle imprese e per il credito al consumo, per effetto della quota di crediti deteriorati. Inoltre le banche hanno segnalato la loro intenzione di impiegare in larga parte la liquidità ottenuta grazie alle OMRLT III per accordare prestiti al settore privato non finanziario.

Le condizioni di finanziamento molto favorevoli hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro. I tassi sui prestiti bancari si sono mantenuti su un livello prossimo ai minimi storici, essendo diminuiti in linea con i tassi di riferimento del mercato nei mesi precedenti. A novembre 2019 i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, rispettivamente all'1,55 e all'1,47 per cento (cfr. grafico 12). 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. 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 novembre 2019 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 140 e 145 punti base.

Grafico 12

Tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

Riquadri

1 L'incertezza economica mondiale: caratterizzazione e ripercussioni sugli investimenti e sugli scambi internazionali

a cura di Alina Bobasu, André Geis, Lucia Quaglietti e Martino Ricci⁵

Il presente riquadro analizza il ruolo svolto dall'incertezza nel recente rallentamento di investimenti e commercio a livello mondiale. Nell'ultimo anno l'economia mondiale è passata da un'espansione forte e sincronizzata a un diffuso rallentamento. La crescita ha subito un affievolimento a livello mondiale sulla scorta della debolezza degli investimenti, che ha rappresentato anche un fattore determinante nella marcata contrazione dell'espansione del commercio mondiale nel primo semestre del 2019 (cfr. grafico A)⁶. Il rallentamento degli investimenti e dell'interscambio a livello mondiale si è verificato in un contesto caratterizzato da crescenti tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, dal rallentamento della domanda cinese, da tensioni (geo)politiche, dalla Brexit e da tensioni idiosincratich in diverse economie emergenti, in un quadro di incertezza crescente che amplifica gli effetti negativi. In tale contesto, il presente riquadro esamina il ruolo svolto dall'incertezza nel recente rallentamento degli investimenti e degli scambi commerciali a livello mondiale.

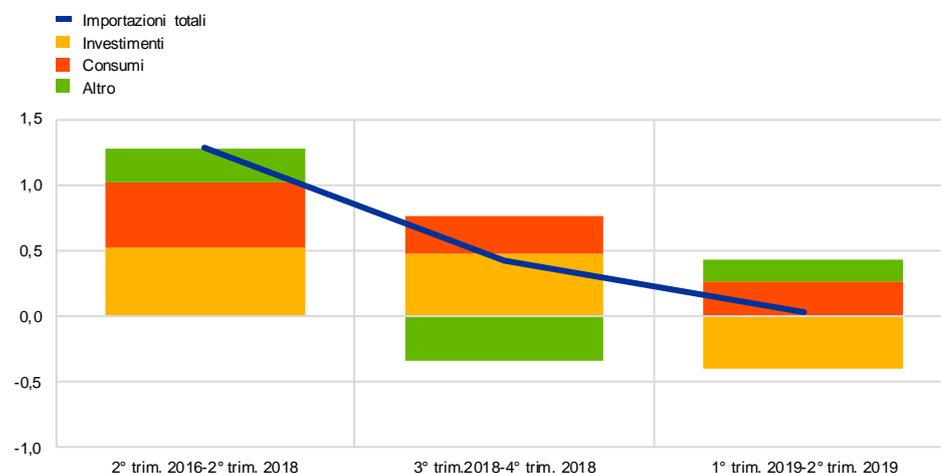
⁵ Un ringraziamento a Simone Cigna e Ben Schumann per il loro prezioso contributo.

⁶ Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro 1 *I fattori alla base del disallineamento fra attività economica e commercio internazionale* nel numero 5/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

Grafico A

Determinanti delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro)

(variazione percentuale t/t)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: valori aggregati relativi a 18 paesi, che rappresentano il 75 per cento circa della domanda estera dell'area dell'euro. I contributi sono ricavati da modelli a correzione d'errore per singolo paese che mettono in relazione i volumi delle importazioni con le componenti della domanda interna, i prezzi delle materie prime e i prezzi all'importazione relativi. Secondo Bussière et al.⁷ le misure della domanda corretta per l'intensità di beni importati (import intensity-adjusted demand, IAD) sono calcolate ponderando le componenti della domanda interna in base al loro contenuto di importazioni desunto dalle tavole input-output mondiali. Al fine di cogliere i fattori di lungo termine quali, ad esempio, i cambiamenti nella competitività non di prezzo o le variazioni nel grado di apertura commerciale, nelle relazioni di lungo periodo sono inclusi anche i trend deterministici non lineari. Il coefficiente a lungo termine dell'elasticità delle importazioni in rapporto alla domanda interna è vincolato a uno.

Dato che l'incertezza non può essere osservata direttamente, in genere si usano delle proxy. L'incertezza economica può avere origini diverse ed è

contraddistinta da una situazione in cui gli operatori economici non sono in grado di contemplare tutti i possibili stati di natura o di individuare la distribuzione di probabilità di questi ultimi. Se da un lato la letteratura ha contribuito a definire il concetto di incertezza, distinguendola tra l'altro dal concetto di rischio e da quello di fiducia⁸, dall'altro non esiste una misura dell'incertezza unica e comunemente accettata. Sono state proposte diverse proxy, come ad esempio gli indicatori basati sulla volatilità dei mercati azionari, il conteggio del numero di volte in cui il termine "incertezza" ricorre negli articoli di giornale, nonché misure basate sulle divergenze tra previsori professionali⁹.

Nel presente riquadro vengono illustrate misure sintetiche dell'incertezza macroeconomica variabili nel tempo. Jurado et al. definiscono l'incertezza

economica come la volatilità condizionata di una turbolenza che dal punto di vista degli operatori economici non è prevedibile¹⁰, con l'aumento dell'incertezza che in linea generale viene associato alla sempre maggiore difficoltà di prevedere i risultati economici futuri. Partendo da questa definizione abbiamo sviluppato misure di

⁷ Bussière et al., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n. 3, 2013.

⁸ Per una rassegna cfr. Stracca, L. e Nowzohour, L., "More than a feeling: confidence, uncertainty and macroeconomic fluctuations", *Working Paper Series*, n. 2100, BCE, settembre 2017.

⁹ Cfr. Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, vol. 77, n. 3, 2009; Baker, S. et al., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, 2016; Bachmann et al., "Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n. 2, 2013.

¹⁰ Cfr. Jurado, K. et al., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, 2015.

incertezza economica relative a 16 partner commerciali dell'area dell'euro, che complessivamente rappresentano circa il 70 per cento del PIL mondiale esclusa l'area dell'euro. Tali misure sono state ricavate dalla variazione nel tempo della volatilità degli errori di previsioni risultanti da un modello, per un'ampia gamma di serie storiche di dati macroeconomici e finanziari¹¹. Applicando lo stesso metodo a un'ampia selezione di indicatori relativi al commercio per singolo paese abbiamo altresì stimato una misura dell'incertezza legata al commercio mondiale¹².

Le stime così ottenute segnalano una crescita graduale dell'incertezza economica a livello mondiale nel corso dell'anno passato, mentre l'aumento dell'incertezza relativa al commercio internazionale è stato più rapido.

L'incertezza relativa al commercio è aumentata approssimativamente di due deviazioni standard nel corso dello scorso anno, vale a dire di oltre il doppio rispetto all'aumento osservato nell'incertezza economica (cfr. grafico B). A fronte di una rassicurante corrispondenza tra le nostre misure e passati eventi politici, geopolitici ed economici generalmente associati a situazioni di forte incertezza, la recente intensificazione coincide con i vari annunci sui dazi fatti da Stati Uniti e Cina. Ad esempio, l'indicatore dell'incertezza relativa agli scambi commerciali ha iniziato a crescere a metà del 2018, in concomitanza con l'annuncio riguardante i dazi statunitensi su acciaio e alluminio, e ha registrato di nuovo un forte aumento nel primo trimestre del 2019 dopo che gli Stati Uniti hanno aumentato i dazi su 200 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina. Fin dai primi mesi del 2018 si è osservato un aumento dell'incertezza in tutti i paesi inclusi nel campione (a eccezione della Svizzera).

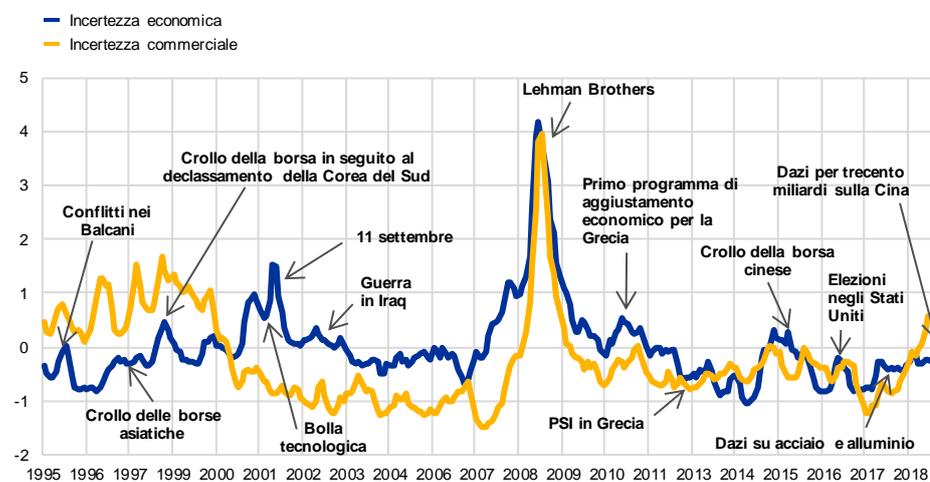
¹¹ Più nello specifico, viene impiegato un modello fattoriale dinamico (su dati mensili) per prevedere con un mese di anticipo alcune variabili di natura macroeconomica e finanziaria riferite ai singoli paesi. Viene poi utilizzato un modello di volatilità stocastica per ricavare la volatilità condizionata, nel corso del tempo, degli errori risultanti da previsioni basate su modelli. Successivamente si ricava una componente principale delle singole serie storiche, così da definire una misura dell'incertezza economica per ciascun paese. Infine, si ottiene un indicatore dell'incertezza a livello mondiale aggregando gli indicatori specifici per paese calcolati sulla base del PIL-PPA. Analogamente, viene elaborata una misura dell'incertezza connessa con il commercio mondiale ricavata da un'ampia banca dati di indicatori nazionali mensili relativi al commercio.

¹² L'indicatore dell'incertezza relativa agli scambi commerciali rispecchia la componente non prevedibile presente in un'ampia gamma di variabili specifiche del commercio, come ad esempio le importazioni e le esportazioni. Dà quindi conto di una varietà di fonti che possono causare incertezza in relazione agli scambi, come ad esempio, fra le altre, l'incertezza legata alle politiche commerciali. La proxy è stata scelta in base al fatto che l'oro è considerato un'attività sicura e pertanto la proxy dovrebbe mettere in rilievo la componente dei vari eventi che è da ricondurre all'incertezza.

Grafico B

Incertezza relativa all'economia e al commercio a livello mondiale

(deviazione standard dalla media)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: le deviazioni standard dalla media sono calcolate sul periodo compreso fra gennaio 1998 e agosto 2019.

In seguito alla crisi finanziaria internazionale le discussioni sui temi di policy si sono concentrate sempre di più sulle conseguenze macroeconomiche della maggiore incertezza. Gli approfondimenti condotti di recente dalla BCE indicano che la sempre maggiore incertezza ha avuto effetti negativi sugli investimenti nell'area dell'euro durante la crisi finanziaria internazionale e durante la crisi del debito sovrano nell'area¹³. Un nesso che mette in relazione l'incertezza con l'attività reale e che viene spesso evocato è il carattere irreversibile degli investimenti¹⁴. In aggiunta, l'interazione tra gli shock legati all'incertezza e le frizioni di natura finanziaria può avere effetti rilevanti sull'attività economica¹⁵. I consumatori possono inoltre reagire a una maggiore incertezza incrementando il proprio risparmio precauzionale¹⁶.

Anche nella congiuntura attuale l'incertezza economica sembra svolgere un ruolo di rilievo. L'analisi della relazione causale fra le oscillazioni nell'incertezza e la crescita del prodotto non è semplice, in quanto il rapporto di causalità può essere bidirezionale: un grado più elevato di incertezza incide sull'attività economica, ma è altresì probabile che gli shock che incidono (negativamente) sul prodotto aumentino l'incertezza. Al fine di distinguere gli shock esogeni dall'incertezza ci avvaliamo della metodologia proposta da Piffer e Podstawski¹⁷ e stimiamo un modello autoregressivo vettoriale strutturale di tipo proxy (proxy-SVAR) nel quale vengono utilizzate le

¹³ Cfr., "Business investment in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 215, Working Group on Econometric Modelling della BCE, ottobre 2018.

¹⁴ Cfr. Bloom, N., op. cit.

¹⁵ Cfr. Christiano L. J., Motto, R. e Rostagno, M., "Risk Shocks", *American Economic Review*, vol. 104, 2014, e Gilchrist, S., Sim, J. W. e Zakrajšek, E., "Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics", *NBER Working Paper*, n. 20038, National Bureau of Economic Research, 2014.

¹⁶ Cfr. Basu, S. e Bundick, B., "Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand: Reply", Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 18-05, 2017.

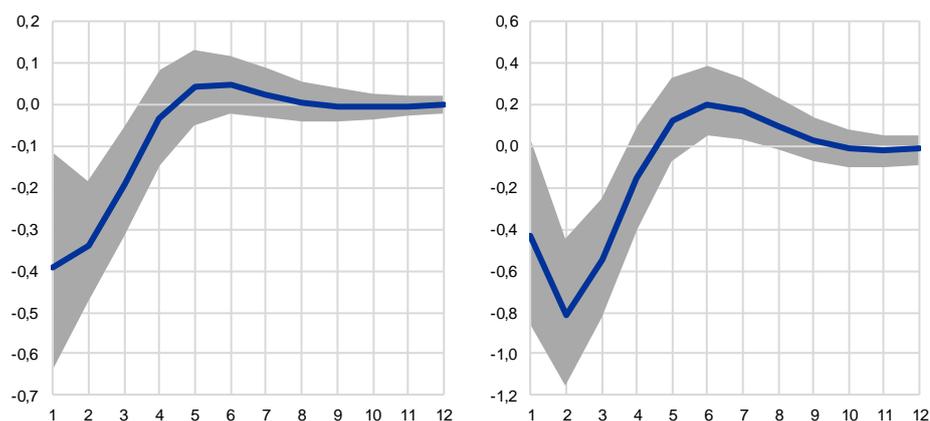
¹⁷ Cfr. Piffer, M. e Podstawski, M., "Identifying uncertainty shocks using the price of gold", *The Economic Journal*, vol. 128, 2018. La loro proxy, disponibile fino al 2015, è stata estesa aggiungendo altri 20 eventi, compresi fra il secondo trimestre del 2015 e il secondo trimestre del 2019, che sono in grado di creare incertezza o di ridurla, che non possono essere previsti e che sono esogeni ad altri shock macroeconomici.

oscillazioni nel prezzo dell'oro come strumento per l'incertezza¹⁸. I risultati di tale analisi indicano che gli shock riconducibili all'incertezza rilevano e sono di entità significativa. In quanto all'impatto, uno shock legato all'incertezza pari a una deviazione standard corrisponde rispettivamente a una riduzione di circa 0,4 punti percentuali in termini di crescita degli investimenti a livello internazionale e 0,8 punti percentuali in termini di importazioni mondiali (cfr. grafico C). Secondo la nostra analisi, inoltre, nel corso dell'ultimo anno l'incertezza ha frenato sia gli investimenti a livello mondiale sia la crescita dell'interscambio: a essa è riconducibile un terzo del calo degli investimenti e il 40 per cento del calo delle importazioni mondiali (cfr. grafico D).

Grafico C

Risposta a impulso degli investimenti (pannello di sinistra) e delle importazioni (pannello di destra) a livello mondiale, esclusa l'area dell'euro, a uno shock legato all'incertezza pari a una deviazione standard

(asse delle ordinate: punti percentuali, asse delle ascisse: trimestri)



Fonte: elaborazioni della BCE.

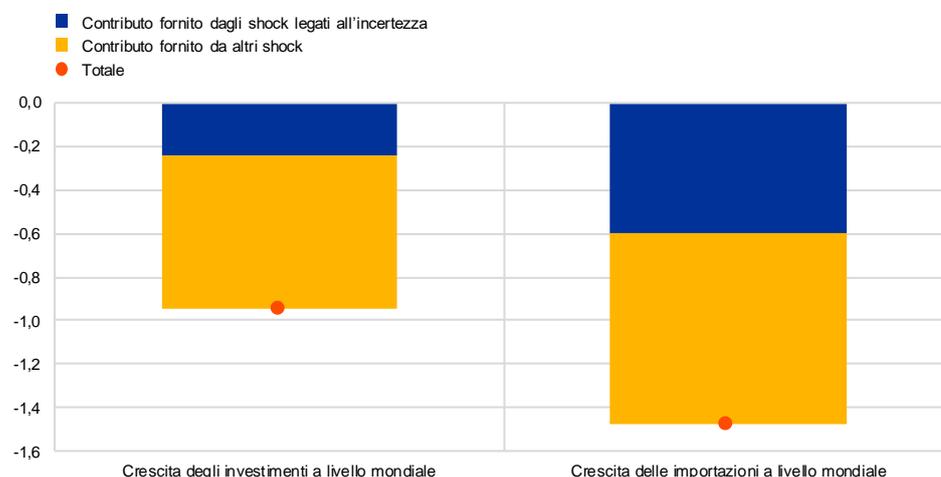
Note: il grafico mostra le funzioni di risposta a impulso ottenute da un modello SVAR che incorpora la nostra misura dell'incertezza economica a livello mondiale, gli investimenti mondiali, le importazioni mondiali, una misura aggregata dei tassi di interesse, l'inflazione mondiale misurata sull'IPC e un indice delle quotazioni azionarie in tutto il mondo. Il modello è stimato per il periodo che va dal primo trimestre del 1996 fino al secondo trimestre del 2019. Gli aggregati a livello mondiale delle variabili incluse nel VAR si riferiscono a 16 paesi che rappresentano il 75 per cento del PIL mondiale calcolati sulla base del PIL-PPA. Le linee blu mostrano i valori mediani puntuali, mentre le zone di colore grigio mostrano gli intervalli di confidenza al 68 per cento.

¹⁸ Per individuare gli shock legati all'incertezza viene utilizzato un approccio narrativo. Più nello specifico, si calcola la variazione (percentuale) del prezzo dell'oro in relazione a ciascun evento e successivamente tutte le variazioni vengono aggregate in una serie storica mensile. Questa serie di proxy è correlata con gli shock legati all'incertezza, ma non con altre comuni turbolenze macroeconomiche. La proxy viene quindi integrata in un modello SVAR mondiale che comprende anche la stima dell'incertezza economica mondiale, il PIL mondiale, gli investimenti mondiali, una misura aggregata dei tassi di interesse, l'inflazione mondiale e un indice azionario.

Grafico D

Scomposizione dell'espansione degli investimenti a livello mondiale e delle importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

(variazione percentuale media su base trimestrale tra secondo trimestre 2017/secondo trimestre 2018 e secondo trimestre 2018/secondo trimestre 2019, deviazione dall'andamento tendenziale)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Il dissiparsi dell'incertezza può contribuire altresì alla ripresa dell'attività a livello internazionale, come anticipato nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2019 formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Con il progressivo venir meno delle circostanze avverse che hanno interessato l'economia mondiale e con l'affievolirsi dell'incertezza ci si attende una moderata ripresa dell'attività e del commercio su scala internazionale nel medio periodo¹⁹. Si prevede che le politiche a sostegno della crescita forniscano un ulteriore contributo positivo in molte economie. Tuttavia, molte delle circostanze che hanno contribuito ad aumentare l'incertezza sono lungi dall'essere risolte e si ritiene che i rischi per l'attività economica mondiale siano orientati verso il basso. L'incertezza, pertanto, potrebbe continuare a incombere sulle prospettive mondiali anche nei prossimi trimestri.

¹⁹ È probabile che la recente intesa raggiunta sulla Fase 1 dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina riduca il grado di incertezza, rimuovendo alcuni ostacoli all'attività e al commercio a livello internazionale.

L'inversione della curva dei rendimenti e i segnali di recessione provenienti dai mercati finanziari statunitensi

a cura di Johannes Gräß e Stephanie Titzck

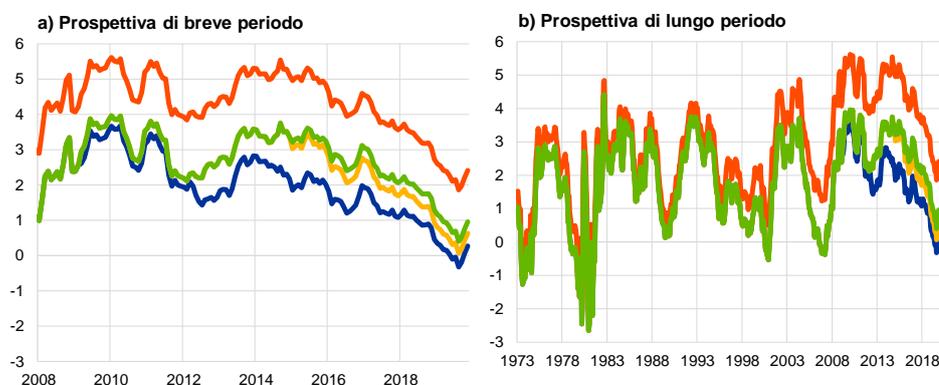
L'inversione della curva dei rendimenti dei titoli statunitensi a metà del 2019 ha accresciuto i timori di un'eventuale recessione negli Stati Uniti. La curva dei rendimenti dei titoli statunitensi è spesso considerata un fattore predittivo di periodi di recessione: un suo appiattimento o una sua inversione (o spread a termine negativo), in cui i tassi di interesse nel segmento a lungo termine sono inferiori a quelli a breve termine, sono spesso percepiti come il segnale di un'imminente recessione. Alla fine dell'estate 2019 la curva dei rendimenti degli Stati Uniti ha registrato un'inversione per la prima volta dallo scoppio della crisi finanziaria mondiale (cfr. grafico A). Un'analisi delle recessioni passate a livello internazionale può essere utile a valutare i rischi per le prospettive economiche statunitensi. Il presente riquadro propone una stima storica della probabilità di recessione negli Stati Uniti, tenendo conto dei fattori economici che, nel tempo, possono aver distorto i segnali derivanti dalla curva dei rendimenti.

Grafico A

Correzione dello spread a termine: prospettive di breve e lungo periodo

(punti percentuali)

- Spread a termine
- Spread a termine corretto per il QE statunitense
- Spread a termine complessivo corretto per il QE
- Spread a termine complessivo corretto per il QE e le riserve ufficiali



Fonti: Federal Reserve System, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: lo spread a termine è costituito dalla differenza tra i rendimenti sui titoli del Tesoro statunitense a tre mesi e dieci anni. Lo spread a termine corretto per il QE negli Stati Uniti corrisponde al differenziale corretto per gli effetti del QE adottato dalla Federal Reserve sui rendimenti dei titoli a dieci anni. Lo spread a termine complessivo corretto per il QE dà conto dell'effetto degli acquisti di attività realizzati dalla Federal Reserve e dall'Eurosistema sui rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni. Il differenziale complessivo corretto per il QE e le riserve ufficiali dà conto dell'effetto cumulato delle riserve ufficiali e del QE adottato negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sui rendimenti a dieci anni.

L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2019.

I modelli standard per il calcolo della probabilità di una recessione basati sulla curva dei rendimenti non tengono conto di fattori suscettibili di distorcere i segnali derivanti dall'attuale configurazione della curva stessa²⁰. In genere i modelli per il calcolo della probabilità di una recessione basati sulla curva dei rendimenti legano tale probabilità a una misura dello spread a termine, che consiste

²⁰ Un'osservazione analoga è stata formulata anche in Lane, P.R., *The yield curve and monetary policy*, intervento pubblico tenuto presso il Centre for Finance and the Department of Economics dello University College London, il 25 novembre 2019.

nella differenza tra i rendimenti a tre mesi e a dieci anni dei titoli del Tesoro statunitense. Tuttavia, lo spread a termine può essere influenzato da fattori che hanno ridotto il premio a termine dei rendimenti obbligazionari di lungo periodo, in maniera in gran parte indipendente dalle prospettive economiche nazionali. Innanzitutto, dallo scoppio della crisi finanziaria mondiale, i rendimenti dei titoli statunitensi a lungo termine hanno subito un calo dovuto agli acquisti di titoli da parte del Federal Reserve System. Benché la Federal Reserve abbia cessato gli acquisti da qualche tempo e, fino all'estate del 2019, abbia ridotto le quantità di obbligazioni detenute, le attuali consistenze del suo bilancio continuano a deprimere i premi a termine sulle obbligazioni a lungo termine. In secondo luogo, negli ultimi anni i rendimenti dei titoli statunitensi a lungo termine sono stati ulteriormente compressi dai programmi di acquisto di titoli avviati dalle banche centrali estere, come la BCE. Tali acquisti incidono sui rendimenti dei titoli statunitensi attraverso il canale di trasmissione della politica monetaria basato sul riequilibrio dei portafogli a livello internazionale. In terzo luogo, dall'inizio degli anni 2000, anche l'accumulo di titoli del Tesoro statunitensi da parte delle banche centrali estere ha contribuito a comprimere i rendimenti a lungo termine. Dato che solitamente la domanda da parte delle banche centrali estere è inelastica rispetto al prezzo, è probabile che la compressione dei rendimenti a lungo termine si verifichi indipendentemente dai rischi di recessione dell'economia statunitense. Di conseguenza, i segnali ottenuti mediante modelli standard per il calcolo delle probabilità di una recessione, basati sulla curva dei rendimenti, possono risultare distorti.

Il presente riquadro illustra modelli alternativi finalizzati ad ovviare alle possibili distorsioni insite nei segnali derivanti dalla curva dei rendimenti. In particolare, le misure dello spread a termine sono costruite in modo tale da tener conto degli effetti dei programmi di acquisto di titoli e dell'accumulo di riserve da parte delle banche centrali estere. Tali misure sono poi incluse in un modello standard di regressione logistica per valutare la probabilità che si verifichi una recessione negli Stati Uniti su un orizzonte temporale di un anno²¹. I modelli logit sono utilizzati per stimare la probabilità di un evento binario, in questo caso una recessione dell'economia degli Stati Uniti, sulla base di una serie di variabili esplicative. Come variabili dipendenti, si utilizzano alternativamente le varianti dello spread a termine illustrate di seguito.

In primo luogo, si costruisce una misura del differenziale a termine che corregge il rendimento dei titoli a dieci anni per l'effetto dei programmi di allentamento quantitativo adottati dalla Federal Reserve. A tal fine, si valuta l'impatto dei tre programmi di acquisti di attività su larga scala (LSAP), nonché del programma di allungamento delle scadenze e dei reinvestimenti del premio a termine dei titoli di Stato a dieci anni²². Correggendo il rendimento dei titoli a dieci anni per gli effetti del QE, si ottiene una differenza notevolmente maggiore tra il rendimento dei titoli del Tesoro a tre mesi e quelli a dieci anni (cioè uno spread a termine più ampio), in particolare tra il 2012 e il 2018 (cfr. grafico A, linea gialla). Lo spread a termine

²¹ Nei modelli proposti si controlla per i disallineamenti dei mercati delle obbligazioni societarie e di quello azionario includendo il premio obbligazionario eccedente (Excess Bond Premium, EBP) e il rapporto prezzo/utigli corretto per gli effetti del ciclo.

²² Le stime dell'impatto sul premio a termine dei titoli statunitensi si basano su Ihrig, J. Klee, E., Li, C., Wei, M. e Kachovec, J., "Expectations on the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates", *International Journal of Central Banking*, vol. 14, numero 2, marzo 2018, pagg. 341-391.

“corretto” cresce in funzione della graduale espansione del bilancio della Federal Reserve raggiungendo il livello massimo (pari a 124 punti base) a settembre 2014, poco prima della fine degli acquisti netti di titoli. Pur rimanendo ancora significativa, la differenza tra lo spread a termine standard e quello corretto per il QE statunitense si è ridotta nel corso del periodo di normalizzazione del bilancio della Federal Reserve compreso tra ottobre 2017 e agosto 2019.

In secondo luogo, si elabora una misura dello spread a termine che tiene conto degli spillover dati dagli acquisti di titoli parte delle banche centrali dell'Eurosistema sui rendimenti statunitensi (cfr. grafico A, linea rossa).

A tal fine si calcola il coefficiente di correlazione tra la variazione giornaliera dei rendimenti dei Bund tedeschi e quella dei titoli del Tesoro statunitense, entrambi con scadenza decennale, a seguito degli annunci relativi al programma di acquisto di attività (PAA) della BCE²³. L'effetto complessivo dell'allentamento quantitativo sui rendimenti dei titoli statunitensi è quindi calcolato applicando il coefficiente di correlazione all'effetto stimato del PAA dell'Eurosistema sul premio a termine a dieci anni relativo all'area dell'euro²⁴ ²⁵. Infine, il premio a termine statunitense è corretto per gli effetti degli annunci del PAA, aggiungendo le stime elaborate al rendimento a dieci anni dei titoli statunitensi.

In terzo luogo, si costruisce una misura dello spread a termine che tiene conto anche dell'effetto della detenzione di obbligazioni del Tesoro statunitense presso le riserve ufficiali estere (cfr. grafico A, linea verde).

Secondo alcune stime della BCE, un aumento dei titoli statunitensi detenuti nelle riserve ufficiali estere pari a 10 punti percentuali dello stock di debito pubblico statunitense comporta una riduzione pari a 55 punti base del premio a termine²⁶. Considerando l'ammontare delle riserve ufficiali estere di dollari in percentuale del totale del debito pubblico degli Stati Uniti, è possibile correggere il rendimento dei titoli statunitensi per tali effetti.

Lo spread a termine corretto per le riserve ufficiali si discosta sensibilmente dallo spread a termine standard all'inizio degli anni 2000, quando la Cina e altre economie emergenti hanno iniziato ad accumulare quantitativi sempre maggiori di riserve in dollari statunitensi (cfr. grafico A). Dal 2008 lo spread a termine corretto per l'effetto delle riserve ufficiali è stato in media superiore di 165 punti base rispetto allo spread a termine corretto per il QE.

²³ Il coefficiente è pari a 0,4, il che suggerisce che un annuncio relativo al PAA della BCE che induce una riduzione dei rendimenti dei Bund tedeschi a dieci anni pari a 10 punti base determina un calo di 4 punti base dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitense con la stessa scadenza. Gli annunci relativi al PAA della BCE si basano su Dedola, L., Georgiadis, G., Gräß, J. e Mehl, A. “Does a big bazooka matter? Central bank balance-sheet policies and exchange rates”, *Working Paper Series*, n. 2197, BCE, novembre 2018.

²⁴ Le stime sono tratte da Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. e Vladu, A.L., “Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve”, *Working Paper Series*, n. 2293, BCE, luglio 2019.

²⁵ Tale approccio è coerente con Curcuru et al. (2018), secondo i quali la politica di allentamento adottata dalla BCE ha causato una sostanziale compressione dei premi a termine negli Stati Uniti. Cfr. Curcuru, S., Kamin, S. Li, C. e Rodriguez, M., “International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing”, *International Finance Discussion Papers*, n. 1234, Board of Governors of the Federal Reserve System, agosto 2018.

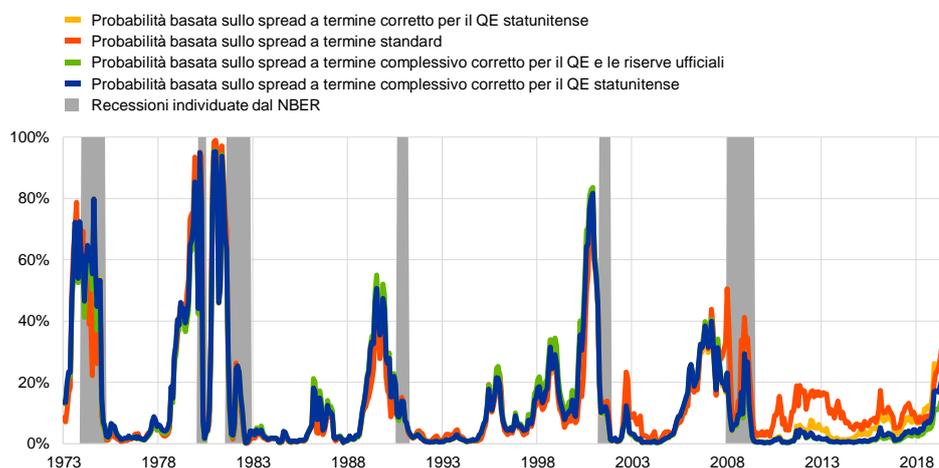
²⁶ Le stime si basano su Gräß, J., Kostka, T. e Quint, D., “Quantifying the ‘exorbitant privilege’ – potential benefits from a stronger international role of the euro”, in *The international role of the euro*, BCE, giugno 2019.

Un modello basato sullo spread a termine standard può potenzialmente sopravvalutare le attuali probabilità di una recessione rispetto ai modelli che tengono conto dell'effetto degli acquisti di attività. Come mostrato nel grafico B, ad agosto 2019, al momento della più marcata inversione della curva dei rendimenti, la probabilità prevista di una recessione sull'orizzonte temporale di un anno calcolata sulla base di un modello che utilizza lo spread a termine standard, è stata pari al 37 per cento. Di contro, l'utilizzo delle misure alternative dello spread a termine qui proposte determina probabilità di recessione molto più contenute. In particolare, il modello basato sullo spread a termine corretto per il QE indica una probabilità del 28 per cento²⁷. Includendo anche la correzione per gli effetti del PAA, tale probabilità scende al 21 per cento, mentre un'ulteriore correzione per gli effetti delle riserve ufficiali estere produce una probabilità pari appena al 12 per cento²⁸.

Grafico B

Probabilità di una recessione in funzione delle diverse varianti di spread a termine

(valori percentuali)



Fonti: Federal Reserve System, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate indicano le recessioni individuate dal National Bureau of Economic Research (NBER). Le varianti dello spread a termine sono illustrate nelle note al grafico A.

Nel complesso, i modelli che tengono conto di fattori in larga misura indipendenti dalle prospettive economiche nazionali che pesano negativamente sul premio a termine a lungo termine (e quindi sullo spread a termine) evidenziano una minore probabilità di recessione negli Stati Uniti rispetto a quelli basati sullo spread a termine standard. In riferimento ad agosto 2019, momento per il quale i modelli mostrano la più alta probabilità di recessione, applicando le diverse correzioni proposte si ottiene una probabilità di recessione tra i 9 e i 25 punti base inferiore rispetto al modello standard. Il modello che integra la correzione per gli effetti del QE negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, che risulta anche

²⁷ Metriche standard per la valutazione della capacità di prevedere recessioni mostrano come, fra i modelli testati, quello basato sullo spread a termine complessivo corretto per il QE presenti la migliore capacità predittiva.

²⁸ Swanson e Williams (2014) mostrano che, in particolare, in tale periodo i tassi sugli orizzonti temporali più brevi non reagivano alle notizie macroeconomiche. Pertanto, in tutti i modelli, il periodo in cui il tasso sui fondi federali era compreso tra lo 0 e lo 0,25 per cento è escluso dalla stima. Cfr. Swanson, E.T e Williams, J.C. "Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates", *NBER Working Paper*, n. 20486, settembre 2014.

essere il più valido in termini di proprietà statistiche, indica una probabilità di recessione pari al 28 per cento. A partire dall'agosto 2019 tutti i modelli qui proposti segnalano probabilità di recessione inferiori a quello standard, coerenti con un ampliamento dello spread a termine trainato in particolare da un aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Ciò suggerisce prospettive lievemente più favorevoli per gli Stati Uniti rispetto a quanto osservato a partire dalle analisi degli andamenti dei mercati svolte nell'estate del 2019.

3 Spezzare l'“effetto a catena” dei dazi: zone di libero scambio nell'epoca del protezionismo

a cura di Virginia di Nino, Simone Cigna e Srdan Tatomir

Nelle zone di libero scambio (ZLS), le merci importate possono essere trattate, lavorate e riesportate senza l'intervento delle autorità doganali. Questo riquadro esamina i benefici delle ZLS, come esse vengano utilizzate negli Stati Uniti²⁹, in Cina³⁰ e nell'Unione europea (UE)³¹ e se possano attenuare l'aumento dei dazi dovuti alle nuove restrizioni commerciali³².

Originariamente le ZLS furono concepite per promuovere lo sviluppo economico e l'occupazione, favorendo il commercio internazionale.

Nelle ZLS il commercio di trasformazione e le merci riesportate sono esenti dai dazi all'importazione; altri vantaggi comprendono tariffe di lavorazione più basse e dazi all'importazione differiti. Esistono anche alcuni svantaggi derivanti dalle ZLS. Ad esempio, le imprese esistenti possono semplicemente trasferirsi in una ZLS da un'altra area dello stesso paese per beneficiare di dazi o imposte minori. Ciò può comportare una diminuzione delle entrate tributarie delle amministrazioni pubbliche senza sostanziali effetti positivi netti su occupazione e attività economica³³. Tenendo conto di questi vantaggi e svantaggi, la misura in cui i paesi beneficiano delle ZLS dipende in larga parte dal contesto. In diversi paesi il numero di ZLS è cresciuto negli ultimi vent'anni, in quanto i governi hanno cercato di incoraggiare la produzione mondiale sul proprio territorio.

Le ZLS possono spezzare l'“effetto a catena” dei dazi nella misura in cui parti e componenti (altrimenti noti come beni intermedi) sono esenti dai dazi quando sono riesportati o possono entrare nel mercato ad aliquote favorevoli.

Negli Stati Uniti, le aliquote dei dazi sono più elevate per i prodotti intermedi rispetto ai prodotti finali (nella cosiddetta inversione dei dazi), ma gli input importati attraverso le ZLS possono essere esentati dai dazi o può venire loro imposta l'aliquota più bassa prevista per i prodotti finali. Inoltre, il valore creato nelle ZLS è interno e pertanto è protetto dalla tassazione statunitense sulle importazioni estere. Anziché pagare un dazio per ogni prodotto intermedio importato utilizzato nella produzione di beni finali, le imprese possono trarre vantaggio dalle ZLS per spezzare questa “catena” dei dazi, pagando esclusivamente quello applicabile sul valore aggiunto estero del prodotto finito. In alternativa, possono trasformare e lavorare le merci nelle ZLS e poi riesportarle altrove senza pagare i dazi all'importazione statunitensi. In termini di

²⁹ Per un elenco completo delle ZLS negli Stati Uniti, cfr. [List of Foreign-Trade Zones by State](#).

³⁰ Per un elenco di ZLS in Cina, cfr. l'articolo [“China: China Introduces New Free Trade Zones and Improved Practices”](#), *International Tax Review*, 15 ottobre 2019.

³¹ Per un elenco completo delle ZLS nell'UE, cfr. il documento [Free zones which are in operation in the customs territory of the Union, as communicated by the Member States to the Commission](#), 20 dicembre 2019.

³² L'ex negoziatore per il commercio degli Stati Uniti, Matt Gold, ha affermato che in un mondo in cui le barriere commerciali aumentano, le ZLS diventano più preziose (“in a world where trade barriers increase, FTZs become more valuable”), cfr. l'articolo [“Trump Erects Trade Barriers, and ‘Foreign Trade Zones’ Take Them Down”](#), *Governing: The Future of States and Localities*, 6 marzo 2018.

³³ Per una breve panoramica dei vantaggi e degli svantaggi delle ZLS, cfr. [“Special economic zones – Not so special”](#), *The Economist*, 4 aprile 2015.

contenimento dei costi, i prodotti lavorati all'interno di catene globali del valore (CGV) ottengono i benefici maggiori dalle ZLS, poiché di norma attraversano più volte le frontiere e sarebbero altrimenti soggetti a dazi in ciascuna occasione. In assenza di ZLS i dazi si accumulerebbero sui prodotti CGV, poiché in ciascuna fase vengono applicati al valore lordo dell'articolo e non al valore aggiunto. Secondo l'associazione nazionale statunitense per le zone di libero scambio (US National Association of Foreign Trade Zones), circa la metà dei costi che le imprese risparmiano trasferendosi nelle ZLS è riconducibile al fatto che evitano l'inversione dei dazi³⁴.

Negli Stati Uniti le ZLS gestiscono una quota considerevole delle importazioni totali: circa il 38 per cento nel 2018.

Tuttavia le importazioni che detengono uno "status estero" e ricevono un trattamento favorevole rappresentano solo il 14 per cento delle importazioni totali³⁵. Circa la metà delle importazioni con "status estero" prima o poi varca il confine statunitense per il consumo finale, mentre il resto viene lavorato e riesportato. Nel 2018 440.000 addetti erano impiegati nelle ZLS statunitensi. Oltre al petrolio, che transita attraverso le ZLS statunitensi per ragioni storiche, la maggior parte delle importazioni che entrano negli Stati Uniti attraverso le ZLS è costituita da prodotti elettronici, macchinari e materiali da trasporto con reti globali di produzione³⁶. I produttori esteri di automobili traggono vantaggio dall'inversione dei dazi stabilendosi nelle ZLS³⁷.

Anche le ZLS in Cina rappresentano una quota significativa e crescente del commercio globale.

Sebbene l'esenzione dai dazi all'importazione non sia attualmente una caratteristica delle ZLS in Cina, ciò è stato preso in esame e può essere modificato nell'ambito della continua espansione delle ZLS. In Cina esistono attualmente 12 ZLS di grandi dimensioni; esse impiegano il 4 per cento della forza lavoro e gestiscono merci che rappresentano circa il 17 per cento del totale delle importazioni cinesi. Come negli Stati Uniti, circa metà di questi beni è destinata al consumo interno e metà alla riesportazione. I prodotti elettronici e i macchinari importati attraverso le ZLS rappresentano il 20 per cento delle importazioni nei rispettivi settori (cfr. grafico A), mentre i materiali da trasporto costituiscono il 25 per cento delle importazioni di tale settore. Le imprese situate nelle ZLS, nonché in altre zone economiche speciali, possono inoltre beneficiare di un allentamento dei controlli sui movimenti di capitali e di agevolazioni fiscali.

³⁴ NAFTAZ, *The US Foreign-Trade Zones Program: Economic Benefits to American Communities*, 2019.

³⁵ Per maggiori informazioni sulle definizioni di merci con "status nazionale/dazio pagato" e con "status estero", cfr. il [glossario dei termini ZLS](#) stilato dal comitato statunitense per le zone di libero scambio (the US Foreign-Trade Zones Board).

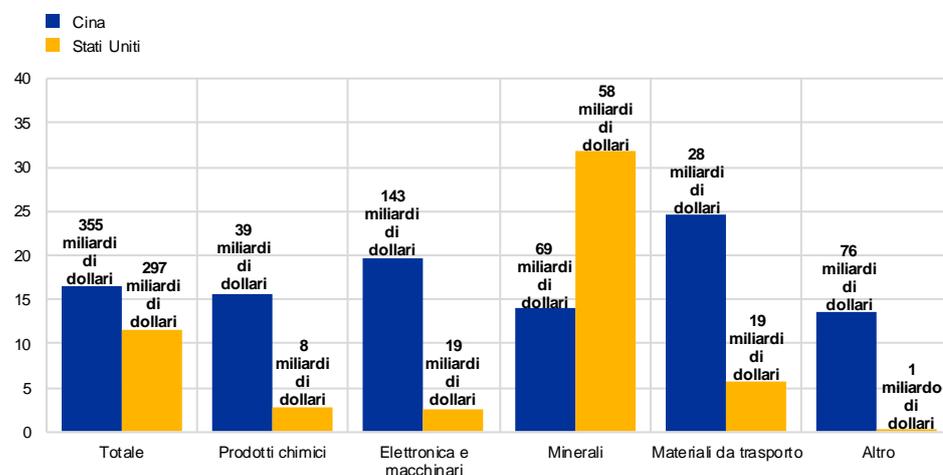
³⁶ Negli Stati Uniti le importazioni di petrolio rappresentano i due terzi di tutte le importazioni attraverso le ZLS. Le raffinerie sono situate nelle ZLS per eludere il divieto storico di importazione di greggio, che risale agli anni '30, quando gli Stati Uniti erano ancora un esportatore netto di petrolio.

³⁷ Tiefenbrun, S., "U.S. Foreign Trade Zones of the United States, Free-Trade Zones of the World, and their Impact on the Economy", *Journal of International Business and Law*, vol. 12(2), 2013.

Grafico A

Importazioni cinesi e statunitensi attraverso le ZLS nel 2018

(importazioni con status estero in percentuale del totale delle importazioni per ciascun settore)



Fonti: US Census, Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

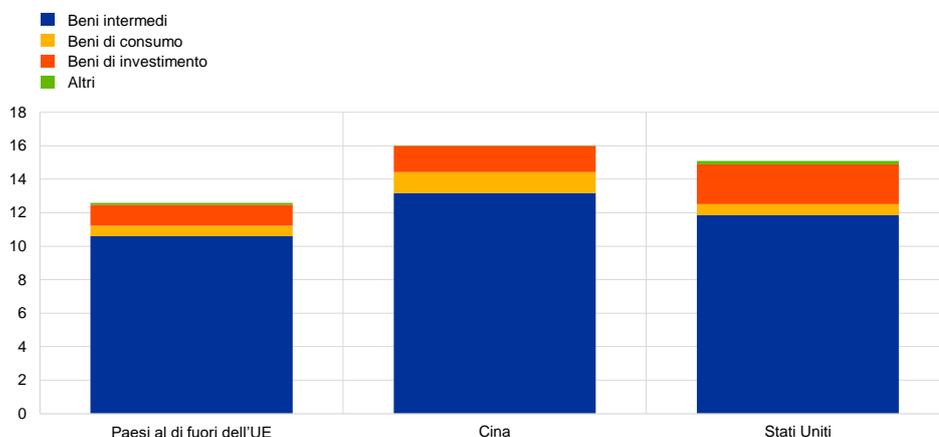
Nell'UE non è concessa alcuna esenzione dai dazi alle importazioni che transitano attraverso le ZLS, poiché le ZLS sono utilizzate principalmente per facilitare i processi doganali, ma un effetto analogo è ottenuto mediante un regime di sospensione dei dazi all'importazione³⁸. Questo regime, introdotto nel 2013, garantisce parità di condizioni alle imprese che operano nell'UE a prescindere dalla loro ubicazione geografica. La quota delle importazioni dell'area dell'euro in regime di sospensione è paragonabile alle importazioni attraverso le ZLS in altre regioni: il 12 per cento delle importazioni dell'area dell'euro è in regime di sospensione, mentre il 17 per cento delle importazioni in Cina e il 14 per cento delle importazioni negli Stati Uniti avvengono attraverso le ZLS. In linea con l'obiettivo iniziale delle ZLS, il regime di sospensione dei dazi riguarda principalmente i beni intermedi. I beni di investimento ne beneficiano in misura minore, mentre i beni di consumo rappresentano una quota trascurabile di tutte le importazioni dell'area dell'euro in regime di sospensione (cfr. grafico B). Tuttavia, poiché l'obiettivo finale è sostenere la produzione interna e lo sviluppo di catene di valore regionali, solo i beni che non sono prodotti all'interno dell'UE possono beneficiare delle sospensioni dei dazi; nello specifico, né le automobili né le parti di automobili sono mai state incluse nell'elenco delle sospensioni.

³⁸ La logica di questo approccio è che l'esenzione dai dazi all'importazione attraverso le ZLS costituirebbe un vantaggio concorrenziale sleale per le imprese situate nelle ZLS rispetto a quelle situate altrove nell'UE.

Grafico B

Importazioni dell'area dell'euro in regime di sospensione dei dazi all'importazione nel 2018

(quota delle importazioni totali per tipo di prodotto)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'elenco delle sospensioni è rivisto due volte l'anno; le sospensioni dei dazi doganali possono essere concesse per un periodo massimo di cinque anni.

Le ZLS possono mitigare l'impatto della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, in base all'entità relativa dei dazi sui beni intermedi rispetto a quelli sui prodotti finali³⁹. L'aumento dei dazi sui beni intermedi rispetto ai beni finali genera un maggiore incentivo all'importazione attraverso le ZLS negli Stati Uniti, al fine di trarre vantaggio dalle esenzioni dai dazi all'importazione. Nell'attuale guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti, circa il 90 per cento dei beni intermedi cinesi ha subito un aumento dei dazi statunitensi⁴⁰. Le misure protezionistiche hanno accresciuto il dazio bilaterale di 14,2 punti percentuali e l'aumento medio dei dazi statunitensi sui beni intermedi provenienti dalla Cina è doppio rispetto a quello dei beni di consumo (6 punti percentuali rispetto a 3 punti percentuali). La guerra commerciale ha pertanto reso più evidente l'inversione dei dazi e ha aumentato ulteriormente l'incentivo all'importazione attraverso le ZLS. Il ricorso alle ZLS può aver ridotto di 0,7 punti percentuali il dazio bilaterale effettivo tra Stati Uniti e Cina. Supponendo che tutti i beni intermedi importati

³⁹ Siroën, J.M. e Yücer, A., "Trade Performance of Free Trade Zones", *Document de travail/Working papers*, n. DT/2014-09, Université Paris-Dauphine, 2014.

⁴⁰ Le misure protezionistiche nei confronti delle importazioni cinesi hanno accresciuto di 16,3 punti percentuali il dazio bilaterale effettivo. Tuttavia, a seguito dell'annuncio di dicembre 2019 di un accordo parziale (che entrerà in vigore a febbraio 2020) e del conseguente allentamento delle tensioni, i dazi effettivi sono aumentati di 14,2 punti percentuali.

dalla Cina siano reindirizzati attraverso le ZLS degli Stati Uniti, il dazio bilaterale effettivo tra Stati Uniti e Cina può arrivare a essere inferiore di 4,5 punti percentuali⁴¹.

⁴¹ Nel 2018 gli input destinati alla produzione importati negli Stati Uniti attraverso le ZLS ammontavano a 130 miliardi di dollari. Supponendo che la quota di prodotti intermedi cinesi impiegati nella produzione nelle ZLS statunitensi coincida con la quota di prodotti intermedi cinesi importati sul totale delle importazioni intermedie degli Stati Uniti, l'effetto di attenuazione delle ZLS può raggiungere 0,7 punti percentuali. Inoltre, supponendo che tutti i beni intermedi importati dalla Cina (149 miliardi di dollari nel 2017) siano reindirizzati attraverso le ZLS, ciò potrebbe comportare una riduzione di un terzo nell'impatto sul dazio bilaterale effettivo. Ne conseguirebbe, ad esempio, un aumento di 9,8 punti percentuali anziché di 14,2 punti percentuali. Poiché i dati sulla composizione degli scambi commerciali legati alle ZLS negli Stati Uniti sono limitati, si formulano ipotesi circa la quota delle importazioni di prodotti intermedi cinesi impiegati nella produzione nelle ZLS statunitensi. Si suppone inoltre che tutti gli input esteri che entrano nelle ZLS per la produzione siano convogliati verso il mercato interno statunitense per il consumo finale (ovvero non riesportati). Si presume inoltre che tutte le importazioni intermedie cinesi abbiano subito un aumento di 25 punti percentuali sui dazi, mentre quelli sui beni di consumo sono aumentati solo di 7,5 punti percentuali. Si tratta di ipotesi ragionevoli, dato che l'83 per cento dei beni intermedi cinesi sul totale delle importazioni statunitensi di prodotti intermedi provenienti dalla Cina ha subito un aumento di 25 punti percentuali sui dazi. Al tempo stesso, quasi il 70 per cento dei beni di consumo cinesi sul totale delle importazioni statunitensi di beni di consumo provenienti dalla Cina è stato oggetto di un aumento dei dazi pari o inferiore a 7,5 punti percentuali.

4 Integrazione nelle catene globali del valore degli Stati dell'Europa centrale e orientale membri dell'UE e non appartenenti all'area dell'euro, dinamica delle esportazioni e sincronizzazione del ciclo economico con l'unione monetaria

a cura di Francesco Chiacchio e Andrejs Semjonovs

Il presente riquadro esamina gli andamenti relativi all'integrazione commerciale e alla sincronizzazione economica con l'area dell'euro dei sei Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che si trovano nell'Europa centrale e orientale (Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania) e analizza la potenziale esposizione delle loro dinamiche di esportazione al mutare delle condizioni esterne. Nel corso degli ultimi decenni, in un contesto caratterizzato da una rapida globalizzazione delle economie e da una crescente integrazione commerciale, le imprese hanno disaggregato i propri processi di produzione e ripartito su vari paesi l'approvvigionamento degli input. Ciò è avvenuto in modo evidente nei sei paesi in esame, i quali hanno accresciuto il proprio grado di integrazione nelle catene internazionali del valore a livello sia globale sia regionale. Più in particolare, l'accesso al mercato unico ha comportato l'eliminazione delle barriere commerciali, la riduzione dei costi di trasporto e l'armonizzazione delle norme a livello dell'UE, offrendo alle imprese un determinante incentivo a frammentare le attività di produzione e assemblaggio per beneficiare delle condizioni produttive locali.

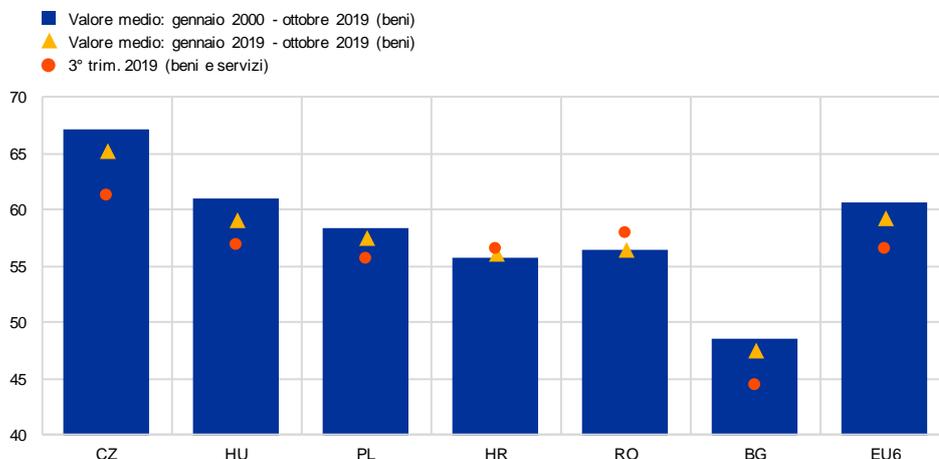
I sei paesi hanno forti legami commerciali e sono ben integrati nell'area dell'euro e nel resto dell'UE. Negli ultimi 20 anni l'area dell'euro è stata la destinazione di oltre il 55 per cento delle esportazioni totali dei sei paesi (cfr. grafico A). Nel 2014 circa il 45 per cento delle loro esportazioni lorde verso l'area dell'euro era legato alle catene globali del valore (global value chains, GVC), ossia conteneva valore aggiunto estero o valore aggiunto domestico per le esportazioni di altri paesi. Inoltre, in media, i sei paesi si collocano a valle nelle catene del valore dell'area dell'euro (cfr. grafico B)⁴². Ciò suggerisce che la regione è generalmente specializzata nelle funzioni di trasformazione e assemblaggio e che, nel complesso, le sue attività di esportazione sono caratterizzate da un contenuto di valore aggiunto domestico relativamente basso e da un più intenso utilizzo di input intermedi esteri.

⁴² La collocazione nelle catene globali del valore riflette la percentuale relativa di due componenti delle esportazioni lorde: a) il valore aggiunto domestico incorporato nelle esportazioni degli altri paesi (partecipazione a monte nelle GVC) e b) il valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni proprie (partecipazione a valle nelle GVC). Un paese si colloca a valle della catena del valore quando gli input esteri (in termini di valore aggiunto) nella produzione delle sue esportazioni sono superiori agli input che esso fornisce per la produzione delle esportazioni di altri paesi. Cfr. anche Wang, Z., Wei, S.-J. e Zhu, K., "Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels", *NBER Working Paper*, n. 19677, novembre 2013.

Grafico A

Quota delle esportazioni dei sei paesi verso l'area dell'euro

(percentuali delle esportazioni totali)



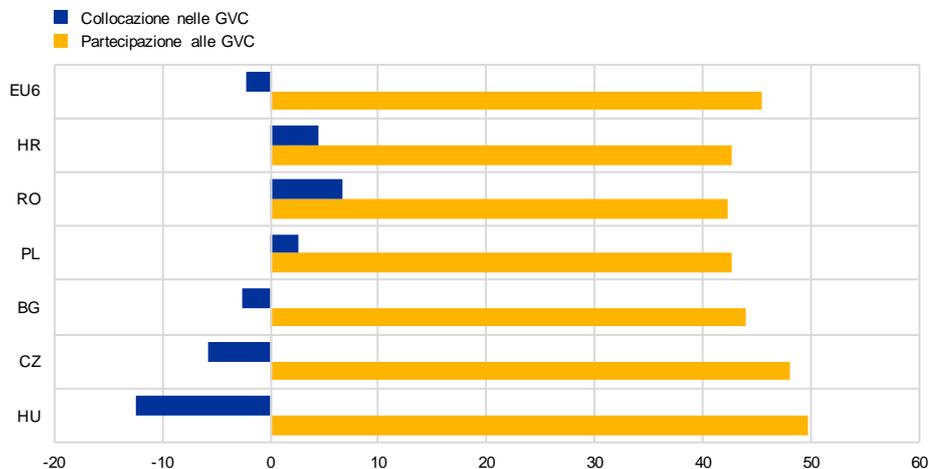
Fonte: Eurostat.

Note: "UE-6" si riferisce al dato aggregato dei sei paesi in esame. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2019 (dati sulle esportazioni di beni) e al terzo trimestre del 2019 (dati sulle esportazioni di beni e servizi).

Grafico B

Partecipazione e collocazione dei sei paesi all'interno delle GVC in termini di esportazioni verso l'area dell'euro nel 2014

(collocazione – indice; partecipazione – percentuali delle esportazioni lorde totali)



Fonti: Eurostat, tavole del World Input-Output Database (edizione 2016), Wang et al. (2013) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: "UE-6" si riferisce al dato aggregato dei sei paesi in esame. L'indice di collocazione nelle GVC è definito come $100 \cdot (\ln(1+sDV) - \ln(1+sFV))$, dove sDV è la quota del valore aggiunto domestico e sFV è la quota del valore aggiunto estero, entrambe incorporate nelle esportazioni lorde totali. Nel caso meramente ipotetico di un valore aggiunto domestico (estero) del 100 per cento, il valore massimo (minimo) dell'indice di collocazione sarebbe pertanto pari a 69 (-69). La quota di valore aggiunto estero e l'indice di collocazione nella GVC sono legati da un rapporto di proporzionalità inversa; un valore negativo indica una collocazione a valle (come nel caso dell'aggregato UE-6), un valore positivo ne indica una a monte (come nel caso di Croazia, Romania e Polonia). I dati relativi alla collocazione e alla partecipazione alle GVC sono disponibili solo fino al 2014 e potrebbero non riflettere il quadro attuale.

Il grado di apertura dei sei paesi ai mercati internazionali è progressivamente aumentato, mentre il commercio legato alle GVC, che coinvolge in larga misura partner dell'area dell'euro, ha subito una accelerazione di gran lunga superiore a quella della media dell'area. L'elevato grado di apertura, che ha consentito alle sei economie di sfruttare le strutture di produzione nazionali e di trarre grandi benefici dall'integrazione, ha anche determinato la loro maggiore esposizione agli andamenti

ciclici e agli shock settoriali. In particolare, legami più forti con altre economie europee e con il resto del mondo hanno indotto una maggiore elasticità dell'interscambio e una superiore specializzazione in settori specifici⁴³. Il commercio legato alle catene del valore, inoltre, interessa soprattutto beni durevoli di investimento, più sensibili, come noto, agli andamenti ciclici⁴⁴.

Le sei economie sono ora parte integrante delle reti produttive europee e le esportazioni nette rappresentano una determinante fondamentale della sincronizzazione del ciclo economico con l'area dell'euro. Il rafforzamento del commercio, soprattutto di beni intermedi, può sostenere la sincronizzazione del ciclo economico, ad esempio attraverso lo scambio di una più ampia varietà di prodotti⁴⁵. Un'elevata partecipazione alle catene regionali di produzione con l'area dell'euro sembra essere un importante catalizzatore per la sincronizzazione del ciclo economico con l'area. Come mostrato dal grafico C, nella media dei sei paesi nel periodo 2000-2014, una maggiore partecipazione alle GVC nelle esportazioni verso l'area dell'euro (asse delle ordinate) è associata a coefficienti di correlazione più alti (asse delle ascisse) sia con l'output dell'area dell'euro (punti rossi) sia con le esportazioni (punti blu). La sincronizzazione è stata storicamente molto elevata, in particolare in Ungheria e nella Repubblica Ceca.

⁴³ Cfr. Draghi, M., "Welcome remarks", intervento pronunciato in occasione dell'ottava conferenza della BCE sui paesi dell'Europa centrale, orientale e sudorientale tenutasi a Francoforte il 12 giugno 2019.

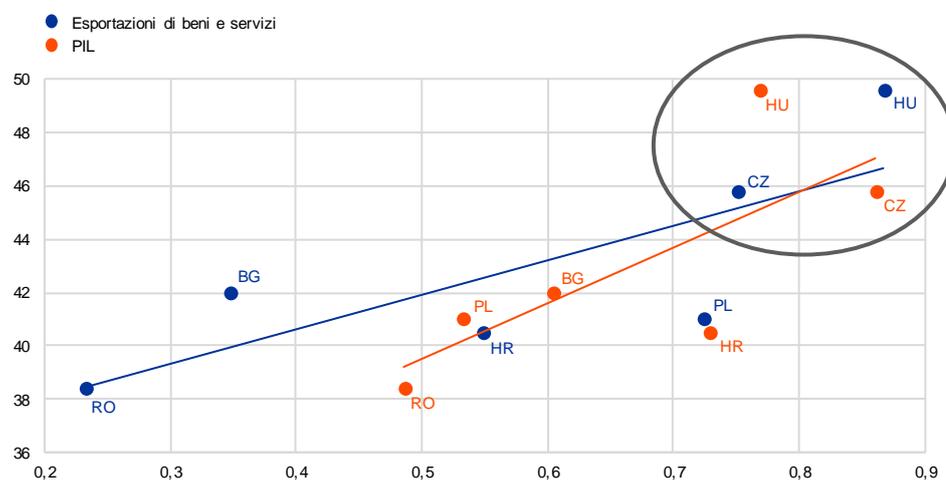
⁴⁴ Cfr. Gunnella, V., Fidora, M. e Schmitz, M., *L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro* nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

⁴⁵ Cfr., ad esempio, Duval, R., Li, N., Saraf, R. e Seneviratne, D., "Value-added trade and business cycle synchronization", *Journal of International Economics*, vol. 99, 2016, pagg. 251-262 e Liao, W. e Santacreu, A.M., "The trade comovement puzzle and the margins of international trade", *Journal of International Economics*, vol. 96(2), 2015, pagg. 266-288.

Grafico C

Integrazione commerciale e sincronizzazione del ciclo economico dei sei paesi con l'area dell'euro

(asse delle ordinate: quota di esportazioni lorde totali verso l'area dell'euro legata alle GVC, percentuali; asse delle ascisse: sincronizzazione con la crescita del PIL e delle esportazioni dell'area dell'euro, coefficiente di correlazione; 2000-2014)



Fonti: Eurostat, tavole del World Input-Output Database, Wang et al. (2013) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico illustra la relazione tra la quota media di esportazioni verso l'area dell'euro legata alle GVC e le correlazioni nella crescita annua delle esportazioni di beni e servizi o del PIL nel periodo 2000-2014. Ad esempio, circa il 50 per cento delle esportazioni lorde dell'Ungheria verso l'area dell'euro risultava legato alle GVC (asse delle ordinate). La crescita del PIL e delle esportazioni del paese, al contempo, presentava un elevato grado di correlazione con quella del PIL e delle esportazioni dell'area dell'euro (asse delle ascisse, valori del coefficiente di correlazione prossimi al valore massimo di 1). Una pendenza positiva delle linee rosse/blu suggerisce che, in media per le sei economie, una quota più elevata di esportazioni verso l'area dell'euro legata alle GVC è associata a una maggiore correlazione con la crescita del PIL/delle esportazioni dell'area. Il periodo campione è limitato agli anni tra il 2000 e il 2014 a causa dell'indisponibilità dei dati relativi alle GVC dopo il 2014.

Tuttavia, negli ultimi anni, i cicli economici dei sei paesi si sono lievemente discostati dall'attività economica dell'area dell'euro (cfr. grafico D).

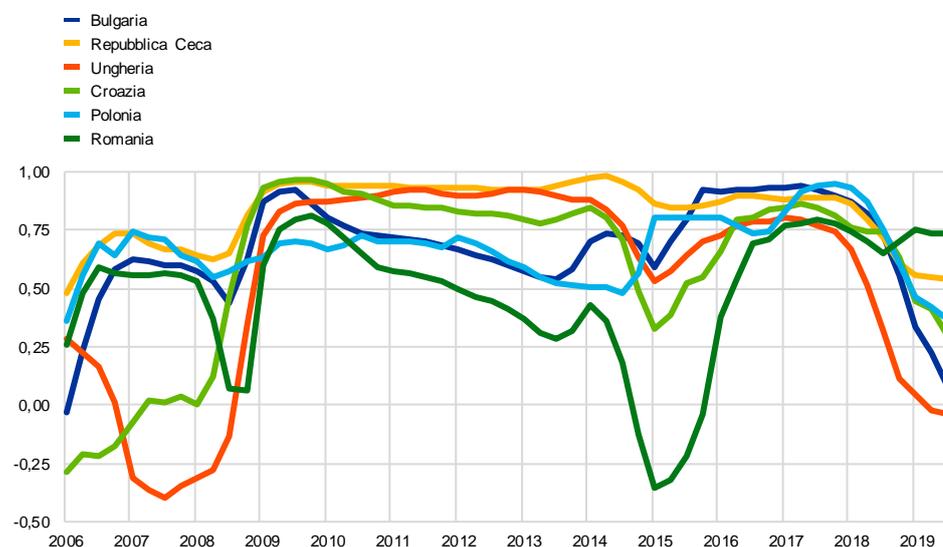
Tale scostamento può essere ricondotto a fattori locali, come una robusta domanda interna sostenuta da una notevole crescita salariale e dall'incremento dei redditi disponibili (come è generalmente avvenuto in tutte le sei economie). Si prevede, inoltre, che le sei economie crescano più rapidamente rispetto all'area dell'euro per effetto del processo di catching up. Tale differenziale di tendenza suggerisce che, in generale, gli andamenti dell'attività nell'area dell'euro potrebbero non riverberarsi perfettamente nei sei paesi. Infine, anche i perduranti effetti degli investimenti esteri diretti nell'industria effettuati in passato e la continua delocalizzazione delle attività produttive dagli impianti di altri paesi dell'UE alle sei economie in esame può in parte spiegare l'ampliamento del divario nel breve termine, come illustrato nel caso dell'Ungheria dai rapporti sull'inflazione pubblicati a settembre e a dicembre dalla Magyar Nemzeti Bank⁴⁶.

⁴⁶ La Magyar Nemzeti Bank, inoltre, prevedeva un impatto negativo esercitato dal rallentamento dell'industria automobilistica tedesca sull'economia ungherese attraverso il canale dell'economia reale nel medio termine (cfr. *Inflation Report*, Magyar Nemzeti Bank, settembre 2019).

Grafico D

Sincronizzazione dei cicli economici delle sei economie con l'attività dell'area dell'euro

(correlazioni su finestre mobili di cinque anni fra i tassi annui di crescita del PIL nelle sei economie e nell'intera area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico riflette il grado di sincronizzazione dell'attività economica tra le sei economie e l'area dell'euro. Ad esempio, la crescita del PIL nella Repubblica Ceca e quella dell'area dell'euro hanno evidenziato un elevato grado di correlazione nel decennio fino al 2018 (come indicato dai coefficienti di correlazione prossimi al valore massimo di 1), che si è invece ridotto in tempi più recenti. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2019.

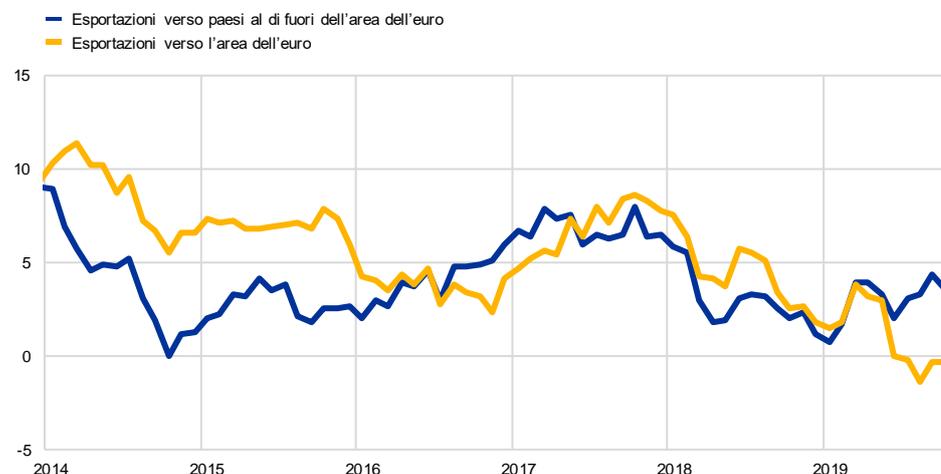
La natura e l'utilizzo finale delle esportazioni rappresentano importanti fattori alla base del grado di correlazione tra le esportazioni dell'area dell'euro e quelle dei sei paesi. Ad esempio, il recente indebolimento della crescita delle esportazioni in Romania è in larga parte attribuibile al settore automobilistico, che rappresenta circa un terzo delle merci esportate verso la Germania. Uno dei principali contributi al rallentamento economico è provenuto, in particolare, dai componenti automobilistici e dagli accessori, un sottosectore altamente integrato nelle catene produttive transfrontaliere e dipendente dalla domanda estera. Per contro, gran parte delle esportazioni bulgare in Germania non è riesportata ma destinata al consumo finale. Il rallentamento dell'economia tedesca è soprattutto riconducibile a settori industriali orientati alle esportazioni ed esercita, pertanto, un effetto più limitato sulle esportazioni della Bulgaria.

Finora la moderazione in atto nel settore manifatturiero, compresa l'industria automobilistica tedesca, e l'inasprirsi delle tensioni commerciali si sono riflessi nelle sei economie soltanto in misura parziale. Le ripercussioni negative sono state attenuate da fattori quali le condizioni interne favorevoli, la composizione merceologica delle esportazioni e la capacità di tenuta di queste ultime verso i paesi al di fuori dell'area dell'euro (cfr. grafico E). In considerazione dell'elevato grado di apertura commerciale e dei forti legami economici con l'area dell'euro, l'effetto complessivo può continuare a dimostrarsi significativo nel medio termine, in particolare per le esportazioni.

Grafico E

Esportazioni di beni in termini aggregati per le sei economie

(tassi annui di crescita, medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2019.

Le riforme volte a promuovere un percorso di crescita più equilibrato attenuerebbero le potenziali vulnerabilità ai cambiamenti delle condizioni esterne. Una maggiore accumulazione di capitale e un più ampio ricorso

all'innovazione interna contribuiranno a consolidare i vantaggi dell'integrazione e a garantire un percorso di convergenza stabile nel lungo periodo⁴⁷. Istituzioni nazionali e governance di qualità elevate sono dunque fattori critici per un successo economico duraturo; l'adozione di politiche strutturali che favoriscano, ad esempio, gli investimenti in capitale umano e il rafforzamento delle misure anticorruzione costituirebbero un passo in questa direzione⁴⁸.

⁴⁷ Cfr. Draghi, M., "Welcome remarks", op. cit.

⁴⁸ Cfr. Lagarde, C., "Strengthening the Economic Engine: Prosperity and Resilience of CESEE Economies in a Changing Trade Landscape", intervento pronunciato in occasione dell'ottava conferenza della BCE sui paesi dell'Europa centrale, orientale e sudorientale tenutasi a Francoforte il 12 giugno 2019.

5 Il ruolo del mercato dei pronti contro termine per la liquidità del mercato obbligazionario e l'efficienza del mercato degli swap

a cura di Jan Philipp Fritsche, Michael Grill e Claudia Lambert

Il presente riquadro valuta l'importanza dei mercati delle operazioni di pronti contro termine per i mercati delle obbligazioni e degli swap, fornendo nuovi elementi al dibattito sul ruolo dei primi per il sistema finanziario nel suo complesso. Nelle operazioni di vendita con patto di riacquisto, altrimenti dette "pronti contro termine", vengono venduti dei titoli stipulando un accordo di riacquisto degli stessi a una data successiva. Di norma, i pronti contro termine consentono agli operatori di mercato di ottenere finanziamenti utilizzando come garanzie delle obbligazioni. Essi possono essere usati anche per ottenere titoli specifici a fronte di garanzie in contanti. I mercati dei pronti contro termine svolgono un ruolo chiave nel facilitare la circolazione di contante e di titoli all'interno del sistema finanziario, fornendo così liquidità ad altri mercati⁴⁹. Un buon funzionamento del mercato dei pronti contro termine favorisce l'attuazione della politica monetaria, poiché agevola la propagazione delle decisioni sui tassi di interesse attraverso il sistema finanziario. Al tempo stesso, i suoi eventuali malfunzionamenti possono estendersi ad altri mercati e amplificare lo stress dei mercati finanziari. Il presente riquadro analizza gli effetti di tali malfunzionamenti sul mercato obbligazionario e su quello degli swap sui tassi di interesse. Data l'importanza di tali mercati per il sistema finanziario, il loro corretto funzionamento e la possibilità che esso venga compromesso da malfunzionamenti nel mercato dei pronti contro termine assumono rilevanza sia dal punto di vista della stabilità finanziaria, sia da quello della politica monetaria⁵⁰.

L'analisi fornisce evidenze empiriche di come la liquidità del mercato dei pronti contro termine costituisca una determinante importante della liquidità del mercato obbligazionario e delle opportunità di arbitraggio nei mercati degli swap. La liquidità del mercato dei pronti contro termine svolge un ruolo fondamentale nel contribuire a mantenere la liquidità delle obbligazioni utilizzate come garanzia nelle operazioni di pronti contro termine. Questo importante collegamento tra la liquidità della provvista e la liquidità del mercato è stato oggetto di dibattito a partire dal fondamentale lavoro di Brunnermeier e Pedersen⁵¹. I mercati dei pronti contro termine

⁴⁹ Cfr. "Repo market functioning", *CGFS Papers*, n. 59, Comitato sul sistema finanziario globale (Committee on the Global Financial System, CSFG), 2017.

⁵⁰ La liquidità del mercato obbligazionario svolge un ruolo chiave per la conduzione della politica monetaria e per la stabilità del sistema finanziario. Monitorare le condizioni di liquidità del mercato obbligazionario e i fattori attraverso cui lo stress del mercato incide su di esse è di vitale importanza. Cfr. "Fixed income market liquidity", *CGFS Papers*, n. 55, Comitato sul sistema finanziario globale (Committee on the Global Financial System, CSFG), 2016. Gli swap rappresentano la fetta più consistente del mercato degli strumenti derivati in termini di importo nozionale delle operazioni in essere e svolgono un importante ruolo, in particolare per la copertura del rischio di tasso di interesse. Per una analisi sulla rilevanza di tale mercato cfr., ad esempio., Fontana, S., Holz auf der Heide, Pellizon, L. e Scheicher, M., "The anatomy of the euro area interest rate swap market", *Working Paper Series*, n. 2242, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2019.

⁵¹ Cfr. Brunnermeier, M.K. e Pedersen, L.H., "Market Liquidity and Funding Liquidity", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 6, 2009, pagg. 2201-2238 come uno dei primi lavori su questo argomento, nonché Huh, Y. e Infante, S., "Bond Market Intermediation and the Role of Repo", *Finance and Economics Discussion Series*, 2017-003, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2017, per un collegamento più esplicito tra mercati dei pronti contro termine e differenziale denaro-lettera delle obbligazioni.

svolgono un ruolo di rilievo anche nella definizione dei prezzi e delle coperture per gli swap sui tassi di interesse⁵².

Il riquadro analizza gli effetti di una improvvisa riduzione della liquidità del mercato dei pronti contro termine a fine trimestre sulla liquidità dei mercati obbligazionari e sull'arbitraggio nei mercati degli swap. La liquidità del mercato dei pronti contro termine, generalmente, si riduce a fine trimestre o a fine anno. Ciò è dovuto principalmente a operazioni di “window-dressing” effettuate dalle banche, ovvero aggiustamenti di bilancio volti a migliorare specifici indici regolamentari che le banche hanno l'obbligo di riportare e rendere pubblici in tali giorni⁵³. In virtù della loro scadenza a brevissimo termine (di norma da uno a cinque giorni), le operazioni di pronti contro termine sono spesso utilizzate dalle banche per effettuare rapidi aggiustamenti di bilancio: gli intermediari riducono la leva finanziaria a fine trimestre o a fine anno e ciò incide sui mercati dei pronti contro termine dato che i volumi delle operazioni diminuiscono⁵⁴.

I risultati del primo esercizio mostrano che la liquidità del mercato obbligazionario, misurata attraverso i differenziali denaro-lettera, diminuisce in modo significativo quando i mercati dei pronti contro termine subiscono un'improvvisa riduzione della liquidità. Il differenziale denaro-lettera è la differenza tra la quotazione denaro e la quotazione lettera di un titolo. È una misura dei costi di transazione che tende a diminuire nel caso di titoli più liquidi. Il grafico A mostra come negli ultimi giorni di contrattazione del 2018 (quando la liquidità del mercato dei pronti contro termine ha subito una significativa riduzione) il differenziale denaro-lettera sia aumentato notevolmente per quelle obbligazioni che molto spesso vengono utilizzate come garanzia sui mercati dei pronti contro termine e che, di conseguenza, si ritiene che solitamente beneficino della liquidità della provvista sul mercato dei pronti contro termine (tali obbligazioni costituiscono il “gruppo di trattamento”). Le obbligazioni che vengono utilizzate molto di rado come garanzie e che, pertanto, non beneficano della liquidità della provvista sul mercato dei pronti contro termine (il “gruppo di controllo”) non sono state interessate dalla riduzione di liquidità e il loro differenziale

⁵² Cfr. ad esempio, “[What is the role of repo in the financial markets](#)”, International Capital Market Association, 2019.

⁵³ Ad esempio, la segnalazione e la diffusione del coefficiente di leva finanziaria di Basilea III che avviene a fine trimestre e il calcolo dei punteggi assegnati alle banche nel quadro normativo delle banche di rilevanza sistemica a livello globale (Global Systemically Important Bank, G-SIB) diffuso a fine anno si basano su istantanee dei bilanci effettuate in determinati giorni. Questa circostanza invita al ridimensionamento dei bilanci in corrispondenza di tali date. Cfr. il documento “[Statement on leverage ratio window-dressing behaviour](#)” del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ottobre 2018, nonché Behn, M., Mangiante, G., Parisi, L. e Wedow, M., “[Behind the scenes of the beauty contest: window dressing and the G-SIB framework](#)”, *Working Paper Series*, n. 2298, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2019.

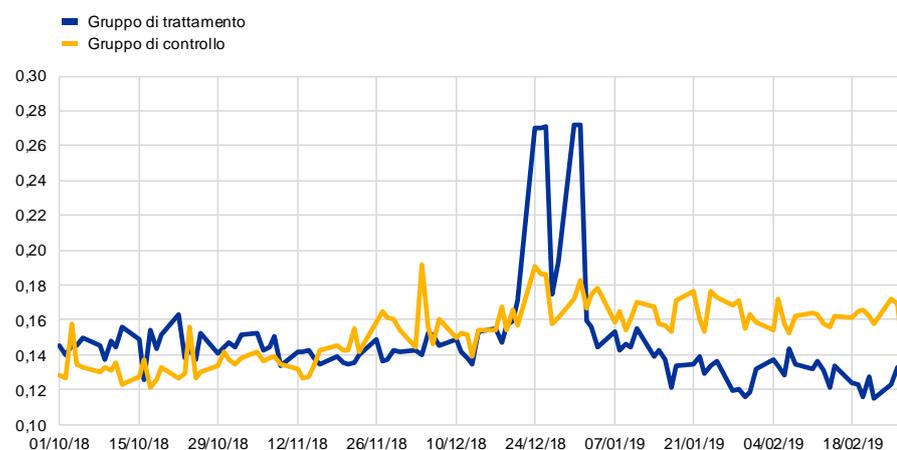
⁵⁴ Cfr., ad esempio, Grill, M., Jakovicka, J., Lambert, C., Nicoloso, P., Steininger, L. e Wedow, M., “[Recent developments in euro area repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning](#)”, *Financial Stability Review*, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017.

denaro-lettera si è mantenuto sullo stesso livello⁵⁵. Questi risultati sono confermati se si utilizza un modello stimato che misura la differenza tra l'aumento del differenziale denaro-lettera relativo al gruppo di trattamento e quello del differenziale relativo al gruppo di controllo⁵⁶. La tavola A mostra i risultati della regressione per i cinque trimestri considerati. L'aumento del differenziale denaro-lettera è significativamente maggiore per il gruppo di trattamento in corrispondenza di tutti i periodi di fine trimestre, e ancor più a fine anno⁵⁷.

Grafico A

Differenziale denaro-lettera dei gruppi di trattamento e di controllo a fine 2018

(punti percentuali)



Fonti: BCE (base dati delle segnalazioni statistiche sui mercati monetari) e Thomson Reuters.

Nota: l'asse delle ordinate mostra il differenziale delle quotazioni denaro-lettera calcolato prima per ciascun titolo e poi in media, rispettivamente, per il gruppo di trattamento e il gruppo di controllo.

⁵⁵ I gruppi di trattamento e di controllo sono individuati sulla base dei dati, a livello di singola operazione di pronti contro termine per le 50 maggiori banche dell'area dell'euro, provenienti dalla base dati delle segnalazioni statistiche sui mercati monetari (Money Market Statistical Reporting, MMSR). Per ciascun trimestre, le 500 obbligazioni utilizzate più di frequente come garanzia sul mercato dei pronti contro termine vengono identificate come gruppo di trattamento. Per tale gruppo di obbligazioni, il mercato dei pronti contro termine può essere considerato un importante fattore di apporto di liquidità della provvista. Il gruppo di controllo comprende obbligazioni utilizzate così raramente come garanzie da non beneficiare di alcuna liquidità della provvista proveniente dal mercato dei pronti contro termine. La serie di dati include operazioni sia di general collateral sia di special collateral. Tutte le transazioni in cui, per la garanzia, viene segnalato un numero internazionale di identificazione dei titoli (International Securities Identification Number, ISIN), ovvero la maggioranza delle transazioni, sono prese in considerazione.

⁵⁶ Sulla base dei gruppi di trattamento e di controllo sopra definiti, viene impiegata una tecnica di stima della differenza nelle differenze subordinata all'uso del metodo del propensity score per effettuare l'abbinamento. Sebbene esistano delle differenze strutturali nella liquidità delle obbligazioni appartenenti ai due gruppi, questi fattori di carattere strutturale sono costanti nel tempo e l'approccio basato sulla differenza nelle differenze consente di tenere conto degli elementi invariabili nel tempo. La procedura attraverso cui si effettua l'abbinamento garantisce che i due gruppi di obbligazioni siano simili prima della chiusura del trimestre e che i risultati non riflettano, pertanto, le differenze sistematiche esistenti tra di essi. In particolare, le obbligazioni sono tra loro abbinate sulla base di alcune caratteristiche principali che determinano la liquidità, quali la vita residua, la duration modificata, il rendimento, il valore di mercato e il differenziale rispetto a un benchmark basato sui titoli di Stato. Il modello della differenza nelle differenze include anche effetti fissi temporali ed effetti fissi delle obbligazioni.

⁵⁷ Tali risultati sono in linea con Munyan, B., [Regulatory Arbitrage in Repo Markets](#), *Office of Financial Research Working Paper Series*, n. 15-22, 2015, in cui si riscontrano effetti simili sul differenziale denaro-lettera per le obbligazioni delle agenzie statunitensi.

Tavola A

Effetti della minore liquidità del mercato dei pronti contro termine sul differenziale denaro-lettera per trimestre

(punti base)

	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018
Variazione relativa del differenziale denaro-lettera	15,3***	16,2***	28,8***	-0,87	78,3***
R² corretto	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la tavola mostra il risultato di una regressione basata sul modello della differenza nelle differenze effettuata sui differenziali denaro-lettera. Il coefficiente stimato misura la differenza tra l'aumento del differenziale denaro-lettera per il gruppo di trattamento e l'aumento dello stesso parametro per il gruppo di controllo.

*** denota significatività statistica al livello dell'1 per cento.

Il secondo esercizio esamina l'impatto di una minore liquidità del mercato dei pronti contro termine sulle opportunità di arbitraggio nei mercati degli swap.

La figura A illustra i collegamenti tra i mercati in un'operazione in cui viene attuata una strategia di arbitraggio per trarre profitto da un differenziale di swap negativo⁵⁸.

L'operatore di mercato in primo luogo acquista un titolo sul mercato obbligazionario finanziandosi con la liquidità del mercato dei pronti contro termine⁵⁹, quindi entra in un contratto swap e corrisponde un tasso fisso. Se, ad esempio, l'obbligazione ha un rendimento dell'1 per cento, l'operatore di mercato può entrare in uno swap che prevede il pagamento di un tasso fisso dello 0,9 per cento, guadagnando la differenza di 0,1 punti percentuali⁶⁰ (con il risultato che il differenziale di swap da negativo dovrebbe, in ultima analisi, divenire pari a zero). Questo meccanismo di arbitraggio, tuttavia, è economicamente conveniente solo se gli operatori di mercato possono contare sul buon funzionamento del mercato obbligazionario e di quello dei pronti contro termine.

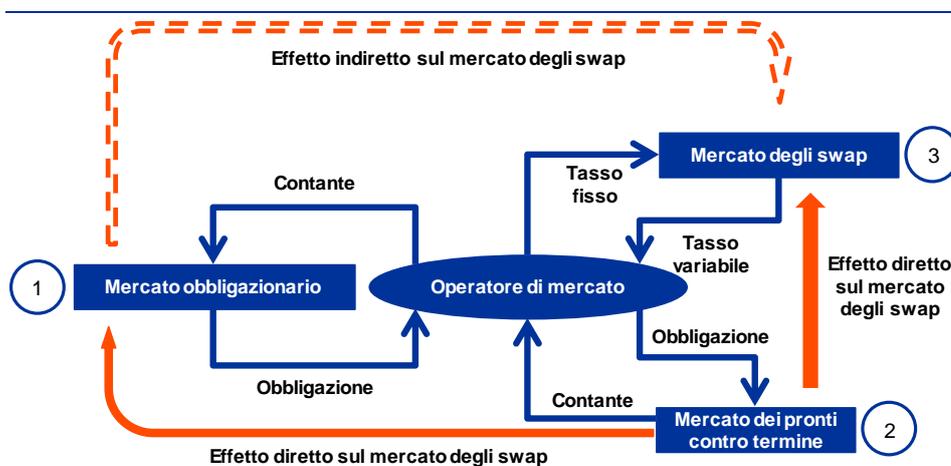
⁵⁸ Il differenziale di swap è definito come la differenza tra il tasso fisso di uno swap sui tassi di interesse e il rendimento dell'obbligazione sottostante.

⁵⁹ L'obbligazione può essere usata come garanzia di un contratto di pronti contro termine.

⁶⁰ A prescindere dal rischio di controparte e di insolvenza e dai costi di copertura e di transazione.

Figura A

Rappresentazione semplificata di un arbitraggio sui differenziali di swap negativi⁶¹



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il diagramma raffigura una serie di operazioni di arbitraggio in cui un operatore di mercato in primo luogo acquista un titolo sul mercato obbligazionario finanziando successivamente l'operazione sul mercato dei pronti contro termine. L'operatore entra poi in un contratto swap, paga un tasso fisso e ne riceve uno variabile.

La teoria prevede che le frizioni nei mercati dei pronti contro termine generino una riduzione del differenziale di swap. Secondo recenti ricerche un'improvvisa riduzione della liquidità nel mercato dei pronti contro termine a fine trimestre riduce le opportunità di arbitraggio nei mercati degli swap⁶².

Gli operatori che agiscono nel mercato degli swap possono essere influenzati dal mercato dei pronti contro termine direttamente e indirettamente. Ne sono influenzati in maniera diretta quando utilizzano il mercato dei pronti contro termine per il finanziamento dell'acquisto di obbligazioni e in maniera indiretta quando la liquidità del mercato obbligazionario varia al variare di quella del mercato dei pronti contro termine. Nel paragrafo successivo, l'effetto sul mercato degli swap attraverso il mercato obbligazionario è indicato come effetto indiretto, mentre gli effetti del mercato dei pronti contro termine sul mercato obbligazionario sono indicati come effetti diretti.

L'analisi empirica mostra che i differenziali di swap diminuiscono significativamente, anche nel caso in cui siano già negativi, quando diminuisce la liquidità dei mercati dei pronti contro termine e del mercato obbligazionario. Un modello stimato mostra che il differenziale di swap per il gruppo di trattamento subisce un calo fino a 13 punti base rispetto al gruppo di controllo attraverso l'effetto diretto (cfr. tavola B). È da notare inoltre come l'effetto indiretto sia più pronunciato alla fine di determinati trimestri. Ciò dimostra che una riduzione della liquidità nel mercato

⁶¹ Per un diagramma più dettagliato, cfr. Boyarchenko, N., Gupta, P., Steele, N. e Yen, J., "Negative Swap Spreads", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 24, n. 2, ottobre 2018.

⁶² Secondo il modello presentato in Jermann, U., *Negative Swap Spreads and Limited Arbitrage*, *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n. 1, 2020, che tiene conto di frizioni per la detenzione di obbligazioni e il ricorso al finanziamento tramite pronti contro termine, una minore liquidità dei mercati dei pronti contro termine a fine trimestre ridurrebbe le opportunità di arbitraggio sui mercati degli swap dei tassi di interesse e consentirebbe ai differenziali di swap di scendere anche in territorio negativo (cfr. anche i riferimenti citati nel lavoro). Analogamente, in Boyarchenko, N. et al., op. cit. si analizza nel dettaglio di quanto i differenziali di swap dovrebbero scendere prima che un'operazione di swap di obbligazioni con lo scopo di effettuare un arbitraggio basato sui differenziali di swap negativi diventi redditizia.

dei pronti contro termine o in quello obbligazionario genera una minore efficienza del mercato degli swap.

Tavola B

Effetti diretti e indiretti della carenza di liquidità del mercato dei pronti contro termine sul differenziale di swap per trimestre

(punti base)

	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018
Effetto diretto	-0,954**	-9,294***	1,864*	2,500***	-12,79***
Effetto indiretto	0,0690	-13,36**	-8,525**	-17,35***	-28,30***
R² corretto	0,26	0,25	0,19	0,14	0,12

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE

Note: la tavola mostra il risultato di una regressione basata sul modello della differenza nelle differenze sui differenziali degli swap. L'effetto diretto misura l'impatto della carenza di liquidità del mercato dei pronti contro termine sul differenziale di swap, senza tenere conto della reazione del mercato obbligazionario. L'effetto indiretto misura la reazione dei differenziali di swap del gruppo di trattamento ai differenziali denaro-lettera del mercato obbligazionario quando la liquidità del mercato dei pronti contro termine diminuisce. I coefficienti implicano una diminuzione dei differenziali di swap, in particolare quando è difficile reperire un titolo sul mercato obbligazionario finanziandolo sul mercato dei pronti contro termine.

Si tiene conto dei seguenti fattori: vita residua, duration modificata, valore di mercato e differenziale dell'obbligazione rispetto a un benchmark basato sui titoli di Stato. La regressione include anche effetti fissi temporali e delle obbligazioni; *, ** e *** indicano una significatività, rispettivamente, al livello di 10,5 e 1 per cento.

Nel complesso, l'analisi presenta evidenze sui collegamenti tra mercati dei pronti contro termine da una parte e mercati obbligazionari e degli swap dall'altra. Essa mostra come malfunzionamenti del mercato dei pronti contro termine possano propagarsi ad altri mercati incrementando la volatilità dei differenziali denaro-lettera nei mercati obbligazionari e limitando il potenziale arbitraggio nei mercati degli swap. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, garantire la capacità di tenuta e la sostenibilità dei mercati dei pronti contro termine al fine di limitare il rischio di improvvise criticità e l'aumento delle tensioni sui principali mercati, quali quello obbligazionario e degli swap, è pertanto un obiettivo di rilievo per i responsabili delle politiche. La potenziale propagazione dei malfunzionamenti del mercato dei pronti contro termine ad altri mercati assume rilevanza anche dal punto di vista della politica monetaria, poiché la volatilità dei tassi di interesse può compromettere il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione. Infine, i risultati rafforzano la necessità di attuare le recenti raccomandazioni del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria volte a ridurre gli incentivi alle operazioni di "window-dressing" mediante l'utilizzo delle medie trimestrali per riportare e rendere pubblico il coefficiente di leva finanziaria⁶³.

⁶³ Cfr. "Revisions to leverage ratio disclosure requirements", Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, giugno 2019.

Le indagini sulle prospettive delle imprese come indicatori degli investimenti reali nell'area dell'euro

a cura di Eduardo Maqui

Gli indicatori delle indagini sugli investimenti possono essere utili per valutare l'andamento dell'accumulazione delle imprese nell'area dell'euro. L'indagine mondiale sulle prospettive delle imprese (Global Business Outlook Survey) rileva le condizioni future delle imprese, è realizzata da IHS Markit con frequenza triennale, sulla base di dati raccolti a febbraio, giugno e ottobre e fornisce quindi informazioni più tempestive rispetto ad altre indagini sugli investimenti. Come indicato da IHS Markit, i questionari sono inviati a un campione rappresentativo di imprese del settore manifatturiero e di quello dei servizi, opportunamente selezionate per riflettere la struttura economica di ciascun paese in termini di contributo al PIL per settore, distribuzione regionale e dimensione delle imprese. Inoltre, la metodologia armonizzata impiegata consente confronti diretti delle aspettative delle imprese tra i paesi dell'area dell'euro, il che è particolarmente utile per monitorare l'andamento degli investimenti delle imprese e per valutare le politiche implementate.

Dalla metà del 2018 le prospettive di investimento nel settore manifatturiero hanno subito un peggioramento, evidenziando la dinamica debole degli investimenti delle imprese in un contesto caratterizzato da maggiore incertezza a livello mondiale e da sfide che riguardano specifici settori (cfr. grafico A).

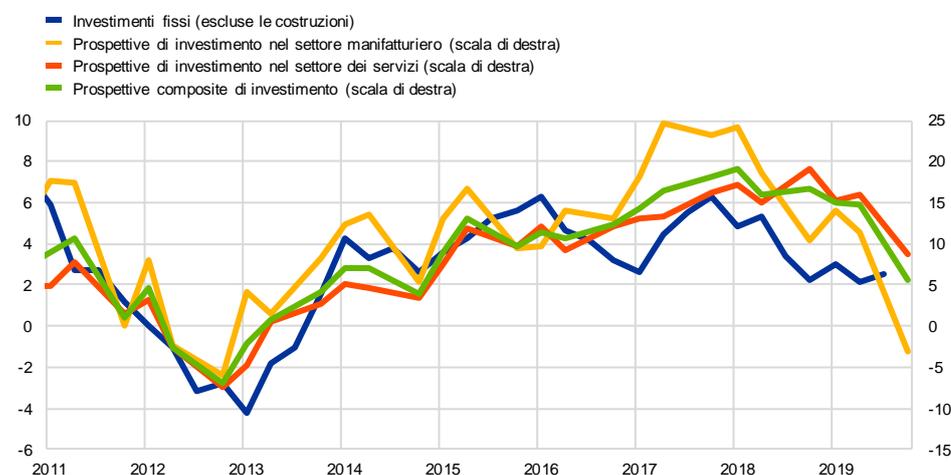
Negli ultimi anni gli indicatori hanno evidenziato divergenze tra i vari settori in termini di prospettive di investimento delle imprese, con un brusco rallentamento nel settore manifatturiero accompagnato da un calo ritardato e più contenuto nelle prospettive di investimento del settore dei servizi. Nell'ultima relazione sugli investimenti della Banca europea per gli investimenti (BEI)⁶⁴, corredata dalla relativa indagine, è stato segnalato come l'incertezza crescente connessa a eventi geopolitici, come la Brexit, e l'ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali abbiano inciso negativamente sugli investimenti. La relazione indica inoltre che anche il contesto politico e normativo sembra pesare sulle prospettive di accumulazione. Inoltre, si prevede un andamento contenuto degli investimenti delle imprese a causa della persistente incertezza che caratterizza sfide che riguardano specifici settori, tra cui quello dell'industria automobilistica.

⁶⁴ Cfr. [EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation](#) e [2019 EIB Investment Survey](#).

Grafico A

Prospettive d'investimento dell'area dell'euro per settore e investimenti reali delle imprese

(scala di sinistra: tasso di crescita sul periodo corrispondente; scala di destra: saldo netto)



Fonti: IHS Markit, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli investimenti fissi (escluse le costruzioni) rappresentano l'aggregato dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia e Italia). Storicamente, essi rappresentano in media circa il 75 per cento degli investimenti totali delle imprese dell'area dell'euro (nella composizione a 19 paesi). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019 per gli investimenti fissi reali (escluse le costruzioni) e a ottobre 2019 per le serie relative alle prospettive di investimento delle imprese. Il valore del saldo netto dell'indicatore prospettico degli investimenti delle imprese è calcolato come la differenza tra la percentuale di imprese che prevedono un miglioramento nei 12 mesi successivi e quelle che prefigurano un peggioramento. I valori del saldo netto variano tra -100 e 100. I valori superiori allo 0 indicano pertanto prospettive percepite come favorevoli dalle imprese in relazione agli investimenti nei 12 mesi seguenti, mentre i valori inferiori allo 0 possono essere interpretati come un peggioramento e un valore pari a 0 come prospettiva neutra.

Le aspettative delle imprese disponibili a ottobre 2019 indicano un ulteriore deterioramento delle prospettive a breve termine degli investimenti nel settore manifatturiero dell'area dell'euro. Le prospettive composite di investimento (benché in territorio positivo) hanno registrato un marcato peggioramento a ottobre, trainate dalle aspettative di una contrazione degli investimenti nel settore manifatturiero (in territorio negativo per la prima volta dal 2012) e da un contemporaneo, non trascurabile, calo delle aspettative di investimento nel settore dei servizi. Ciò è in linea con le ultime indicazioni provenienti dall'indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea, in cui le aspettative per la crescita annua degli investimenti nel settore manifatturiero nel 2019 sono state riviste al ribasso in misura significativa nell'area dell'euro, dal 4 per cento dell'indagine di aprile 2019 al -2 per cento di novembre 2019⁶⁵. In base ai risultati dell'indagine, è previsto un andamento contenuto degli investimenti nella maggior parte dei settori industriali, con una revisione al ribasso dei piani di investimento nel 2019 riconducibile a imprese industriali di grandi dimensioni. Inoltre, secondo l'indagine sugli investimenti svolta dalla BEI nel 2019, il numero di imprese manifatturiere che prevedevano di ridurre gli investimenti nel corso di tale anno è aumentato per la prima volta negli ultimi quattro anni⁶⁶.

I risultati delle indagini a livello nazionale e settoriale indicano il settore manifatturiero tedesco come fattore chiave alla base del graduale indebolimento delle prospettive di spesa in capitale. I risultati emersi dall'indagine

⁶⁵ Cfr. 2019 EIB Investment Survey.

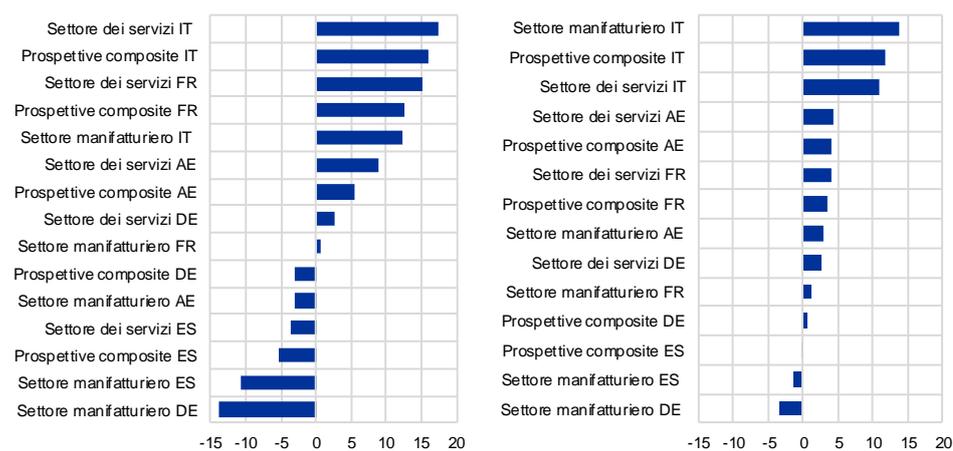
⁶⁶ Cfr. EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation.

più recente sulle prospettive delle imprese, svolta a ottobre 2019, hanno evidenziato differenze tra i vari paesi e settori, con prospettive di investimento che restano positive in Francia e in Italia, mentre in Germania e in Spagna sembrano subire un netto deterioramento. Nel complesso, gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dovrebbero continuare a essere sostenuti dal settore dei servizi, compensando in una certa misura il calo dell'accumulazione nel settore manifatturiero (cfr. grafico B, pannello di sinistra). Anche le prospettive per gli investimenti nel settore R&S sono eterogenee (cfr. grafico B, pannello di destra). Gli indicatori ricavati dalle edizioni recenti dell'indagine hanno comunque mostrato una tendenza sostanzialmente discendente, nei vari paesi e settori, con gli ultimi risultati che segnalano una dinamica complessivamente debole. In prospettiva, l'indagine sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea suggerisce un leggero miglioramento delle prospettive di investimento dell'area dell'euro per il 2020 rispetto al 2019, che dovrebbero tornare in territorio positivo, seppur lentamente.

Grafico B

Prospettive delle imprese relative a spese in capitale e investimenti in R&S per paesi e settori

(pannello di sinistra: prospettive delle imprese per spese in capitale; pannello di destra: investimenti in R&S; saldo netto)



Fonti: IHS Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi al settore dei servizi in Spagna non sono disponibili. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2019.

Articoli

1 Ricchezza e consumi delle famiglie nell'area dell'euro

a cura di Gabe de Bondt, Arne Gieseck e Mika Tujula

1 Introduzione

La ricchezza delle famiglie consiste nella differenza tra il valore delle attività e il valore delle passività di un nucleo familiare ed è una delle determinanti fondamentali del consumo privato.

Nel breve periodo l'aumento della ricchezza può influire sul consumo privato, in quanto le famiglie possono sentirsi più ricche e più sicure. Inoltre, il livello di ricchezza delle famiglie è un fattore importante che influenza le scelte di consumo e la crescita sul più lungo periodo. Insieme ai redditi da lavoro attesi nel futuro, esso determina il livello delle risorse permanentemente a disposizione delle famiglie. Poiché i consumi privati forniscono il contributo di gran lunga più rilevante all'attività economica complessiva, la ricchezza delle famiglie può avere un impatto sostanziale sullo stato dell'economia e, in ultima analisi, sulle prospettive di inflazione. A sua volta, la politica monetaria può influire sugli andamenti della ricchezza, non solo attraverso il suo impatto sui prezzi delle attività ma anche attraverso i suoi canali di trasmissione. È quindi importante considerare livelli e variazioni della ricchezza quando si decide l'adeguato orientamento di politica monetaria.

L'importanza potenziale della ricchezza delle famiglie ha dato vita a una nutrita letteratura teorica ed empirica riguardo i suoi effetti sul consumo privato.

La letteratura sugli effetti ricchezza negli Stati Uniti e in altri singoli paesi è ampia e ha prodotto una vasta gamma di stime dell'elasticità dei consumi privati rispetto alla ricchezza⁶⁷. Questo articolo si concentra sugli effetti della ricchezza delle famiglie sull'economia dell'area dell'euro e dei suoi quattro paesi principali. L'articolo impiega principalmente dati di contabilità settoriale, che forniscono un quadro dettagliato e una rilevazione armonizzata delle operazioni finanziarie e non finanziarie e dei bilanci a livello di settore istituzionale nell'area dell'euro e nei suoi Stati membri.

L'articolo si concentra sugli effetti ricchezza a livello di settore delle famiglie in termini aggregati piuttosto che a livello di singolo nucleo familiare.

Oltre ai suddetti canali macroeconomici, che considerano l'effetto sui consumi delle variazioni nella ricchezza del settore delle famiglie nel suo complesso, la ricchezza può generare anche effetti macroeconomici attraverso variazioni distributive a livello micro e dei singoli nuclei familiari. Ad esempio, un aumento della ricchezza concentrato maggiormente presso le famiglie ricche farebbe registrare un aumento della disuguaglianza e potrebbe avere un impatto macroeconomico anche più limitato, in

⁶⁷ Per una panoramica della letteratura sugli Stati Uniti, cfr. Cooper, D. e Dynan, K., "Wealth effects and economic effects and macroeconomic effects", *Journal of Economic Surveys*, vol. 30(1), 2016, pagg. 34-55.

quanto le famiglie ricche tendono ad avere una minore propensione marginale al consumo e potrebbero non aumentare in modo significativo la propria spesa. La sezione 2 descrive gli andamenti della ricchezza delle famiglie a partire dal 1999, sulla base dei conti settoriali, e fa brevemente riferimento alla distribuzione della ricchezza tra le famiglie nel 2014 in base all'ultima indagine dell'Eurosistema sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey). La sezione 3 fornisce le stime degli effetti ricchezza e illustra il ruolo che hanno svolto negli ultimi anni. La sezione 4 conclude l'articolo con un'analisi delle implicazioni per la politica monetaria.

2 Andamenti della ricchezza delle famiglie

I conti settoriali forniscono un quadro completo per l'analisi degli andamenti della ricchezza delle famiglie. I conti finanziari comprendono informazioni dettagliate su posizioni e operazioni finanziarie e altri flussi economici, divisi per settore istituzionale e strumento finanziario. I conti non finanziari contengono, tra l'altro, dati su redditi, consumi, risparmi, investimenti e attività non finanziarie⁶⁸.

Le famiglie possiedono ricchezza non finanziaria e finanziaria. La ricchezza non finanziaria riguarda principalmente le abitazioni e i terreni ad esse sottostanti di proprietà delle famiglie, ma comprende anche attività detenute da imprese familiari non costituite in società⁶⁹. Le attività non finanziarie possono fornire importanti risorse aggiuntive, sia attraverso la vendita o il rifinanziamento, sia come reddito tramite, ad esempio, la locazione di immobili residenziali. In linea di principio anche gli alloggi occupati dai proprietari hanno un effetto sui consumi, nella misura in cui il proprietario non paga un canone di locazione e ha quindi maggiori risorse per altri consumi. I conti nazionali tengono presente questo elemento considerando il canone di locazione come consumo di servizi e imputando flussi di consumi e redditi degli stessi importi ai proprietari degli alloggi che essi stessi occupano. È importante notare che prezzi delle abitazioni più elevati avvantaggiano i proprietari, ma svantaggiano gli inquilini attuali e futuri. Tuttavia l'effetto su inquilini e proprietari si bilancia, nel senso che, in media, gli abitanti di un paese possiedono le abitazioni in cui vivono perciò, da questo punto di vista, non vi sono per l'economia nel suo complesso effetti ricchezza associati all'aumento dei prezzi delle abitazioni⁷⁰. La ricchezza finanziaria consiste in attività finanziarie quali depositi, obbligazioni, partecipazioni e quote di fondi di investimento. Si tratta di importanti fonti di flussi di cassa, ottenibili tramite la vendita di tali attività o mediante il reddito da investimenti (quali interessi e dividendi). Nei conti settoriali i diritti pensionistici sono inclusi nella ricchezza finanziaria delle famiglie solo se

⁶⁸ Per una panoramica sulla disponibilità dei dati, cfr. il regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea (GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1) e l'indirizzo della BCE del 25 luglio 2013 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore dei conti finanziari trimestrali (rifusione) (BCE/2013/24) (GU L 2 del 7.1.2014, pag. 34). Cfr. anche *Sistema europeo dei conti (European system of accounts – ESA 2010)*, Eurostat, Commissione europea, 2013.

⁶⁹ Per migliorare la comparabilità tra paesi, in tale sezione la ricchezza non finanziaria comprende solo la ricchezza immobiliare poiché i dati su altre tipologie di ricchezza non finanziaria non sono disponibili per tutti i paesi. Ciò significa che non sono incluse le attività detenute dalle imprese non costituite in società.

⁷⁰ Ciò vale nel caso in cui i non residenti svolgano un ruolo limitato nel possesso e nella locazione degli alloggi nel paese preso in esame.

riguardano schemi aziendali a capitalizzazione del settore privato o pubblico. Le pensioni di previdenza sociale, che consistono principalmente in pensioni legate ai regimi a ripartizione e che costituiscono la maggior parte del totale stimato dei diritti pensionistici in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, non sono conteggiate nella ricchezza delle famiglie⁷¹.

In generale nei conti settoriali, la ricchezza delle famiglie è censita come "ricchezza netta delle famiglie" che corrisponde al valore del totale delle attività meno il valore del totale delle passività in essere delle famiglie. Eventuali

variazioni nella ricchezza detenuta in un determinato periodo sono il risultato di tre variabili: acquisizioni nette di attività, variazioni di prezzo e riclassificazioni.

Le acquisizioni nette di attività non finanziarie riflettono per lo più gli acquisti netti di abitazioni meno gli ammortamenti e corrispondono agli investimenti netti nel settore dell'edilizia abitativa; le acquisizioni nette di attività finanziarie sono gli investimenti netti in tali attività. Le variazioni di prezzo sono per lo più riconducibili all'andamento dei prezzi delle abitazioni (per le attività non finanziarie) e delle quotazioni azionarie⁷².

La ricchezza netta detenuta delle famiglie nell'area dell'euro è pari a circa sette volte il reddito disponibile annuo, il che evidenzia l'importanza della ricchezza nelle risorse economiche delle famiglie. Il grafico 1 mostra che la ricchezza netta

delle famiglie è aumentata notevolmente, passando da circa il 550 per cento del reddito disponibile nel 2002 a circa il 700 per cento nel 2007, dopo essersi mantenuta sostanzialmente stabile nel periodo tra il 2000 e il 2001, quando l'esplosione della bolla tecnologica e gli attentati terroristici di settembre 2001 hanno notevolmente frenato la crescita della ricchezza finanziaria. L'aumento della ricchezza netta tra il 2002 e il 2007 ha rispecchiato per lo più le forti dinamiche del mercato degli immobili residenziali e gli aumenti dei prezzi delle abitazioni registrati in diversi paesi durante questo periodo, che hanno comportato un netto aumento del patrimonio immobiliare, finanziato in parte dall'aumento del debito⁷³. In seguito, con l'esplosione della crisi finanziaria mondiale e l'aumento delle preoccupazioni in merito alla sostenibilità dei livelli prevalenti dei prezzi delle attività e all'indebitamento del settore privato, la ricchezza netta delle famiglie quale percentuale del reddito disponibile è diminuita in modo significativo, riflettendo il calo della ricchezza sia finanziaria sia immobiliare. Tra la metà del 2008 e l'inizio del 2009, il calo della ricchezza netta delle famiglie è stato pari a 1.700 miliardi di euro. Dopo il rafforzamento dell'economia e la ripresa dei prezzi delle attività, la ricchezza netta è leggermente aumentata nel periodo 2009-2010, prima di diminuire nuovamente nel contesto della crisi del debito sovrano in Europa quando, tra la metà del 2011 e l'inizio del 2013, ha subito una contrazione di circa 500 miliardi di euro. Dal 2013 la ricchezza netta delle famiglie è aumentata costantemente e, a metà del 2019, si è attestata al 710 per cento del reddito

⁷¹ Cfr. *Accrued-to-date pension entitlements in social insurance*, pubblicato dall'Eurostat. Cfr. anche il riquadro 2 nell'articolo *La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto*, nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

⁷² Le riclassificazioni riguardano: a) la normale comparsa e scomparsa di attività e passività attraverso modalità diverse dalle operazioni; b) le variazioni di attività e passività dovute a eventi eccezionali di natura non economica; c) i cambiamenti nella classificazione e nella struttura statistica. Sulle variazioni di prezzo possono incidere anche gli andamenti dei prezzi delle attività diversi dai prezzi delle abitazioni e dalle quotazioni azionarie.

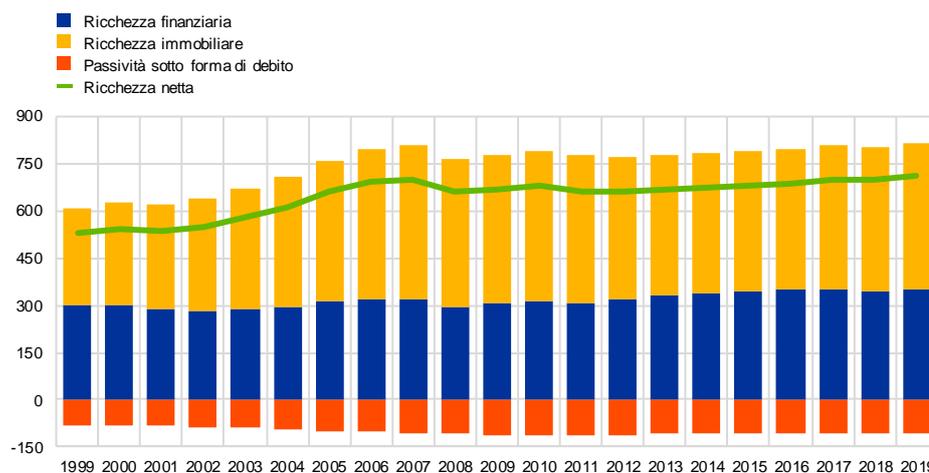
⁷³ Cfr. Hofmeister, Z. e van der Helm, R., "Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area", *Statistics Paper Series*, n. 23, BCE, maggio 2017.

disponibile. La crescita della ricchezza netta è stata sostenuta da un ulteriore allentamento della politica monetaria, che ha portato a un miglioramento delle condizioni di finanziamento. Insieme al rafforzamento dell'economia mondiale, ciò ha portato a un miglioramento dell'economia nell'area dell'euro, a un aumento dei prezzi delle attività e della ricchezza immobiliare e finanziaria.

Grafico 1

Ricchezza netta delle famiglie, attività per componente e passività sotto forma di debito nell'area dell'euro

(consistenze; percentuali del reddito disponibile lordo nominale)



Fonti: Eurostat, BCE, stime ed elaborazioni della BCE.

Note: la ricchezza netta delle famiglie è definita come la somma della ricchezza immobiliare e finanziaria al netto delle passività sotto forma di debito. La ricchezza immobiliare comprende le abitazioni e i terreni ad esse sottostanti. Le passività sotto forma di debito sono definite come passività totali al netto dei titoli di capitale emessi e consistono principalmente in prestiti ricevuti dalle banche. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

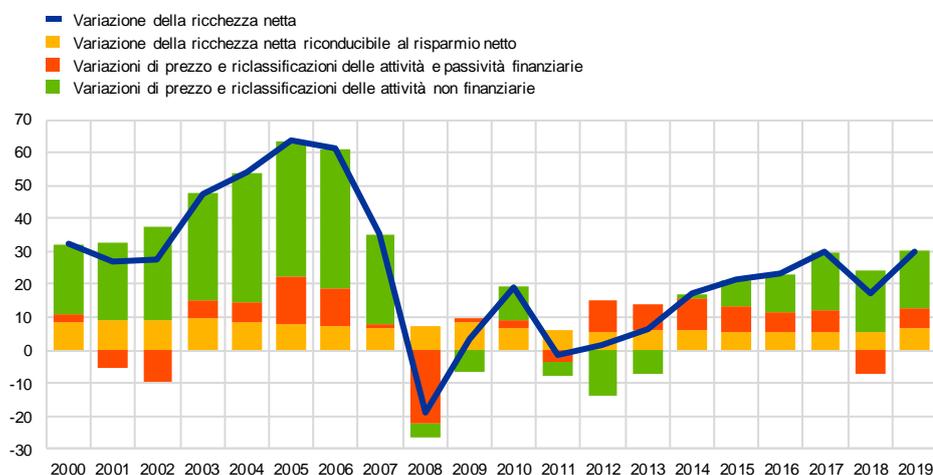
Le variazioni nella ricchezza netta delle famiglie dell'area dell'euro sono determinate principalmente da profitti e perdite sugli immobili posseduti.

Il grafico 2 mostra che il loro impatto sulla crescita della ricchezza netta è stato particolarmente marcato durante i boom immobiliari verificatisi in vari paesi tra il 2002 e il 2007 e tra il 2017 e la metà del 2019. Anche i profitti e le perdite patrimoniali sulle attività finanziarie hanno talvolta inciso in modo significativo sulla crescita della ricchezza netta. In particolare, ciò è avvenuto nel periodo tra il 2001 e il 2002, quando è scoppiata la bolla tecnologica, nel settembre del 2001 in seguito agli attentati terroristici e nel 2008, dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale. Tra il 2000 e la metà del 2019, invece, il contributo dei risparmi netti alla crescita della ricchezza netta è rimasto relativamente stabile. Il grafico 3 mostra che plusvalenze e minusvalenze su immobili e attività finanziarie delle famiglie hanno seguito molto da vicino le variazioni dei prezzi immobiliari e delle quotazioni azionarie, con correlazioni pari rispettivamente a 0,96 e 0,92. Inoltre, la volatilità dei prezzi immobiliari è inferiore rispetto a quella delle quotazioni azionarie e il ciclo dei prezzi delle abitazioni può discostarsi in modo sostanziale dal ciclo dei prezzi azionari.

Grafico 2

Variazioni nella ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro

(flussi annuali; percentuali del reddito disponibile lordo nominale)



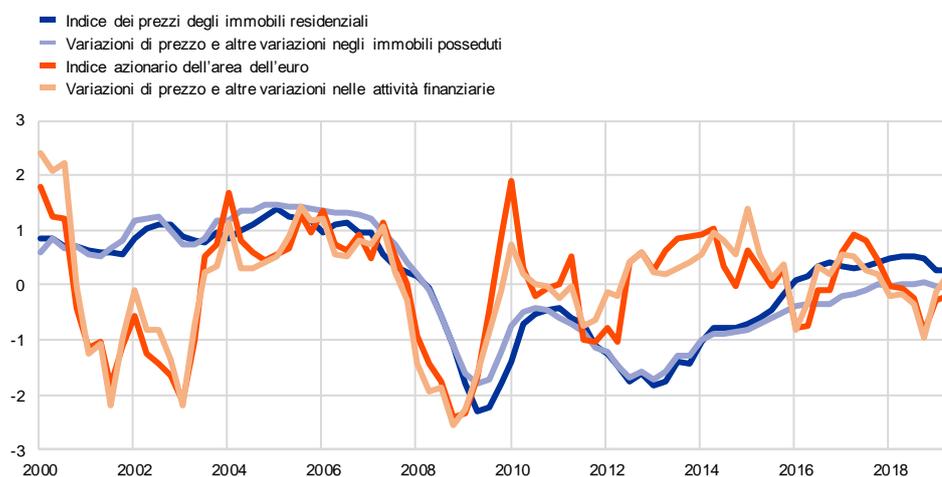
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le variazioni nella ricchezza netta dovute al risparmio netto comprendono il risparmio netto, i trasferimenti di capitale netti attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari. Le variazioni di prezzo e le riclassificazioni delle attività e passività finanziarie comprendono prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni. Le variazioni di prezzo e le riclassificazioni delle attività non finanziarie comprendono prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari (terreni inclusi). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

Grafico 3

Variazioni di prezzo delle attività finanziarie e non finanziarie detenute dalle famiglie e oscillazioni dei prezzi delle attività nell'area dell'euro

(variazioni percentuali standardizzate sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, BCE, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: le variazioni percentuali standardizzate sui dodici mesi sono state calcolate dividendo la deviazione delle variazioni percentuali sui dodici mesi dalla loro media per la loro deviazione standard. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

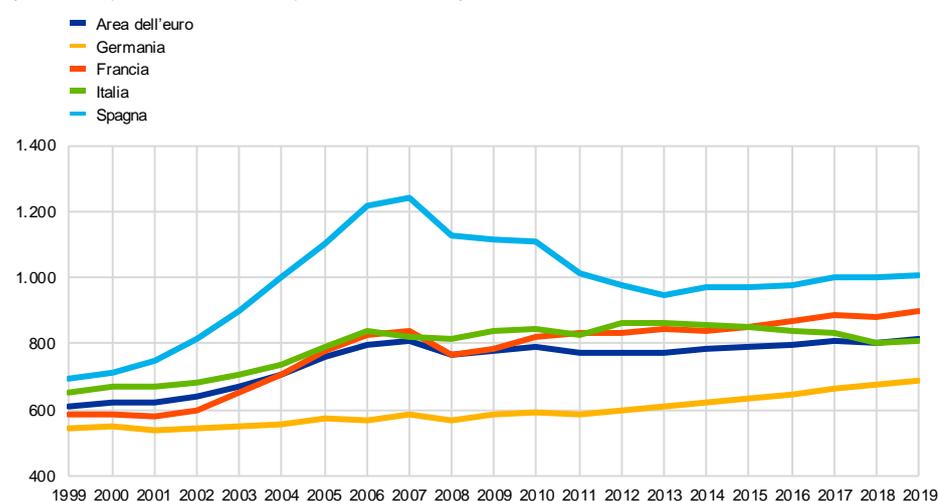
L'andamento aggregato della ricchezza delle famiglie dell'area dell'euro cela notevoli differenze tra paesi in termini di livelli e di dinamiche. Il grafico 4 mostra che, a partire dall'introduzione dell'euro, in Spagna il rapporto tra attività totali delle famiglie e reddito disponibile è stato notevolmente più elevato rispetto alle altre grandi economie dell'area dell'euro. Fra il 2000 e il 2007, il totale delle attività detenute dalle

famiglie è inoltre aumentato a un ritmo nettamente più rapido in Spagna rispetto ad altri paesi, sostenuto dal boom immobiliare e da quello del credito, prima di diminuire fortemente tra il 2008 e il 2013 a seguito della successiva recessione e della necessaria riduzione della leva finanziaria dei settori bancario e privato non finanziario. Allo stesso tempo, la diminuzione del rapporto tra attività e reddito in Spagna nell'arco di questo periodo è stata frenata da un forte calo del reddito disponibile. In Germania, il rapporto tra totale delle attività detenute dalle famiglie e reddito disponibile è rimasto notevolmente inferiore rispetto a quello degli altri grandi paesi membri. Negli ultimi anni, tuttavia, ha registrato una crescita molto più rapida che in altri paesi, beneficiando di una solida dinamica del mercato immobiliare⁷⁴.

Grafico 4

Attività totali delle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(consistenze; percentuali del reddito disponibile lordo nominale)



Fonti: Eurostat, Banco de España, stime ed elaborazioni della BCE.

Note: le attività totali delle famiglie sono definite come la somma della ricchezza immobiliare e finanziaria. La ricchezza immobiliare comprende le abitazioni e i terreni ad esse sottostanti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

La composizione della ricchezza delle famiglie varia notevolmente da un paese all'altro.

Il grafico 5 mostra che la quota di ricchezza immobiliare sul totale delle attività delle famiglie dell'area dell'euro è aumentata da circa il 50 per cento nel 1999 a circa il 62 per cento nel 2008, sostenuta dalle forti dinamiche del mercato immobiliare e dagli aumenti dei prezzi delle abitazioni registrati in alcuni paesi. Successivamente, la quota è diminuita fino al 2016, prima di aumentare di nuovo leggermente e stabilizzarsi su valori prossimi a quelli medi pre-crisi. Durante questo periodo la quota di ricchezza immobiliare in Spagna è stata molto più elevata che in altri grandi paesi dell'area dell'euro, mentre in Germania si è mantenuta notevolmente inferiore per la maggior parte del tempo. Le differenze osservate fra i paesi in termini di quote di ricchezza immobiliare sul totale delle attività riflettono una serie di fattori. Tra questi figurano le differenze fra la quota di famiglie proprietarie di abitazioni, le propensioni al rischio e all'indebitamento, il ruolo del governo e dei non residenti nel possesso e nella locazione di alloggi, la composizione delle attività finanziarie, le dinamiche dei prezzi delle abitazioni e delle quotazioni azionarie. In Germania, in particolare, la quota di

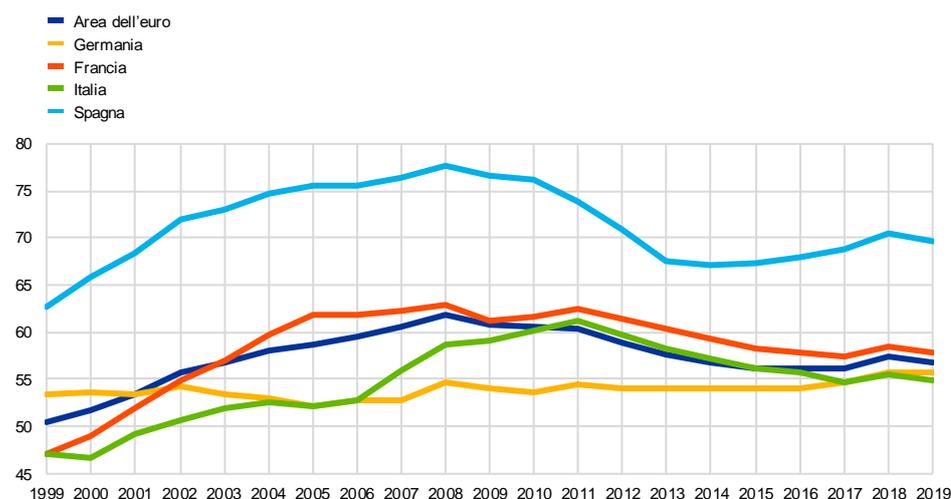
⁷⁴ Un quadro sostanzialmente analogo emerge nel confronto tra la ricchezza netta delle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro.

famiglie proprietarie di abitazioni è relativamente bassa⁷⁵. Insieme alle differenze in termini di andamento dell'economia, di crescita del reddito e di possibili problemi di misurazione, in larga parte questi fattori spiegano anche le differenze tra i livelli e le dinamiche della ricchezza delle famiglie nei vari paesi.

Grafico 5

Percentuale di ricchezza immobiliare sulle totale delle attività delle famiglie nei principali paesi dell'area dell'euro

(consistenze; valori percentuali)



Fonti: Eurostat, Banco de España, stime ed elaborazioni della BCE.

Note: le attività totali delle famiglie sono definite come la somma della ricchezza immobiliare e finanziaria. La ricchezza immobiliare comprende le abitazioni e i terreni ad esse sottostanti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

La ricchezza finanziaria delle famiglie dell'area dell'euro è costituita principalmente da attività liquide, pensioni e attività legate ad assicurazioni sulla vita. A metà del 2019 la ricchezza finanziaria delle famiglie rappresentava circa

il 43 per cento del totale aggregato delle attività nell'area dell'euro. Tuttavia, come indicato indirettamente nel grafico 5, per gran parte del periodo a partire dal 1999 tale quota è stata significativamente più elevata in Germania rispetto all'area dell'euro e notevolmente inferiore in Spagna. Al livello aggregato dell'area dell'euro, dal 1999 in poi gli attivi finanziari delle famiglie sono stati principalmente detenuti sotto forma di circolante e depositi e prodotti pensionistici e riserve assicurative ramo vita (cfr. grafico 6). Per entrambi i tipi di attività, la quota sul totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie era prossima al 34 per cento a metà del 2019, mantenendosi notevolmente al di sopra dei livelli prevalenti prima dell'inizio della crisi finanziaria mondiale⁷⁶. Il circolante e i depositi sono più liquidi e meno rischiosi rispetto alla maggior parte degli altri strumenti finanziari, mentre i prodotti pensionistici e di assicurazione sulla vita, per la loro natura contrattuale, sono strumenti di risparmio di lungo termine. A metà del 2019, azioni quotate e non quotate e altre partecipazioni, quote di fondi di investimento e titoli di debito rappresentavano rispettivamente circa il

⁷⁵ Per le differenze in termini di proprietà dell'abitazione nei paesi europei, cfr. "The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave", *Statistics Paper Series*, n. 18, BCE, dicembre 2016.

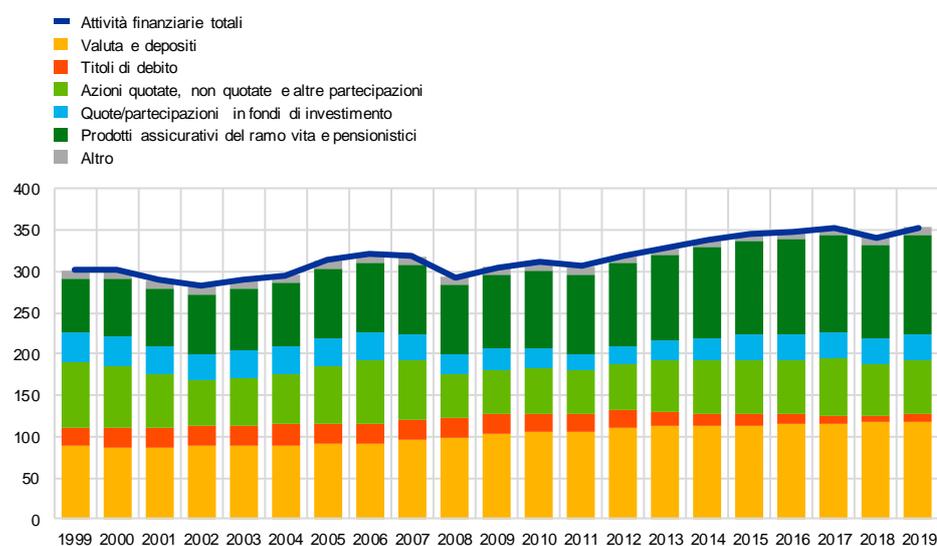
⁷⁶ Cfr. *Euro area economic and financial developments by institutional sector: second quarter of 2019*, BCE, ottobre 2019.

19, il 9 e il 2 per cento delle attività finanziarie totali delle famiglie⁷⁷. Le quote di questi strumenti più rischiosi sul totale delle attività finanziarie delle famiglie sono ancora al di sotto dei livelli precedenti la crisi, sebbene in graduale ripresa (con l'eccezione dei titoli di debito) dai minimi storici toccati alla fine del 2011, a fronte di aumenti significativi delle quotazioni azionarie e obbligazionarie negli ultimi anni. Il riquadro 1 esamina gli andamenti, per settore di emissione, dei titoli detenuti dalle famiglie nell'area dell'euro e nelle quattro maggiori economie dell'area⁷⁸.

Grafico 6

Attività finanziarie detenute dalle famiglie nell'area dell'euro per strumento

(consistenze in essere; percentuali del reddito disponibile lordo nominale)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: "Altro" comprende i prestiti concessi dalle famiglie a tutti i settori istituzionali e altri conti attivi. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

⁷⁷ Circa l'80 per cento delle consistenze direttamente detenute dalle famiglie in azioni e altri titoli di capitale consiste in azioni non quotate e altre partecipazioni.

⁷⁸ I dati relativi alle consistenze direttamente detenute dalle famiglie dell'area dell'euro in titoli di debito e azioni quotate e a quelle detenute indirettamente attraverso fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione, suddivisi per settore di emissione, sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#). Cfr. anche l'articolo *Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria*, nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Riquadro 1

Titoli detenuti dalle famiglie nell'area dell'euro e nei suoi quattro maggiori paesi

a cura di Janina Engel e Pierre Sola

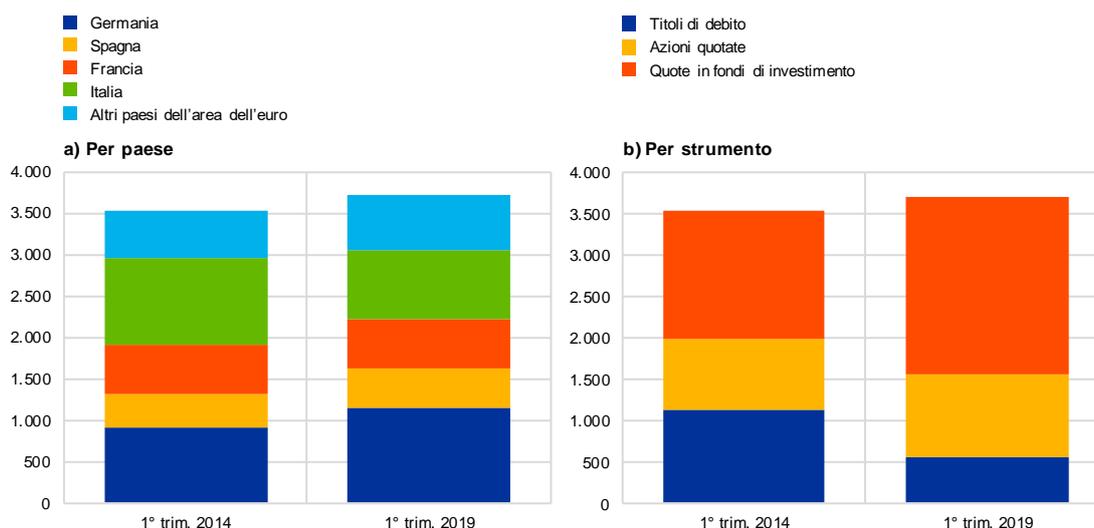
L'Eurosistema raccoglie ed elabora statistiche dettagliate sulle attività più negoziabili detenute dalle famiglie (così come da altri settori istituzionali), ossia titoli di debito, azioni quotate e quote in fondi di investimento⁷⁹.

A livello dell'area dell'euro, nei cinque anni che vanno dal primo trimestre del 2014 al primo trimestre del 2019, le consistenze totali in tali titoli detenute dalle famiglie sono lievemente aumentate, passando da 3.539 a 3.707 miliardi di euro. Tale incremento è stato in prevalenza trainato dalle famiglie tedesche, le cui disponibilità in titoli sono cresciute di 246 miliardi di euro. Al contempo, le consistenze detenute in Italia sono diminuite di 223 miliardi, mentre le variazioni relative agli altri paesi dell'area sono state più contenute.

Grafico A

Titoli detenuti dalle famiglie nell'area dell'euro per paese e strumento

(consistenze in essere, miliardi di euro)



Fonti: BCE e banche centrali nazionali.

Per tutti gli strumenti e per la maggior parte dei paesi, la quota più ampia dei titoli detenuti risulta emessa da residenti dello stesso paese e ciò può essere considerato una prova dell'esistenza del cosiddetto "home bias" (cfr. tavola A). Nei maggiori paesi dell'area dell'euro, per le azioni quotate tale predilezione degli investitori per le attività nazionali tende a essere più spiccata in Francia e in Spagna e meno pronunciata in Italia. Per quanto riguarda i titoli di debito, vi è una netta preferenza per quelli nazionali in Italia, dove il 75 per cento delle consistenze è costituito da titoli emessi da

⁷⁹ Le tavole who-to-whom che sono pubblicate su base trimestrale nei conti finanziari dell'area dell'euro mostrano i settori emittenti dei titoli detenuti da ciascuna tipologia di investitore dell'area, incluse le famiglie. I conti finanziari nazionali forniscono ulteriori indicazioni sui settori emittenti di ciascun paese, evidenziando, tra le altre cose, la misura in cui gli investitori manifestano il cosiddetto "home bias", ovvero la propensione a investire in titoli emessi da residenti del proprio paese. Inoltre le statistiche sulle disponibilità di titoli (Securities Holdings Statistics), pubblicate anch'esse su base trimestrale, offrono informazioni aggiuntive sul paese e sul settore degli emittenti dei titoli, inclusi i soggetti non appartenenti all'area dell'euro. È possibile consultare tali dati, disponibili a partire dall'inizio del 2014, sul sito Internet della BCE nelle sezioni dello Statistical Data Warehouse dedicate rispettivamente ai [conti settoriali](#) e alle [statistiche sulle disponibilità di titoli](#).

residenti italiani (in calo rispetto all'83 per cento del primo trimestre del 2014). Anche altri fra i maggiori paesi dell'area dell'euro evidenziano una quota elevata di disponibilità detenute in titoli nazionali, sebbene in misura minore.

Tavola A

Quota delle consistenze in essere di titoli detenuti dalle famiglie ed emessi da residenti dello stesso paese nel primo trimestre del 2019

	Germania	Francia	Italia	Spagna
Titoli di debito	66%	53%	75%	64%
Azioni quotate	64%	84%	54%	85%

Fonti: banche centrali nazionali.

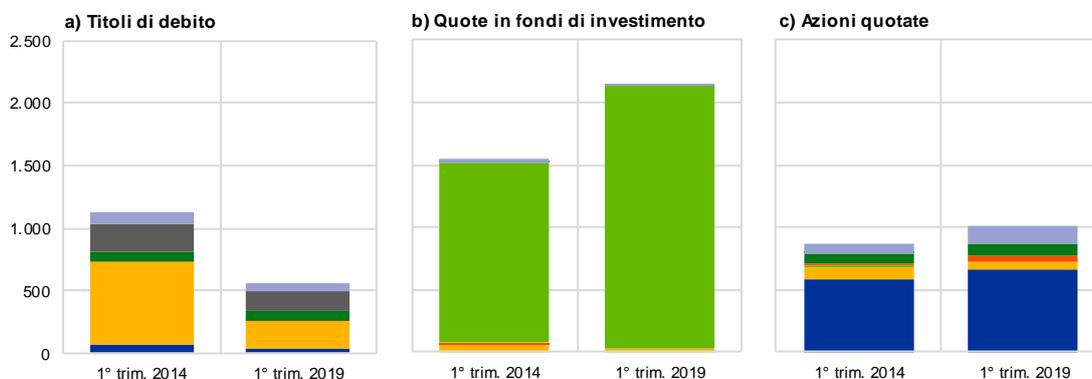
Tra il primo trimestre del **2014** e il primo trimestre del **2019** il **valore dei titoli di debito detenuti dalle famiglie dell'area dell'euro è sensibilmente diminuito**, riflettendo in ampia misura le vendite nette realizzate dalle famiglie (in contrapposizione alle variazioni di prezzo) in un periodo caratterizzato da ingenti acquisti di titoli di debito da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). Le vendite sono state soprattutto trainate dalle famiglie italiane, che hanno notevolmente ridotto le proprie disponibilità in titoli di debito, sebbene tali consistenze siano comunque rimaste di gran lunga superiori a quelle detenute dalle famiglie negli altri paesi europei. Le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e il governo italiano rappresentano gli emittenti principali di tali titoli. La complessiva riduzione delle disponibilità in titoli di debito emessi al di fuori dell'area dell'euro è stata in larga parte riconducibile a un netto calo, pari a 22 miliardi di euro, delle consistenze di titoli di debito del Regno Unito.

Grafico B

Titoli detenuti dalle famiglie nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2014 e nel primo trimestre del 2019 per settore emittente

(consistenze in essere, miliardi di euro)

- Società non finanziarie
- IFM inclusi fondi comuni monetari
- Fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari
- Compagnie assicurative
- Fondi pensione
- Altri intermediari finanziari
- Amministrazioni pubbliche
- Emittenti non appartenenti all'area dell'euro



Fonti: BCE e banche centrali nazionali.

In concomitanza con i disinvestimenti in titoli di debito, nell'arco di cinque anni le famiglie dell'area dell'euro hanno acquistato, su base netta, quote in fondi di investimento per 402 miliardi di euro. Dal momento che nello stesso periodo anche i prezzi di tali titoli sono aumentati in misura significativa, il portafoglio delle quote in fondi di investimento detenute dalle famiglie è complessivamente cresciuto di 598 miliardi di euro. Tale incremento è in larga parte ascrivibile alle famiglie tedesche, spagnole e italiane, mentre le famiglie francesi hanno evidenziato una lieve tendenza a disinvestire. Le consistenze di quote in fondi di investimento costituiti al di fuori dell'area dell'euro sono rimaste molto contenute (solo 12 miliardi di euro nel primo trimestre del 2019).

Tra il primo trimestre del 2014 e il primo trimestre del 2019, il valore delle azioni quotate detenute dalle famiglie dell'area ha subito un'espansione. Tale andamento, tuttavia, è un riflesso dell'aumento dei prezzi verificatosi nel periodo, al netto del quale si sarebbero registrate vendite nette delle azioni quotate. Gli incrementi di prezzo sono stati determinati soprattutto dalle azioni emesse dalle società non finanziarie. Nel periodo in esame, al contempo, il valore delle disponibilità in azioni emesse dalle IFM ha segnato una lieve contrazione, causata sia dal calo dei prezzi sia dalle vendite realizzate dalle famiglie dell'area dell'euro. Nello stesso periodo le consistenze in azioni quotate emesse da non residenti nell'area sono pressoché raddoppiate, sia in ragione degli acquisti netti sia degli incrementi di prezzo. Tale aumento è stato particolarmente evidente per le disponibilità di titoli emessi da residenti statunitensi e svizzeri, cresciute nell'insieme di oltre 40 miliardi di euro.

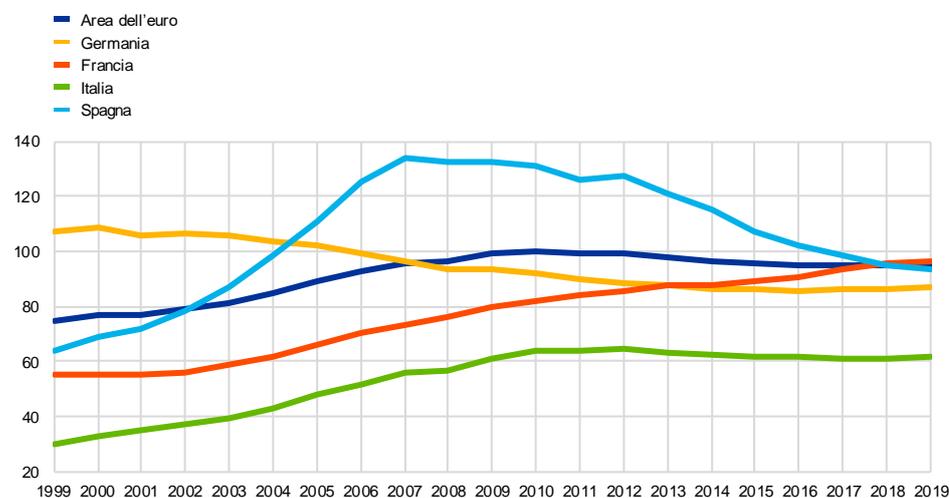
Anche i dati relativi al debito aggregato delle famiglie dell'area dell'euro celano una marcata eterogeneità tra paesi in termini di livelli e dinamiche. Il grafico 7 mostra che l'indebitamento aggregato delle famiglie è sensibilmente cresciuto nell'area tra il 2002 e il 2010 a fronte del boom del mercato immobiliare e del credito, con un incremento particolarmente marcato in Spagna. In seguito, il rapporto debito/reddito delle famiglie dell'area ha subito una graduale moderazione prima di stabilizzarsi, verso la metà del 2019, su livelli prossimi a quelli registrati alla fine del 2007. In Spagna l'indebitamento delle famiglie è diminuito in misura significativa rispetto al suo picco, beneficiando di cospicui rimborsi netti dei prestiti e di cancellazioni dei debiti, per poi attestarsi lievemente al di sotto del livello aggregato dell'area dell'euro. In Francia il rapporto debito/reddito delle famiglie ha continuato ad aumentare gradualmente negli ultimi anni sulla scorta della vivace dinamica dei mutui. In Germania l'indebitamento delle famiglie è costantemente diminuito fino al 2016, prima di aumentare in misura marginale allorché la crescita del finanziamento mediante ricorso al debito ha superato la crescita del reddito. In Italia il rapporto debito/reddito delle famiglie negli ultimi anni è rimasto stabile su livelli moderati⁸⁰.

⁸⁰ Per la struttura di bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *La struttura del finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro* nel Rapporto annuale BCE sul 2017.

Grafico 7

Debito delle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(consistenze; percentuali del reddito disponibile lordo nominale)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito è definito come il totale dei prestiti concessi alle famiglie da tutti i settori istituzionali. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

Anche i dati relativi alla ricchezza aggregata delle famiglie dell'area dell'euro celano andamenti eterogenei tra le stesse.

Sebbene i dati al livello delle famiglie non siano disponibili con frequenza trimestrale, ogni tre anni l'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie ([Household Finance and Consumption Survey, HFCS](#)) offre un quadro d'insieme della distribuzione della ricchezza⁸¹. Dagli ultimi risultati dell'indagine (riferiti al 2014) emerge che la composizione del portafoglio delle famiglie è alquanto eterogenea. Una determinante fondamentale dell'eterogeneità è la distribuzione del reddito. Come illustrato nel grafico 8, la ricchezza da attività d'impresa e le attività finanziarie, quali azioni e fondi comuni di investimento, rappresentano un'importante quota del portafoglio delle famiglie che si collocano nella parte superiore della distribuzione del reddito. Per contro, la ricchezza delle famiglie a basso e medio reddito è detenuta principalmente in immobili e depositi. Se le differenze di reddito si associano a differenze nel comportamento di spesa, l'eterogeneità nella composizione del portafoglio potrebbe condizionare gli effetti esercitati dalla ricchezza aggregata sui consumi⁸².

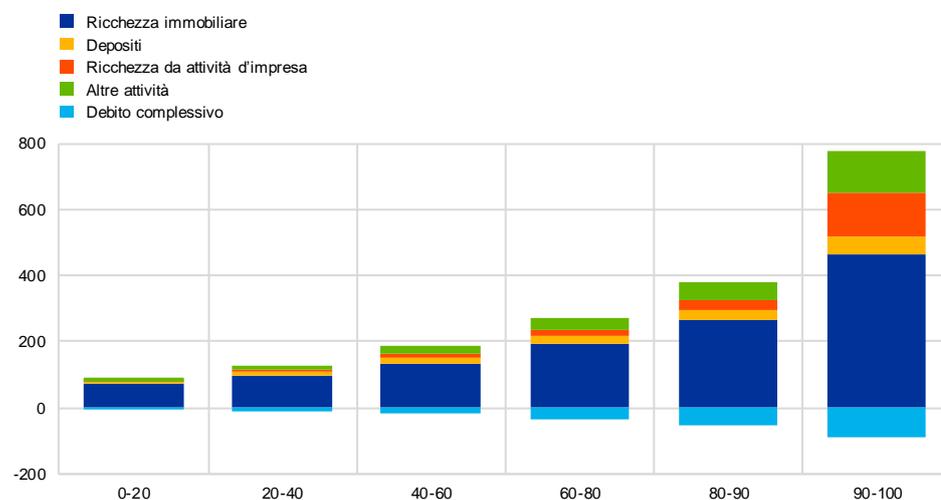
⁸¹ L'indagine HFCS raccoglie informazioni su attività, passività, reddito e consumi delle famiglie. Cfr. Household Finance and Consumption Network, "[The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave](#)", *Statistics Paper Series*, n. 18, BCE, dicembre 2016 e Domanski, D., Scatigna, M. e Zabai, A., "[Wealth inequality and monetary policy](#)", *BIS Quarterly Review*, marzo 2016.

⁸² Cfr., ad esempio, Campbell, J.Y. e Cocco, J.F., "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(3), 2007, pagg. 591-621 e Mian, A., Rao, K. e Sufi, A., "Household balance sheets, consumption, and the economic slump", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 128(4), 2013, pagg. 1687-1726.

Grafico 8

Attività e passività delle famiglie per quintile di reddito nell'area dell'euro

(asse delle ascisse: quintili e decili; asse delle ordinate: migliaia di euro)



Fonte: indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey), risultati relativi alla seconda edizione.

Note: il grafico mostra il valore medio di attività e debito per famiglia in cinque quintili di reddito. Il quintile superiore è ulteriormente scomposto in due decili. La ricchezza immobiliare è costituita dall'abitazione principale e dagli altri beni immobili delle famiglie. Le altre attività comprendono il valore di veicoli, pensioni volontarie e assicurazioni sulla vita, azioni, oggetti di valore, obbligazioni, conti gestiti e crediti dovuti alle famiglie.

3 Effetti della ricchezza sui consumi

La ricchezza può influenzare i consumi privati attraverso diversi canali, che generalmente distinguono fra effetti ricchezza associati alle attività finanziarie, alle attività non finanziarie e alla proprietà immobiliare. Un tipico punto di

partenza è la prospettiva del ciclo di vita in cui la spesa per consumi è determinata dalle risorse a disposizione dei consumatori nel corso della loro vita. Tali risorse sono costituite dal capitale umano, solitamente rappresentato dai redditi da lavoro, dal capitale reale, come le attività immobiliari, e dalla ricchezza finanziaria, costituita da liquidità, obbligazioni e azioni. La spesa delle famiglie dipende quindi sia dai flussi finanziari attuali sia da quelli attesi. Un incremento delle risorse a disposizione dei consumatori nel corso della vita, comprese quelle legate alla ricchezza, dovrebbe dar luogo a un aumento dei consumi. I flussi finanziari (attesi) delle famiglie sono anche associati a: 1) redditi da capitale; 2) attività a disposizione dei consumatori per la costituzione di garanzie; 3) fiducia⁸³. I redditi da interessi e dividendi che le famiglie percepiscono in ragione della loro ricchezza possono essere utilizzati per effettuare

⁸³ Per evidenze empiriche sul punto 1), cfr. de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", *Working Paper Series*, n. 2343, BCE, dicembre 2019; sul punto 2), cfr. Ifo Institute for Economic Research, "Institutional Features of Mortgage Markets across Countries", *CESifo DICE Report*, vol. 6(3), pagg. 70-71, 2008; Haffner, M.E.A., Ong, R. e Wood, G.A., "Mortgage equity withdrawal and institutional settings: an exploratory analysis of six countries", *International Journal of Housing Policy*, vol. 15(3), 2015, pagg. 235-259; Haurin, D. e Moulton, S., "International perspectives on homeownership and home equity extraction by senior households", *Journal of European Real Estate Research*, vol. 10(3), 2017, pagg. 245-276; sul punto 3), cfr. Karnizova, L. e Khan, H., "The stock market and the consumer confidence channel: evidence from Canada", *Empirical Economics*, vol. 49 (2), 2015, pagg. 551-573, 2015. Per evidenze empiriche in ambito europeo, cfr. Jansen, W.J. e Nahuis, N.J., "The stock market and consumer confidence: European evidence", *Economics Letters*, vol. 79 (1), 2003, pagg. 89-98.

delle spese. Gli studi sugli effetti delle garanzie si concentrano in larga parte sugli immobili residenziali, con particolare attenzione all'estrazione di liquidità dal patrimonio immobiliare (mortgage equity withdrawal). Nell'area dell'euro quest'ultima svolge un ruolo piuttosto limitato rispetto a quanto avviene nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Per ciò che concerne l'impatto esercitato dalla fiducia, è possibile che i consumatori si sentano maggiormente ottimisti in ragione di una (valutazione della) ricchezza più favorevole e mostrino pertanto una propensione minore al risparmio e maggiore verso la spesa. Ad esempio, un mercato azionario in rialzo può infondere fiducia nei consumatori circa il futuro dell'economia e indurli quindi a incrementare la spesa.

L'impatto della ricchezza sui consumi privati varia in misura sostanziale tra le diverse componenti e dipende in maniera determinante da alcune importanti caratteristiche.

Una differenza fondamentale tra ricchezza immobiliare e ricchezza finanziaria risiede nel ruolo svolto dai servizi abitativi nell'ambito dei consumi. L'aumento dei prezzi delle abitazioni determina anche un incremento del prezzo relativo di consumo dei servizi abitativi. Tra le altre caratteristiche determinanti figurano le preferenze delle famiglie riguardo alle componenti della ricchezza e al debito, la facilità con cui le componenti della ricchezza possono essere convertite in attività liquide e la possibilità che le variazioni di valore siano percepite come permanenti o temporanee. Ad esempio, a fronte di un aumento dei prezzi delle abitazioni, le famiglie potrebbero mostrarsi meno inclini a vendere gli immobili di proprietà nei quali risiedono di quanto non lo sarebbero a cedere le azioni che detengono, nel contesto di un rialzo delle quotazioni. Ciò è in parte ascrivibile ai costi di transazione, che sono minori per le azioni che per gli immobili residenziali, ma anche alle preferenze delle famiglie stesse, e dipende, inoltre, dall'assetto istituzionale. Nei paesi che hanno prodotti ipotecari più sofisticati (ad es. prestiti vitalizi ipotecari o prestiti ipotecari per consumi), la ricchezza non finanziaria può essere resa liquida più facilmente rispetto ad alcune tipologie di ricchezza finanziaria, come i prodotti assicurativi.

La direzione degli effetti ricchezza a livello macro, tuttavia, non sempre risulta chiara, poiché generalmente le componenti della ricchezza non sono detenute dai consumatori in egual misura.

Ciò è particolarmente vero nel caso degli effetti ricchezza associati alla proprietà immobiliare. Come osservato all'inizio della sezione 2, l'aumento dei prezzi delle abitazioni non costituisce necessariamente un incremento della ricchezza per l'intero paese. Analogamente, si potrebbe sostenere che variazioni sostanziali nei prezzi degli immobili residenziali, così come nei prezzi di altre attività, rappresentino soltanto una redistribuzione della ricchezza tra proprietari e non proprietari delle abitazioni. A livello dell'intera economia, una variazione dei prezzi delle abitazioni determinata da una modifica del loro valore fondamentale non produce un effetto ricchezza puro associato alla proprietà immobiliare. Può tuttavia esservi un effetto ricchezza collegato ai prezzi degli immobili residenziali in periodi in cui le famiglie sono oltremodo ottimiste o pessimiste e la variazione dei prezzi delle abitazioni riflette una variazione della componente dei prezzi delle abitazioni

connessa con una bolla speculativa⁸⁴. Prezzi delle abitazioni più elevati, tuttavia, possono dar luogo a effetti redistributivi se coloro che possiedono immobili residenziali (proprietari) spendono la loro ricchezza in maniera diversa rispetto a chi non possiede abitazioni (inquilini). Inoltre, l'incremento dei prezzi delle abitazioni migliora le possibilità di estrazione di liquidità dal capitale immobiliare (mortgage equity withdrawal). Quest'ultima potrebbe dare impulso ai consumi nel breve periodo, ma deprimerli nel lungo termine data la necessità di ripagare un debito più elevato. Il riquadro 2 illustra gli effetti ricchezza riportati in letteratura per l'area dell'euro e per i suoi maggiori paesi.

Riquadro 2

Stime degli effetti ricchezza per l'area dell'euro e per i suoi maggiori paesi

a cura di Gabe de Bondt e Arne Gieseck

Gli effetti ricchezza sono spesso illustrati in termini di propensione marginale al consumo (PMC) rispetto alla ricchezza (misurata in centesimi per euro di ricchezza). Si tratta della quota dell'aumento aggregato della ricchezza che viene spesa per consumi. La PMC in rapporto alla ricchezza può variare secondo il livello di quest'ultima e negli studi micro risulta generalmente inferiore in corrispondenza di livelli di ricchezza superiori. A livello macro, privilegiato dall'analisi del presente articolo, la letteratura empirica riporta un'ampia varietà di PMC rapportate alla ricchezza. La tavola A offre una panoramica delle stime empiriche relative all'area dell'euro e ai suoi quattro maggiori paesi.

In letteratura gli effetti ricchezza di lungo periodo associati alla proprietà immobiliare nell'area dell'euro risultano costantemente più deboli di quelli legati alla ricchezza finanziaria, con questi ultimi che si attestano su valori marcatamente positivi. La stima della PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza immobiliare nell'area dell'euro, secondo diversi studi, varia tra -1 e +2 centesimi per euro e non sempre si discosta da zero in misura significativa (cfr. parte alta della tavola A). Al contrario, la PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza finanziaria risulta sempre spiccatamente positiva, con valori compresi tra 1 e 7 centesimi per euro (cfr. parte bassa della tavola A). Nell'area dell'euro i valori mediano e medio degli effetti ricchezza di lungo periodo associati alla proprietà immobiliare sono prossimi allo zero, mentre i valori mediano e medio delle PMC in rapporto alla ricchezza finanziaria sono compresi tra 1 e 4 centesimi per euro. Nonostante le modeste stime della PMC rispetto alla ricchezza, i contributi di quest'ultima alla crescita dei consumi possono essere considerevoli in periodi di forti oscillazioni dei prezzi delle attività.

Gli effetti ricchezza aggregati dell'area dell'euro celano una notevole eterogeneità tra i suoi quattro maggiori paesi, con stime marcatamente positive della PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza immobiliare per la Spagna e rispetto alla ricchezza finanziaria per la Francia e la Spagna. Le stime empiriche della PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza immobiliare e rispetto alla ricchezza finanziaria variano notevolmente tra i quattro maggiori paesi dell'area. La PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza immobiliare oscilla tra -7 e +8 centesimi per euro (cfr. parte alta della tavola A)

⁸⁴ Per ulteriori approfondimenti sull'effetto ricchezza associato alla proprietà immobiliare pari a zero a livello dell'intera economia, cfr. White, W.R., "Measured wealth, real wealth and the illusion of saving", intervento pronunciato in occasione della Irving Fisher Committee Conference intitolata *Measuring the financial position of the household sector*, Basilea, 30-31 agosto 2006; sulla distinzione tra una variazione del valore fondamentale o di bolla dei prezzi delle abitazioni, cfr. Buiter, W.H. "Housing Wealth Isn't Wealth", *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 4, n. 2010-22, 2010. Per evidenze empiriche su una distinzione analoga riguardante le quotazioni azionarie, cfr. de Bondt, G., "Equity wealth effects: fundamental or bubble-driven?", *Applied Economics Letters*, vol. 18(7-9), 2011, pagg. 601-605.

e la PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza finanziaria tra -3 e +15 centesimi per euro (cfr. parte bassa della tavola A). La Spagna è l'unico fra i maggiori paesi dell'area dell'euro per il quale le stime degli effetti ricchezza associati alla proprietà immobiliare sono state costantemente positive. Analogamente, per la Francia e la Spagna, si osservano soltanto stime positive della PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza finanziaria. Se si considerano i risultati mediani, data l'ampia varietà delle stime, la PMC rispetto alla ricchezza immobiliare si è dimostrata relativamente sostenuta in Spagna, attestandosi su valori compresi tra 3 e 4 centesimi per euro, e relativamente debole in Germania e in Italia, con un valore pari a 1 centesimo per euro. In maniera simile, gli effetti ricchezza di lungo periodo associati alle attività finanziarie sono risultati pronunciati in Spagna, con una PMC di 4 centesimi per euro, e deboli in Germania, con una PMC di 1 centesimo per euro.

Tavola A

Stime della PMC di lungo periodo rispetto alla ricchezza nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi secondo alcuni studi

(centesimi per euro)

Studio	area dell'euro		Germania		Francia		Italia		Spagna	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
Ricchezza immobiliare										
Catte et al. (2004)							1	1	2	2
Bassanetti e Zollino (2008)							2	2		
Skudelny (2009)	1	1								
Slacalek (2009)	-1	2	3	3	2	2	-1	-1	6	6
Sousa (2009)	0	0								
Chauvin e Damette (2010)					1	4				
Kerdrain (2011)	0	2								
De Bonis e Silvestrini (2012)			-1	-1	-2	-2	0	0	0	0
Barrell et al. (2015)							0	1		
Winkler (2016)			4	4						
Guerrieri e Mendicino (2018)			-7	-4	3	3	6	7	4	8
de Bondt et al. (2019a)	0	0								
de Bondt et al. (2019b)	0	0	-1	1	0	0	0	0	0	0
Valore mediano	0	1	-1	1	1	2	0	1	2	2
Valore medio	0	1	-1	1	1	2	1	1	3	3
Ricchezza finanziaria										
Bertaut (2002)					3	3				
Byrne e Davis (2003)			2	2	3	3	1	2		
Catte et al. (2004)			2	2	2	2	1	1	2	2
Bassanetti e Zollino (2008)							4	6		
Skudelny (2009)	2	4								
Slacalek (2009)	1	4	14	14	3	3	10	10	5	5
Sousa (2009)	1	2								
Chauvin e Damette (2010)					4	12				
Kerdrain (2011)	5	7								
De Bonis e Silvestrini (2012)			0	0	3	3	-1	-1	3	3
Barrell et al. (2015)							2	3		
Guerrieri e Mendicino (2018)			-3	-3	4	4	6	6	10	15
de Bondt et al. (2019a)	1	1								
de Bondt et al. (2019b)	1	1	-1	1	1	2	0	1	2	5
Valore mediano	1	3	1	2	3	3	2	2	3	5
Valore medio	2	3	2	3	3	4	3	4	4	6

Fonte: de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", Working Paper Series, n. 2343, BCE, dicembre 2019.

4 Osservazioni conclusive

Esaminare gli andamenti della ricchezza delle famiglie e comprenderne l'impatto sull'attività economica è importante per la gestione della politica monetaria.

Nell'area dell'euro lo stock di ricchezza delle famiglie è attualmente pari a circa sette volte il loro reddito annuale disponibile. Le variazioni della ricchezza sono principalmente determinate da plusvalenze patrimoniali piuttosto che dal risparmio netto. La politica monetaria può pertanto incidere sugli andamenti della ricchezza, in particolare attraverso l'impatto sui prezzi delle attività. La ricchezza delle famiglie può sia diminuire drasticamente (come nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale) sia crescere in misura significativa (come nel periodo precedente la crisi e negli ultimi anni) e pertanto contribuire in modo talvolta rilevante alle fluttuazioni dell'attività economica. Può inoltre condizionare le valutazioni circa l'orientamento di politica monetaria adeguato. L'analisi e le stime empiriche riportate nel presente articolo suggeriscono l'esistenza di un'ampia varietà di effetti ricchezza associati alle attività non finanziarie e finanziarie e di differenze sostanziali tra i paesi dell'area dell'euro. Inoltre, gli effetti ricchezza e l'importanza relativa della ricchezza non finanziaria e di quella finanziaria mutano nel tempo.

L'ampiezza dei canali attraverso cui la ricchezza delle famiglie può influire sui consumi privati, nonché l'interazione tra questi canali, richiedono l'adozione di molteplici prospettive nell'analisi delle implicazioni per il quadro macroeconomico e la politica monetaria.

Oltre agli effetti ricchezza collegati al ciclo di vita, altri canali relativi a reddito da capitale, garanzie e fiducia possono influenzare i consumi privati. Inoltre, la direzione degli effetti ricchezza a livello macro non sempre risulta chiara, poiché generalmente le componenti della ricchezza non sono detenute dai consumatori in egual misura. Alcune famiglie beneficiano dell'aumento dei prezzi delle abitazioni, mentre altre ne risentono. Dato il ruolo piuttosto limitato svolto dall'estrazione di liquidità dalle proprietà immobiliari (mortgage equity withdrawal) nell'area dell'euro, non sorprende che, secondo le stime, in alcuni dei suoi paesi gli effetti ricchezza di lungo periodo associati alla proprietà immobiliare siano prossimi allo zero. Più in generale, gli effetti ricchezza al livello del settore aggregato delle famiglie, oggetto d'interesse del presente articolo, potrebbero essere diversi da quelli a livello micro o dei singoli nuclei familiari. Infine, la creazione di una unione dei mercati dei capitali nell'area dell'euro non solo contribuirebbe alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese e al miglioramento della loro capacità di tenuta agli shock provenienti dal sistema bancario, ma offrirebbe anche maggiori opportunità di investimento per le famiglie e potrebbe facilitare l'accumulazione di ricchezza.

2 Una valutazione del credito bancario concesso alle imprese nell'area dell'euro dal 2014

a cura di Ramón Adalid, Matteo Falagiarda e Alberto Musso⁸⁵

1 Introduzione

Il credito bancario costituisce la principale fonte di finanziamento esterno per le imprese dell'area dell'euro ed è pertanto fondamentale ai fini della trasmissione della politica monetaria e, più in generale, del sostegno alla crescita economica.

Malgrado la crescente importanza, nell'ultimo decennio, di forme di finanziamento diverse dal credito bancario, quest'ultimo resta fondamentale nel finanziare le imprese dell'area dell'euro. In particolare, nel 2018 i prestiti bancari hanno rappresentato circa il 45 per cento del totale del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle società non finanziarie (SNF), in calo rispetto al 60 per cento circa nel 2007⁸⁶. Durante questo periodo, i mercati del credito sono stati sottoposti a tensioni di diversa natura, con il settore bancario e la sua capacità di intermediazione particolarmente colpiti. Dal punto di vista delle banche centrali, è quindi diventato ancora più indispensabile condurre un'attenta analisi del credito bancario.

Il presente articolo fornisce una valutazione della ripresa del credito alle SNF osservata nell'area dell'euro a partire dal 2014⁸⁷, concentrando l'attenzione su due principali aspetti.

Innanzitutto, l'articolo mostra come, dopo la correzione dei bilanci bancari realizzati nel periodo compreso tra il 2008 e il 2013, le migliori condizioni di offerta del credito bancario abbiano favorito la crescita degli investimenti da parte delle imprese. L'ampliamento dell'offerta di credito ha infatti sostenuto la maggiore domanda di credito, riconducibile al miglioramento delle prospettive macroeconomiche, dei bilanci delle imprese e della loro redditività. Nel contempo, l'intensità della relazione tra investimenti delle imprese e credito bancario non è stata uniforme nei principali paesi dell'area dell'euro, e questo è dovuto in parte a un differente ricorso a fonti alternative di finanziamento e in parte alle diverse esigenze di riduzione della leva finanziaria.

In secondo luogo, l'articolo fornisce evidenza del fatto che la ripresa dei prestiti alle SNF è stata sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE. Tale evidenza include stime di modelli quantitativi e informazioni desunte dalle indagini. L'analisi è integrata da una valutazione previsiva secondo la quale la nuova serie di

⁸⁵ Filippo Claps e Franziska Fischer hanno prestato assistenza per la fornitura dei dati.

⁸⁶ Per maggiori dettagli sui fattori alla base di questa tendenza, cfr. il riquadro *La struttura del finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro*, nel Rapporto annuale BCE sul 2017.

⁸⁷ Per un'analisi dell'andamento dei prestiti bancari prima del 2014, cfr. l'articolo *Estensioni dei modelli per la valutazione della moneta e del credito* nel numero di febbraio 2014 del Bollettino mensile BCE; l'articolo *La crescita della moneta e del credito dopo le crisi economiche e finanziarie: una prospettiva storica internazionale* nel numero di febbraio 2012 del Bollettino mensile BCE; e l'articolo *Andamenti recenti dei prestiti al settore privato* nel numero di gennaio 2011 del Bollettino mensile BCE.

operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) contribuirà a preservare condizioni favorevoli del credito bancario, a garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria e a sostenere ulteriormente l'orientamento accomodante di politica monetaria.

2 La ripresa del credito bancario alle imprese

Il credito bancario alle imprese dell'area dell'euro ha registrato una graduale ripresa dal 2014, sostanzialmente in linea con l'andamento dell'attività economica, benché la sua crescita rimanga al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti a favore delle SNF, che aveva raggiunto il livello minimo nei primi mesi del 2014, è tornato in territorio positivo nel 2015 per poi aumentare gradualmente, raggiungendo un picco pari al 4,3 per cento nel settembre 2018. Negli ultimi trimestri si è stabilizzato intorno al 3,5-4 per cento circa, riflettendo il rallentamento dell'attività economica reale osservato nel corso del 2018⁸⁸. Nel complesso, la ripresa del credito bancario alle imprese a partire dal 2014 è stata piuttosto moderata, con gli attuali tassi di crescita ben al di sotto dei livelli pre-crisi, nonostante condizioni di finanziamento molto favorevoli, in particolare da quando la BCE ha adottato misure di politica monetaria non convenzionali⁸⁹ nel 2014. L'evidenza basata su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) suggerisce che, sulla base delle passate regolarità del ciclo economico (cfr. grafico 1), la dinamica dei prestiti dal 2014 è stata sostanzialmente in linea con gli sviluppi macroeconomici, sebbene abbia evidenziato la tendenza a collocarsi all'estremità inferiore dell'intervallo di confidenza. Tale valutazione è basata su un confronto tra il tasso di crescita dei prestiti osservato e quello che sarebbe stato previsto sulla base delle principali variabili macroeconomiche osservate nel periodo della ripresa e supponendo che il rapporto tra credito bancario e attività economica sia rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi vent'anni.

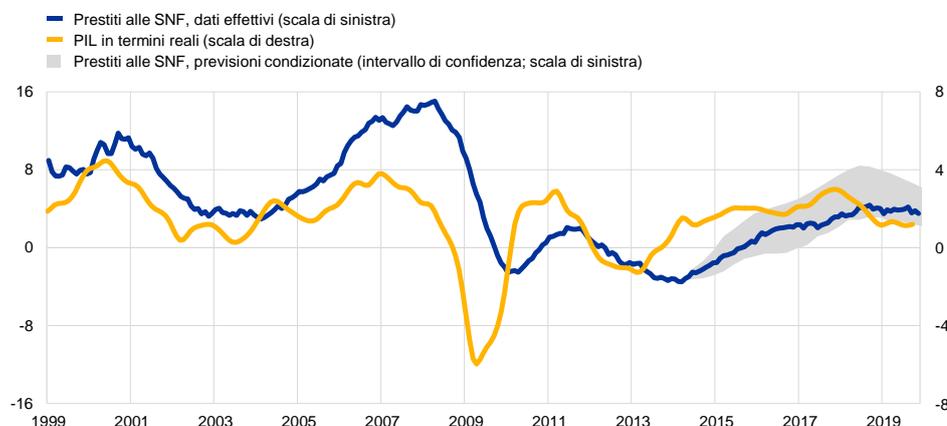
⁸⁸ La dinamica dei prestiti alle SNF risponde al ciclo economico con un ritardo temporale di 3-4 trimestri. Per maggiori dettagli sulle caratteristiche cicliche dei prestiti bancari, cfr. Darracq Pariès, M., Drahonsky, A.-C., Falagiarda, M. e Musso, A., "Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes", *Occasional Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE, Francoforte sul Meno.

⁸⁹ Come risulta dal grafico 12 della sezione 5 (*Moneta e credito*) in questo numero del Bollettino, dal 2014 il costo dei prestiti bancari è diminuito in maniera significativa per le SNF, toccando minimi storici negli ultimi trimestri.

Grafico 1

Prestiti bancari alle SNF (dati effettivi e previsioni condizionate) e PIL in termini reali

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi ai prestiti bancari alle SNF sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Nelle simulazioni viene utilizzato un modello VAR bayesiano stimato in livelli per il periodo intercorso tra il primo trimestre del 1995 e il primo trimestre del 2014 che comprende sei variabili finanziarie reali relative all'area dell'euro con frequenza trimestrale: PIL in termini reali, deflatore del PIL, prestiti bancari alle SNF, tasso di interesse a breve termine, rendimento dei titoli di Stato decennali e tasso sui prestiti alle SNF. L'area grigia include il 16° e l'84° percentile della previsione condizionate relativa all'effettivo andamento del PIL in termini reali e del deflatore del PIL per il periodo compreso tra il secondo trimestre del 2014 e il secondo trimestre del 2019. Per maggiori dettagli sulla metodologia di modellizzazione, cfr. Giannone, D., Lenza, M. e Primiceri, G. E., "Prior Selection for Vector Autoregression", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 97, n. 2, maggio 2015, pagg. 436-451 e Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n. 3, settembre 2016. La crescita trimestrale del PIL in termini reali è interpolata con la frequenza mensile utilizzando una funzione spline cubica. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2019 per i prestiti e al terzo trimestre 2019 per il PIL in termini reali.

Il ritmo complessivamente moderato della ripresa del credito bancario alle SNF dal 2014 riflette principalmente il processo di riduzione della leva finanziaria avviato dopo la crisi e la crescente importanza di fonti di finanziamento alternative.

Malgrado l'ampio sostegno fornito dalle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE (cfr. sezione 4 del presente articolo), dal 2014 il credito bancario alle imprese è stato frenato da almeno tre elementi, con un contributo di diversi fattori di domanda. Innanzitutto, l'andamento dei tassi di crescita dei prestiti durante la ripresa ha rispecchiato una maggiore debolezza dell'attività economica rispetto al periodo precedente la crisi (cfr. grafico 1)⁹⁰. In secondo luogo, l'intenso processo di correzione dei bilanci che ha coinvolto i debitori nel periodo successivo alla crisi (cfr. grafico 2) ha frenato la domanda di prestiti bancari in alcuni paesi più che in altri. La dinamica dei prestiti bancari è stata sostanzialmente più debole in settori il cui l'indebitamento è cresciuto di più durante il periodo di espansione precedente la crisi, come quello delle costruzioni⁹¹. In un contesto caratterizzato da una forte esigenza di ridurre la leva finanziaria, anche l'ampia disponibilità di finanziamenti interni, evidenziata dal significativo aumento degli utili non distribuiti e delle attività liquide detenute dopo la crisi finanziaria, ha contribuito a frenare la domanda di prestiti bancari negli ultimi anni⁹². In terzo luogo, dall'inizio della crisi, le imprese hanno soddisfatto le loro esigenze di finanziamento ricorrendo sempre più spesso a fonti alternative esterne, nella maggior parte dei casi mediante l'emissione di obbligazioni

⁹⁰ Il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali è stato pari al 2,3 per cento tra il 1999 e il 2007 e all'1,9 per cento tra il 2014 e il 2019.

⁹¹ Per maggiori dettagli sul recente andamento dei prestiti per settore, cfr. Darracq Pariès, M., Drahonsky, A-C., Falagiarda, M. e Musso, A., op. cit.

⁹² Cfr. anche [Financial Stability Review](#), BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2019.

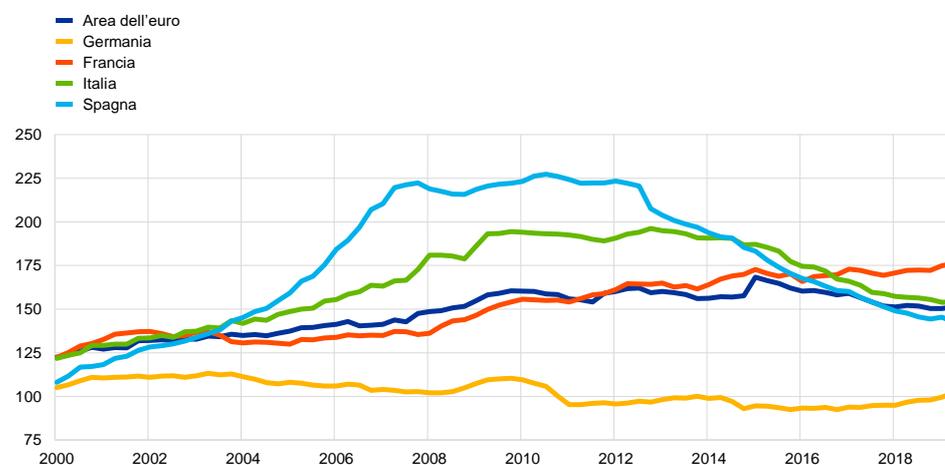
societarie. L'emissione di obbligazioni ha infatti acquisito maggiore importanza come fonte di finanziamento per le imprese dell'area dell'euro (cfr. grafico 3), in particolare per le società di grandi dimensioni: inizialmente (nel biennio 2009-2010 e poi negli anni compresi tra il 2012 e il 2014) in sostituzione dei prestiti bancari, a seguito sia di un significativo calo del costo del finanziamento sui mercati di capitali (cfr. grafico 4) sia dell'irrigidimento dell'offerta di credito bancario; successivamente, come fonte di finanziamento complementare ai prestiti bancari, soprattutto dopo l'avvio, nel 2016, del programma per l'acquisto di obbligazioni societarie da parte della BCE (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP).

Una valutazione definitiva dei fattori alla base del ritmo moderato della ripresa del credito bancario alle imprese richiede un'attenta analisi delle dinamiche sottostanti l'offerta di credito. Ad esempio, data l'endogeneità del credito e dell'attività economica, sarebbe possibile concludere che quest'ultima sia stata limitata dalla mancanza di finanziamenti bancari. Analogamente, il ricorso ad altre fonti di finanziamento potrebbe dipendere da timori legati alle opportunità di accesso ai prestiti bancari e sarebbe indicativo dell'esistenza di vincoli dal lato dell'offerta. La sezione seguente fornisce alcune evidenze utili a distinguere tali interpretazioni contrastanti.

Grafico 2

Debito lordo consolidato delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del valore aggiunto lordo delle SNF)



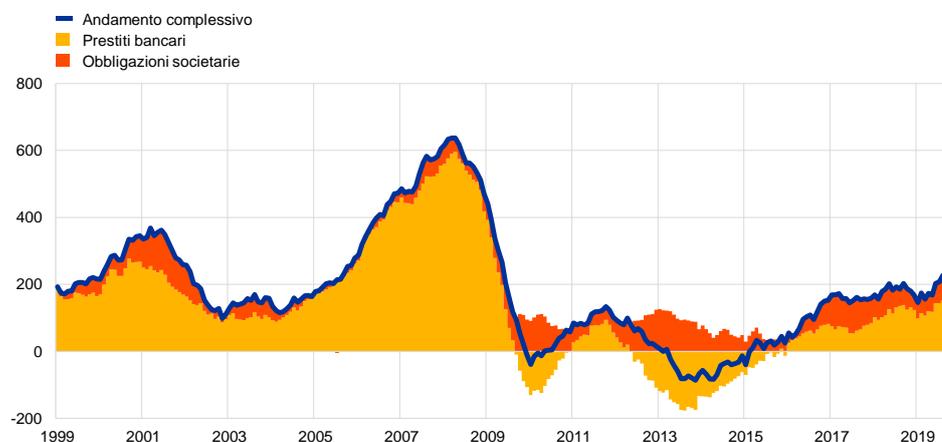
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

Grafico 3

Andamento dei prestiti bancari alle SNF ed emissione di obbligazioni societarie

(flussi annuali, miliardi di euro)



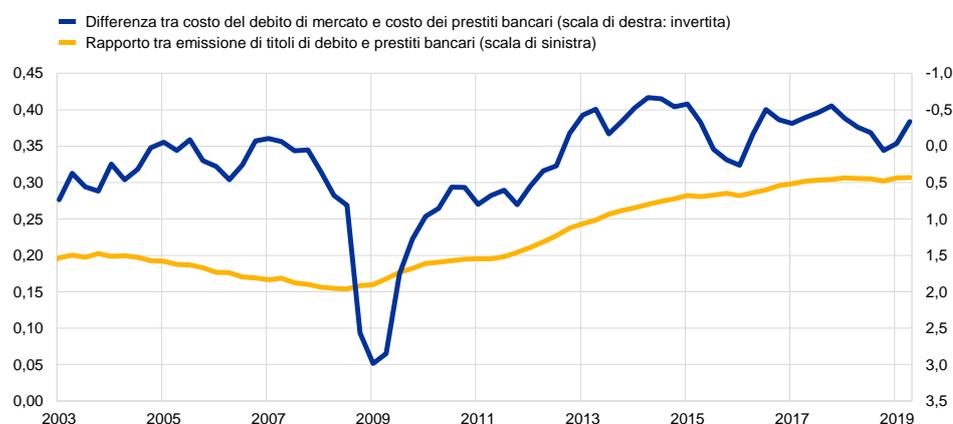
Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2019.

Grafico 4

Rapporto tra emissione di titoli di debito e prestiti bancari e costo relativo del debito di mercato

(scala di sinistra: rapporto basato su consistenze nozionali; scala di destra: punti percentuali)



Fonti: Merrill Lynch, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

3 Il sostegno all'attività economica

Le condizioni di offerta del credito hanno sostenuto gli investimenti delle

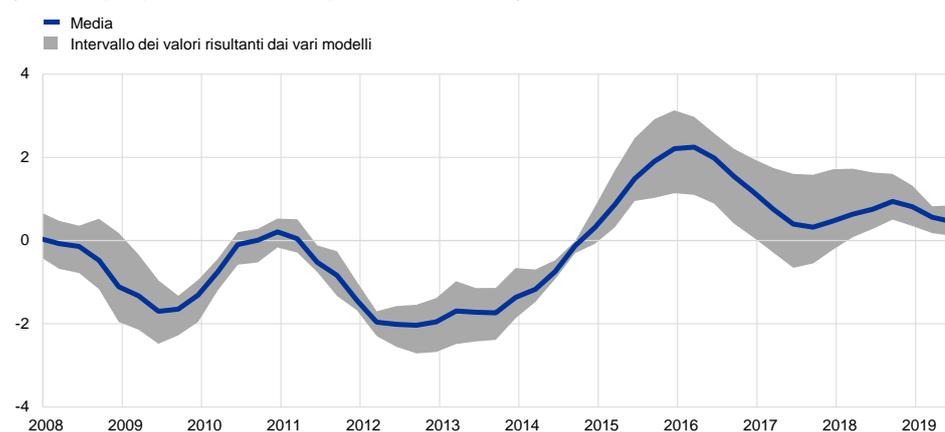
imprese. Come mostrato da diversi modelli, le condizioni di offerta del credito (ovvero la disponibilità di credito bancario), che durante il periodo di rallentamento economico hanno avuto un effetto restrittivo sulla crescita degli investimenti delle imprese, li hanno invece sostenuti nella fase della ripresa successiva al 2014. Secondo tali analisi, le condizioni di offerta del credito hanno stimolato, in media, il tasso di crescita degli investimenti delle imprese di circa 1 punto percentuale durante la fase di ripresa iniziata nel 2014 (cfr. grafico 5). Questa tesi è corroborata sia dalle risposte fornite

nell'ambito delle indagini presso i prestatori sia da quelle fornite nelle indagini presso i prenditori. Secondo l'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE (Bank Lending Survey, BLS), nell'ambito della quale vengono raccolte informazioni sulla domanda di prestiti e sui criteri di offerta applicati dalle banche, dall'inizio del 2014 si osserva un allentamento delle condizioni del credito la cui durata è senza precedenti⁹³. L'attuazione di diverse misure non convenzionali di politica monetaria si rivela un importante fattore a sostegno dell'allentamento dell'offerta di credito, come illustrato nella sezione 4 del presente articolo. È possibile trarre una conclusione analoga anche dall'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), basato su un campione molto ampio di aziende dell'area dell'euro, secondo cui la disponibilità di prestiti bancari è notevolmente migliorata nel corso della fase di ripresa⁹⁴.

Grafico 5

Impatto stimato dei fattori legati all'offerta di credito sulla crescita degli investimenti delle imprese

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



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: contributi stimati dei fattori legati all'offerta del credito al tasso di crescita sui dodici mesi degli investimenti delle imprese sulla base di una serie di modelli (modello VAR con parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica con individuazione delle restrizioni di segno): Gambetti, L. e Musso, A., "Loan supply shocks and the business cycle", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 32, numero 4, giugno/luglio 2017; modello VAR bayesiano con individuazione delle restrizioni di segno; modello SVAR proxy: Altavilla, C., Darraçq Pariès, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019). L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

Dal 2014 la ripresa del credito bancario alle imprese è stata trainata dai prestiti a più lungo termine, tipicamente legati al capitale fisso e agli investimenti finanziari. Durante la ripresa, la crescita del credito alle SNF è stata in gran parte riconducibile ai prestiti con scadenze a lungo termine, che hanno mostrato una dinamica più accentuata rispetto ai prestiti a breve termine (cfr. grafico 6). Tale tendenza è in netto contrasto con l'espansione pre-crisi, quando i prestiti a breve termine rappresentavano più di un quarto del totale del credito bancario alle SNF. L'appiattimento e lo spostamento verso il basso della curva dei rendimenti, dovuti in

⁹³ Per maggiori dettagli, cfr. Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, n. 179, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2016 e l'articolo *Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario*, a cura di Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A. e Köhler-Ulbrich, P. nel numero 8/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

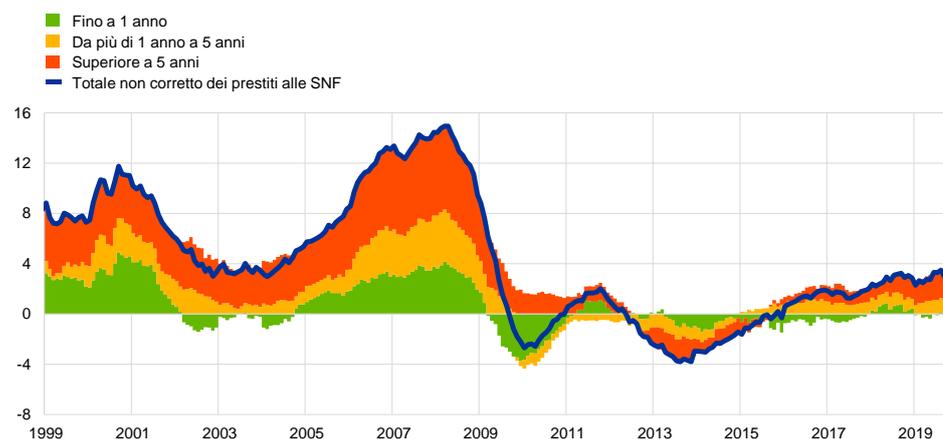
⁹⁴ Per maggiori dettagli cfr. il grafico 15 dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2019).

larga misura alla politica monetaria della BCE, hanno sostenuto la domanda di prestiti a tasso fisso e con scadenza superiore all'anno⁹⁵ e quindi favorito la transizione verso scadenze a lungo termine. I prestiti a lungo termine contribuiscono alla crescita economica in due modi: innanzitutto, essi riducono le tensioni relative al rinnovo dei prestiti delle imprese e ai flussi di cassa; inoltre, fattore ancor più importante, le imprese generalmente preferiscono far coincidere le scadenze delle attività con quelle delle passività, con la conseguenza che un'ampia disponibilità di finanziamenti a lungo termine rende più semplice investire in progetti a lungo termine. A tale riguardo la dinamica sostenuta degli investimenti fissi registrata negli ultimi anni è coerente con la maggiore rilevanza dei prestiti bancari a lungo termine. Il credito a lungo termine ha anche favorito le operazioni finanziarie di natura strutturale, come quelle di fusioni e acquisizioni, la cui portata ha contribuito al dinamismo recentemente osservato nell'andamento dei prestiti sindacati⁹⁶.

Grafico 6

Prestiti bancari alle SNF per scadenza

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: scomposizione per scadenza in base al totale dei prestiti non corretto. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2019.

Le informazioni desunte dalle indagini confermano l'importanza degli investimenti delle imprese nel determinare la domanda di prestiti bancari.

Secondo l'indagine sul credito bancario, dal 2014 la domanda di prestiti bancari da parte delle imprese dell'area dell'euro è stata sostenuta dai finanziamenti di cui necessitano le imprese per gli investimenti fissi⁹⁷. Inoltre, anche l'attività legata a fusioni e acquisizioni ha contribuito alla crescita della domanda nello stesso periodo. L'indagine SAFE conferma che durante la ripresa i finanziamenti ottenuti dalle

⁹⁵ In particolare i tassi sui prestiti bancari a breve termine (ossia con periodo di determinazione del tasso fino a un anno) sono diminuiti di circa 140 punti base tra gennaio 2014 e settembre 2019, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine (con periodo di determinazione superiore a un anno) sono diminuiti di circa 180 punti base nello stesso periodo.

⁹⁶ Per maggiori dettagli sul recente andamento dei prestiti sindacati, cfr. Darracq Pariès, M., Falagiarda, M. e Musso, A., op. cit.

⁹⁷ Per maggiori dettagli cfr. Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., op. cit. e Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A. e Köhler-Ulbrich, P., op. cit.

imprese, costituiti soprattutto da credito bancario, sono stati utilizzati principalmente per realizzare investimenti fissi⁹⁸.

La relazione tra investimenti delle imprese e credito bancario, tuttavia, si è manifestata con diversa entità nei diversi paesi. Dal 2014 gli investimenti delle imprese sono cresciuti a tassi simili nei principali paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 7)⁹⁹. Tuttavia, con il procedere della ripresa, le grandi economie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da dinamiche del credito alle SNF sempre più divergenti: in Francia e in Germania si sono registrati tassi di crescita in costante aumento, mentre in Italia e in Spagna i tassi si sono attestati attorno o al di sotto dello zero dal 2016 in poi (cfr. il pannello (b) del grafico 7). In Germania e in Francia l'andamento dei prestiti bancari è andato di pari passo con quello degli investimenti delle imprese¹⁰⁰, mentre in Spagna in particolare, ma anche in Italia, si osserva un notevole divario tra i due fenomeni. Nei primi due paesi la ripresa del credito bancario alle imprese è stata anche favorita dall'attività del settore immobiliare e dalle necessità di finanziamento legate a operazioni di fusione e acquisizione. Inoltre, in Germania l'indebitamento delle imprese è rimasto particolarmente contenuto, agevolando un ulteriore ricorso a finanziamenti esterni. In Italia e in Spagna il divario tra la dinamica degli investimenti delle imprese e quella del credito bancario è essenzialmente riconducibile all'intenso processo di riduzione della leva finanziaria attuato dalle imprese negli ultimi anni, molto marcato nel caso della Spagna, e anche al ricorso a fonti di finanziamento alternative. Esiste infatti un nesso tra l'aumento di utili non distribuiti (cfr. grafico 8) e la maggiore disponibilità di finanziamenti interni che ne consegue da un lato, e l'obbligo di ridurre la leva finanziaria, che ha continuato a gravare sulla domanda di prestiti in entrambi i paesi, in particolar modo per le imprese del settore immobiliare e delle costruzioni dall'altro. In particolare, questi settori hanno frenato in maniera significativa la crescita complessiva dei prestiti in Spagna e in Italia durante la ripresa¹⁰¹. Inoltre, dal 2017 l'emissione di titoli di debito da parte delle imprese è aumentata sia in Italia che in Spagna, in netto contrasto con i precedenti periodi di ripresa (cfr. grafico 9). Infine, negli ultimi anni il settore bancario di entrambi i paesi è stato sottoposto a un forte processo di correzione dei bilanci, che ha limitato la capacità di intermediazione delle banche¹⁰². Nonostante il graduale miglioramento registrato dal 2014, in Italia lo stock dei crediti deteriorati rimane particolarmente elevato, fattore che incide sulla capacità delle banche di fornire credito.

⁹⁸ Per maggiori dettagli cfr. il grafico 13 dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2019).

⁹⁹ Per investimenti delle imprese si intendono investimenti privati non residenziali.

¹⁰⁰ La ripresa del credito bancario in Germania è stata accompagnata dal crescente contributo fornito dai prestiti concessi alle imprese in altri paesi dell'area dell'euro.

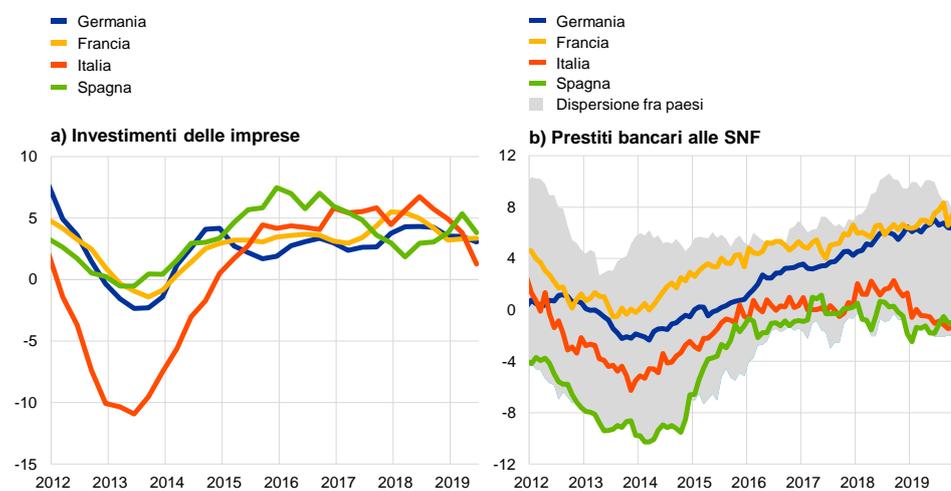
¹⁰¹ Per maggiori dettagli cfr. Darracq Pariès, M., Drahonsky, A-C., Falagiarda, M. e Musso, A., op. cit.

¹⁰² Per ulteriori informazioni sul recente andamento dei bilanci delle banche cfr. Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M. e Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 222, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2019.

Grafico 7

Investimenti delle imprese e prestiti bancari alle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(pannello a): variazioni percentuali sui dodici mesi, media mobile di quattro trimestri; pannello b): variazioni percentuali sui dodici mesi)



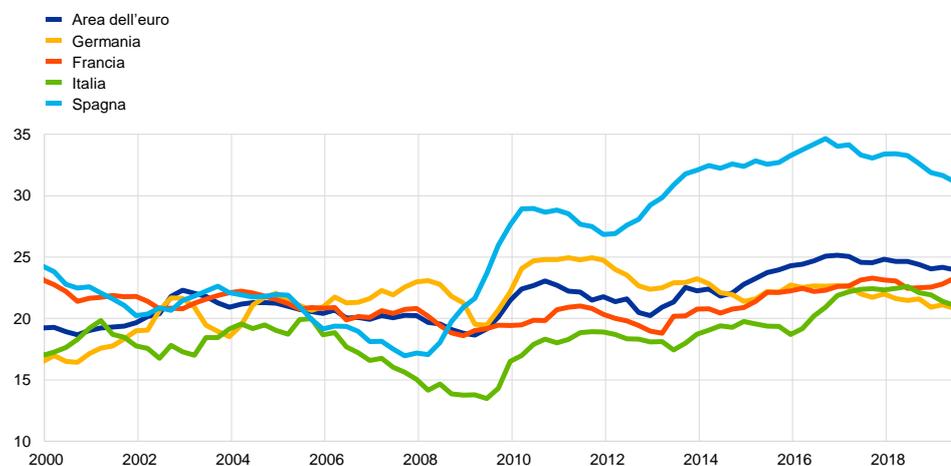
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per investimenti delle imprese si intendono investimenti privati diversi dall'edilizia residenziale. I dati sui prestiti bancari alle SNF sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019 per gli investimenti delle imprese e a novembre 2019 per i prestiti.

Grafico 8

Utili non distribuiti in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del valore aggiunto lordo)



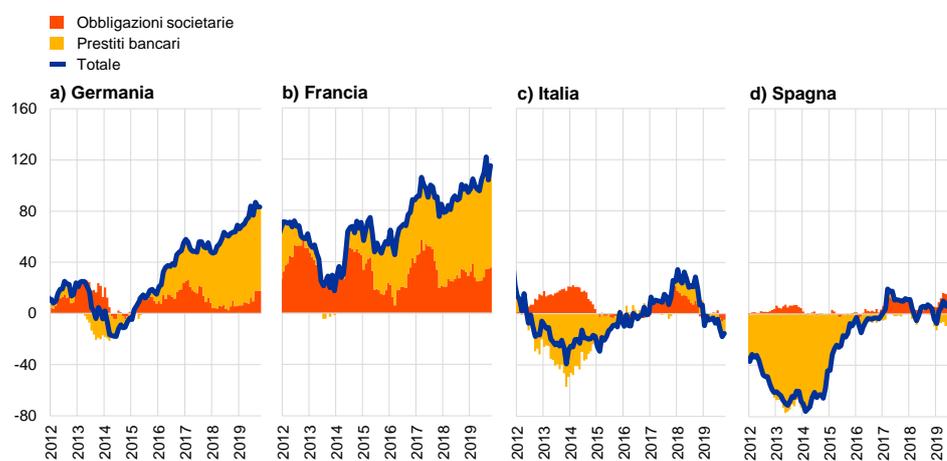
Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

Grafico 9

Andamento dei prestiti bancari alle SNF ed emissione di obbligazioni societarie in alcuni paesi dell'area dell'euro

(flussi annuali, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2019.

4 L'impatto delle misure di politica monetaria non convenzionali

I mercati del credito hanno beneficiato delle numerose e differenti misure di politica monetaria, tra loro complementari, attuate dalla BCE a partire dal 2014.

Dall'estate del 2014, la BCE ha adottato una serie di misure non convenzionali di politica monetaria. Fra queste rientrano l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), la riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale (Deposit Facility Rate, DFR) a valori negativi e l'ampliamento del programma di acquisto di attività (PAA) in modo da includere una varietà di titoli del livello investment grade del settore pubblico e privato. Tali politiche sono state sostenute anche dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE e, più di recente, dall'orizzonte per il reinvestimento del portafoglio del PAA e dalla ripresa del programma stesso. Le misure della BCE hanno stimolato l'economia dell'area dell'euro attraverso diversi canali di trasmissione, producendo un significativo effetto al rialzo sul PIL in termini reali e sull'inflazione misurata sullo IAPC¹⁰³. La trasmissione di tali misure è avvenuta, in parte, attraverso i mercati del credito, coinvolgendo anche il canale di trasmissione diretta e il canale del credito bancario¹⁰⁴. Nel complesso, queste politiche hanno sostenuto sia la domanda che l'offerta di credito bancario alle imprese, poiché hanno migliorato le prospettive

¹⁰³ Per una panoramica sull'impatto macroeconomico delle misure di politica monetaria attuate dalla BCE a partire dal 2014, cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint-Guilhem, A. e Yiangou, J., "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", *Working Paper Series*, n. 2346, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2019.

¹⁰⁴ Per una trattazione dei principali canali di trasmissione del pacchetto di misure per l'allentamento delle condizioni di erogazione del credito adottate dalla BCE nel 2014 e del PAA avviato nel 2015, cfr. [La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE](#) nel numero 7/2015 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

macroeconomiche e contribuito ad allentare i vincoli del settore bancario. Tale valutazione è corroborata da analisi basate su modelli macroeconomici, evidenze ricavate dalle indagini e studi empirici che utilizzano microdati.

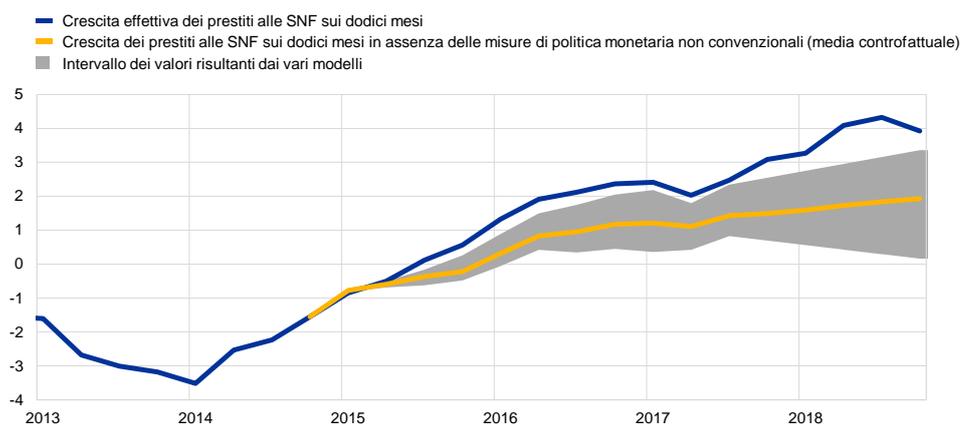
Alcune stime basate su modelli macroeconomici indicano che le misure non convenzionali hanno sostenuto in modo significativo la ripresa del credito bancario alle imprese.

Secondo simulazioni basate su diversi modelli macroeconomici, in assenza delle misure di politica monetaria della BCE la dinamica dei prestiti alle SNF avrebbe registrato una ripresa più lenta¹⁰⁵. In particolare, mentre la crescita del credito bancario alle imprese è passata dal -1 per cento circa all'inizio del 2015 al 4 per cento circa alla fine del 2018, secondo le stime dei modelli, in assenza delle misure non convenzionali introdotte dalla BCE, la crescita dei prestiti sui dodici mesi si sarebbe fermata a livelli prossimi al 2 per cento a fine 2018 (cfr. grafico 10). In altre parole, si stima che tali misure abbiano aumentato il tasso di crescita dei prestiti alle SNF di circa due punti percentuali tra l'inizio del 2015 e la fine del 2018, andando a incidere sia sulla domanda che sull'offerta.

Grafico 10

Impatto stimato delle misure non convenzionali sulla crescita dei prestiti alle SNF

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: simulazioni basate su un modello DSGE, su un modello VAR con parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica e su un modello VAR bayesiano multi-paese. Per ulteriori informazioni sui modelli utilizzati, cfr. Darracq Pariès, M., Drahonsky, A.C., Falagiarda, M. e Musso, A., op. cit. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Le evidenze basate sulle indagini confermano l'ipotesi secondo cui le misure della BCE avrebbero avuto un impatto tangibile sulle condizioni del credito bancario.

Gli indicatori ricavati dall'indagine sul credito bancario forniscono evidenze qualitative sulla rilevanza delle misure non convenzionali della BCE. Una serie di

¹⁰⁵ Si tratta di simulazioni basate su un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE), su un modello VAR con parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica (TV-VAR) applicati all'area dell'euro e su un modello VAR bayesiano (BVAR) multi-paese applicato ai paesi dell'area. Le simulazioni DSGE si fondano su quanto sostenuto da Darracq Pariès, M. e Kühl, M., in "The optimal conduct of central bank asset purchases", *Working Paper Series*, n. 1973, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2016. Le stime del modello TV-VAR sono basate sulla tesi di Gambetti, L. e Musso, A., in "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)", *Working Paper Series*, n. 2075, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2017. Le stime del modello BVAR fanno riferimento ad Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n. 3, settembre 2016. Per ulteriori dettagli sui modelli utilizzati, cfr. Darracq Pariès, M., Drahonsky, A.C., Falagiarda, M. e Musso, A., op. cit.

domande ad hoc inserite nell'indagine a partire dal 2015 ha permesso di elaborare un quadro sintetico di come le banche percepiscano l'effetto delle recenti misure non convenzionali della BCE (quali le OMRLT, il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale e il PAA) sulla loro situazione finanziaria e sulle decisioni relative ai prestiti. Le risposte ottenute nell'ambito dell'indagine indicano che queste misure hanno avuto un impatto positivo sulla liquidità delle banche e sulle condizioni di finanziamento del mercato; segnalano altresì che hanno avuto un significativo effetto di allentamento sui termini e sulle condizioni dei nuovi prestiti delle banche, mentre per quanto riguarda i criteri per la concessione del credito, l'effetto di allentamento è stato più limitato¹⁰⁶.

Alcuni studi fondati su dati granulari a livello di banche e di imprese indicano che l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE si è trasmesso ai mercati del credito attraverso vari canali. Per quanto riguarda le OMRLT, vi sono evidenze dell'efficacia delle prime due serie di operazioni, insieme ad altre misure non convenzionali introdotte dal giugno 2014, nel sostenere la trasmissione di tassi di riferimento più bassi in condizioni di prestito migliori per le imprese dell'area dell'euro. Queste operazioni avrebbero inoltre favorito un aumento dei volumi intermediati nei paesi meno vulnerabili dell'area dell'euro e un rallentamento della contrazione dei prestiti bancari nelle economie vulnerabili¹⁰⁷. Riguardo alle operazioni della terza serie, il riquadro 1 fornisce una panoramica delle modalità di attuazione e dell'andamento delle condizioni di finanziamento delle banche in seguito al loro annuncio.

L'introduzione di un tasso negativo sui depositi presso la banca centrale a metà del 2014 ha offerto alle banche un ulteriore incentivo a concedere prestiti alle SNF, facendo aumentare il costo-opportunità di detenere la liquidità in eccesso. Di per sé, il DFR negativo ha fornito un valido sostegno al PAA, facendo crescere il costo della detenzione delle riserve immesse nell'ambito del programma di acquisti su vasta scala avviato dalla BCE. Ciò ha incoraggiato le banche a riequilibrare i propri portafogli in favore di altre attività, in particolare prestiti, stimolando l'offerta di credito¹⁰⁸. Sebbene generalizzato, tale impatto non è stato uniforme tra le banche: alcune evidenze indicano, infatti, che è stato più forte per le banche universali e per quelle che detengono una maggiore quantità di titoli di Stato.

¹⁰⁶ Per ulteriori informazioni, cfr. Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A. e Köhler-Ulbrich, P., op. cit.

¹⁰⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. *Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: una panoramica dei fondi erogati e dell'impatto sull'intermediazione bancaria* nel numero 3/2017 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno). Per gli effetti sui tassi applicati ai prestiti, cfr. *I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale* nel numero 1/2017 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno) e *L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti* nel numero 2/2017 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

¹⁰⁸ Per un'analisi più dettagliata, cfr. Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M. e Holton, S., op. cit.; Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, n. 2202, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2018, nonché Demiralp, S., Eisenschmidt, J. e Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2283, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2019.

Riquadro 1

La nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine trimestrali: impatto su trasmissione e costi di finanziamento

a cura di Francesca Barbiero e Lorenzo Burlon

La nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine trimestrali (OMRLT III), avviata a settembre 2019, incoraggia le banche a preservare condizioni favorevoli per l'erogazione di prestiti all'economia reale. Come per la seconda serie, sono previsti incentivi, sotto forma di tassi di interesse inferiori, per gli istituti che incrementano i prestiti idonei a famiglie e imprese¹⁰⁹. Il tasso massimo è fissato al livello di quello delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP). Per contro, il tasso applicato alle OMRLT III per le controparti i cui prestiti netti idonei erogati tra la fine di marzo 2019 e la fine di marzo 2021 superano il rispettivo valore di riferimento beneficerà di una riduzione fino a un livello pari a quello del tasso sui depositi presso la banca centrale (DFR), attualmente di -50 punti base¹¹⁰. Due principali parametri definiscono il regime di incentivi: l'ampiezza e la posizione dell'intervallo di valori dei tassi di interesse applicati e l'ammontare di cui il credito concesso deve eccedere il valore di riferimento per ottenere il tasso minimo possibile (cfr. grafico A). In termini di tassi, un valore massimo più elevato avrebbe reso poco appetibile l'operazione, generando una minore risposta e un ingiustificato inasprimento delle condizioni di erogazione del credito da parte delle banche. Allo stesso tempo, il tasso minimo doveva essere calibrato in modo da fornire il grado di accomodamento desiderato e, contemporaneamente, evitare di disincentivare del tutto le banche a ricorrere all'emissione di titoli di debito sui mercati privati per finanziarsi. Per quanto riguarda il requisito relativo al volume dei prestiti erogati, se da un lato la soglia dell'offerta di credito definisce il valore necessario a indurre un numero sufficiente di prestiti bancari idonei, dall'altro il suo livello piuttosto moderato evita l'insorgere di comportamenti predatori da parte degli intermediari, che potrebbero dar luogo a elevate esposizioni creditizie e a un'assunzione di rischi eccessiva. Tali parametri principali sono affiancati da ulteriori elementi che concorrono al raggiungimento degli obiettivi definiti dalle OMRLT III. In particolare, eventuali utilizzi indesiderati delle somme prese in prestito (come l'acquisto di attività a discapito dell'incremento dei prestiti idonei) sono ulteriormente contenuti dai limiti di finanziamento che riducono la possibilità di contrarre ulteriori prestiti, oltre a quelli già ottenuti nell'ambito delle OMRLT II. Inoltre, poiché l'indicizzazione dei prezzi delle OMRLT III è collegata a quella di strumenti di finanziamento alternativi e comparabili, le banche non sono scoraggiate dal ricorrere, per finanziarsi, all'emissione di titoli di debito sui mercati privati, pur in regime di OMRLT III.

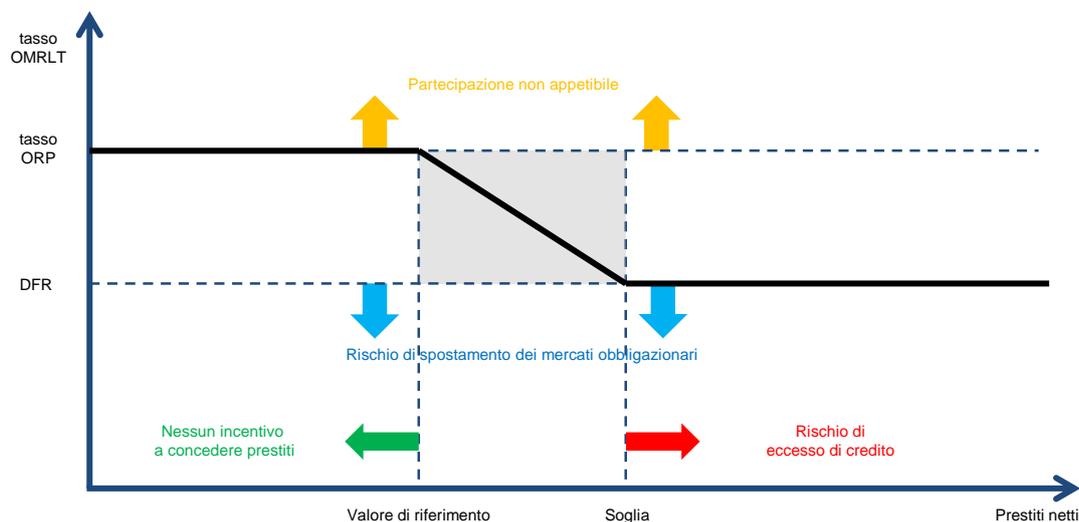
¹⁰⁹ I prestiti considerati idonei ai fini delle OMRLT III (come per le OMRLT precedenti) sono i prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, esclusi quelli erogati alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione.

¹¹⁰ Il valore di riferimento per i prestiti netti corrisponde all'ammontare dei prestiti idonei (prestiti lordi in termini di prestiti idonei al netto dei rimborsi delle consistenze in essere per i prestiti idonei) che deve essere superato nel periodo compreso tra il 1° aprile 2019 e il 31 marzo 2021 per poter beneficiare di un tasso di interesse sul prestito OMRLT III inferiore a quello inizialmente applicato. È pari a zero per le banche che hanno evidenziato prestiti netti idonei positivi nei 12 mesi precedenti alla fine di marzo 2019 e pari ai prestiti netti idonei erogati nello stesso periodo per le banche che hanno evidenziato un saldo di prestiti netti idonei negativo. Questa distinzione elimina i potenziali disincentivi allo sforzo di riduzione della leva finanziaria in corso da parte degli operatori. La riduzione massima del tasso si ottiene quando il valore di riferimento dei prestiti netti supera la soglia del 2,5 per cento in più rispetto alla somma delle consistenze in essere dei prestiti idonei al 31 marzo 2019 e del valore di riferimento dei prestiti netti.

Grafico A

Rappresentazione del programma di incentivi delle OMRLT III

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: il grafico fornisce una rappresentazione dei tassi sui prestiti erogati nell'ambito delle OMRLT III. Con le diciture "tasso ORP" e "DFR" si intendono i tassi medi prevalenti per la durata di ciascuna operazione. L'area grigia corrisponde alla regione dello spazio parametrico compatibile con le finalità e i limiti del programma.

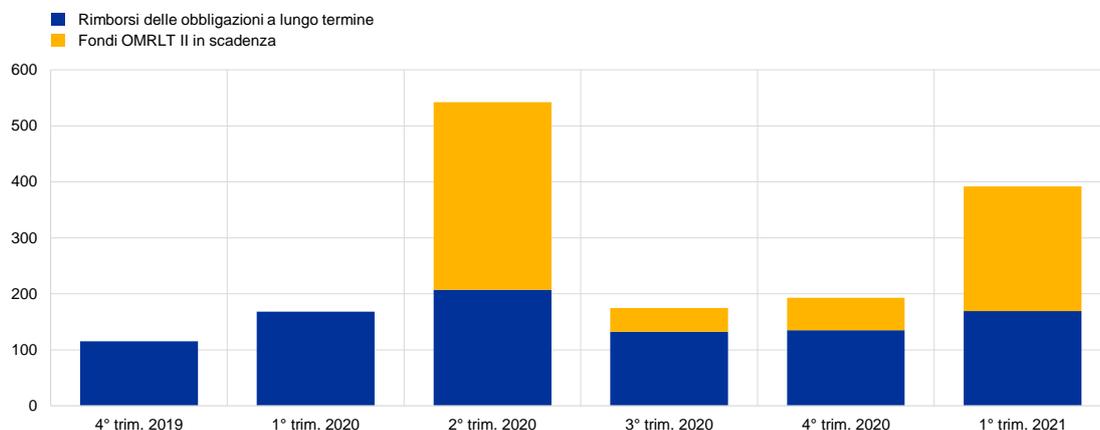
L'annuncio delle OMRLT III, a marzo 2019, ha rassicurato i mercati sull'estensione temporale di uno strumento di finanziamento a più lungo termine alleviando così le pressioni legate alle necessità di finanziamento delle banche. Le nuove operazioni hanno contribuito a scongiurare gli "effetti di congestione" che potrebbero verificarsi nei mercati presso i quali si finanziano le banche a causa dell'esigenza di sostituire sia i fondi delle OMRLT II sia gli ingenti volumi di obbligazioni in scadenza (cfr. grafico B). Tali effetti di congestione avrebbero aumentato i differenziali sulle obbligazioni bancarie, incidendo sui costi di finanziamento non solo delle banche che avevano usufruito di prestiti nell'ambito delle OMRLT II, ma anche degli altri istituti. Secondo l'indagine sul credito bancario della BCE (Bank Lending Survey, BLS), invece, le banche hanno segnalato un allentamento netto delle condizioni di mercato in seguito all'annuncio del nuovo programma, in particolare per quanto riguarda il finanziamento mediante ricorso a titoli di debito¹¹¹. Tale cambiamento riflette in parte un'inversione di tendenza rispetto all'ampliamento dei differenziali di credito conseguente alla fase di maggiore avversione al rischio verificatasi alla fine del 2018; tuttavia, esso è avvenuto nonostante il peggioramento delle prospettive macroeconomiche e l'aumento delle incertezze osservati nel corso del 2019, fattori che avrebbero altrimenti potuto causare un deterioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche.

¹¹¹ Cfr. "The euro area bank lending survey – Third quarter of 2019", BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2019.

Grafico B

OMRLT II e fabbisogno di rifinanziamento sul mercato obbligazionario delle banche dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e CSDB.

Note: nei rimborsi delle obbligazioni a lungo termine sono compresi i titoli con scadenza originaria superiore a un anno, secondo quanto emerge dai dati statistici ricavati dall'archivio centralizzato sui titoli CSDB a partire da ottobre 2019. Le obbligazioni ibride, i certificati e i titoli Genussscheine non sono considerati nel calcolo. Per fondi OMRLT II in scadenza si intendono i volumi delle OMRLT II in essere a settembre 2019). Le operazioni OMRLT II.1, OMRLT II.2, OMRLT II.3 e OMRLT II.4 scadono, rispettivamente, a giugno 2020, settembre 2020, dicembre 2020 e marzo 2021.

Nel contesto di un rallentamento dell'economia dell'area dell'euro protrattosi più a lungo del previsto, a settembre 2019 il Consiglio direttivo ha deciso di adeguare costo e scadenza della terza serie di OMRLT¹¹². Le nuove modalità adottate a settembre 2019 contribuiranno a preservare condizioni favorevoli per il credito bancario, a garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria e a sostenere ancor di più l'orientamento accomodante di politica monetaria¹¹³. Ci si attende che l'ulteriore accomodamento venga trasmesso attraverso una complessiva riduzione dei costi di provvista per le banche e un maggiore ricorso ai fondi delle OMRLT III. Le banche che orienteranno le proprie scelte di finanziamento su soluzioni diverse dalle emissioni obbligazionarie beneficeranno in modo diretto di una riduzione dei costi di provvista; inoltre, la complessiva riduzione dell'offerta di titoli, indotta dal minor fabbisogno di finanziamento da parte delle banche, eserciterà ulteriori pressioni sui restanti rendimenti di mercato delle obbligazioni. Di conseguenza, attraverso il canale del credito bancario si produrrà un calo dei tassi sui prestiti e un aumento dei volumi di credito concessi, come dimostra l'esperienza delle OMRLT precedenti¹¹⁴. Secondo una serie di modelli stimati sulla base di dati dell'area dell'euro, le ultime aspettative degli operatori di mercato emerse dalle indagini indicano che l'utilizzo dei fondi delle OMRLT III, compreso tra i 300 e i 560 miliardi di euro, dovrebbe tradursi in una riduzione complessiva dei costi di finanziamento di circa 15 punti base. Ciò dovrebbe a sua volta comportare una riduzione fino a un massimo di 15 punti base dei tassi sui prestiti e un contributo positivo alla crescita dei prestiti sui dodici mesi di quasi 0,4 punti percentuali (cfr. grafico C).

¹¹² A settembre 2019, il costo delle OMRLT III è stato adeguato eliminando il differenziale di 10 punti base rispetto al tasso delle ORP e al tasso DFR, mentre la scadenza è stata estesa da due a tre anni.

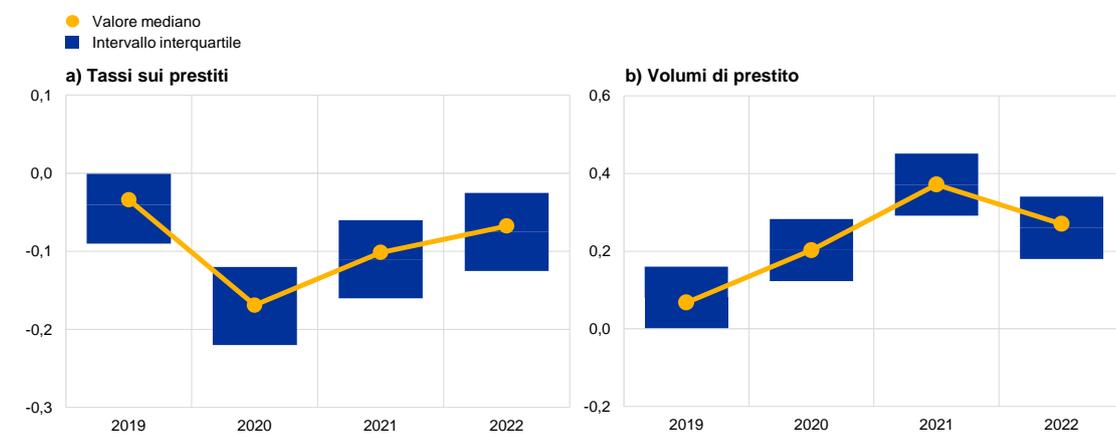
¹¹³ Cfr. Schumacher, J. e Van Robays, I., *Il pacchetto di misure di politica monetaria di settembre* nel numero 6/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

¹¹⁴ Cfr. *Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: una panoramica dei fondi erogati e dell'impatto sull'intermediazione bancaria* nel numero 3/2017 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno) e Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M. e Holton, S., op. cit.

Grafico C

Impatto del ricorso alle OMRLT III sui tassi applicati ai prestiti e volumi attesi dagli operatori di mercato

(pannello a), punti percentuali in ragione d'anno; pannello b), contributo in punti percentuali al tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonti: indagine Bloomberg (ottobre 2019), BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la valutazione si basa sull'ipotesi di una riduzione dei costi di finanziamento marginali riconducibile alla loro parziale sostituzione con una più contenuta emissione di obbligazioni bancarie. Le stime si fondano su una serie di modelli che comprende quelli descritti da Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M. in "Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, 2019; Holton, S. e Rodriguez D'Acri, C., "Interest rate pass-through since the euro area crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 96, numero C, 2018, pagg. 277-291; Benetton, M. e Fantino, D., "Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs", *Working Papers*, n. 1187, Banca d'Italia, 2018; Albertazzi, U., Altavilla, C., Boucinha, M. e Di Maggio, M., "The incentive channel of monetary policy: quasi-experimental evidence from liquidity operations", mimeo, 2019. Il ricorso alle OMRLT III sottostante la mediana corrisponde al valore mediano delle aspettative degli operatori di mercato rilevate dall'indagine Bloomberg. Le aree in blu scuro indicano l'intervallo interquartile delle stime, ottenute mediante l'utilizzo di modelli, concernenti le aspettative degli operatori di mercato circa i valori mediani del ricorso alle OMRLT III.

5 Osservazioni conclusive

Questo articolo fornisce una valutazione della ripresa osservata nei prestiti alle imprese dell'area dell'euro a partire dal 2014. Le evidenze riportate nell'articolo mostrano che, durante la ripresa, la dinamica dei prestiti si è mantenuta al di sotto dei livelli pre-crisi. Seppur sostenuto da condizioni di finanziamento altamente favorevoli, il moderato ritmo registrato durante la ripresa ha riflesso principalmente il processo di riduzione della leva finanziaria successivo alla crisi e il maggiore ricorso a fonti di finanziamento alternative, nonché un'attività economica lievemente più debole rispetto al periodo precedente la crisi.

Le migliori condizioni dell'offerta di credito hanno sostenuto la crescita dei prestiti e, di conseguenza, l'espansione degli investimenti delle imprese.

L'effetto positivo dei fattori legati all'offerta del credito ha rafforzato l'impatto di una graduale normalizzazione della domanda di credito, che riflette un miglioramento delle prospettive macroeconomiche e dei bilanci delle imprese. La relazione tra investimenti delle imprese e credito bancario è stata tuttavia più o meno marcata nei vari paesi. Tale eterogeneità è spiegata, in parte, dal diverso ricorso a fonti di finanziamento alternative nei vari paesi, dalle differenti esigenze di riduzione della leva finanziaria e dagli andamenti macroeconomici specifici di ciascun paese.

Infine, un'ampia evidenza indica che la ripresa dei prestiti bancari alle imprese sarebbe stata notevolmente più debole in assenza delle misure di politica monetaria attuate dalla BCE dall'estate del 2014. Più specificamente, stime

ottenute con modelli macroeconomici, evidenze desunte dalle indagini e studi elaborati utilizzando dati granulari a livello di banca e impresa, indicano tutti che le misure non convenzionali adottate dalla BCE hanno rappresentato una componente significativa della ripresa del credito bancario alle imprese. Da una valutazione prospettica emerge che le OMRLT III contribuiranno a preservare condizioni favorevoli del credito bancario, a garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria e a sostenere ulteriormente l'orientamento accomodante di politica monetaria.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,7	-	-	-
2019 1° trim.	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,5	-1,3	0,0
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,4	0,9	1,6	0,4
4° trim.	51,4	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,4	49,5	-	-	-
2019 lug.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,8	52,3	49,0	-0,7	0,3	-1,4
ago.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,4	0,2	-0,7
sett.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,9	1,6	0,4
ott.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	1,0	0,4	1,3
nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	-	-	-
dic.	51,8	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	52,0	49,6	-	-	-

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 giu.	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
lug.	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
ago.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
set.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
ott.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
dic.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06

Fonte: BCE.

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

2) Il 2 ottobre 2019 la BCE ha pubblicato per la prima volta lo euro short-term rate (€STR), che riflette le operazioni di negoziazione concluse il 1° ottobre 2019. I dati relativi ai periodi precedenti si riferiscono al tasso pre-€STR, pubblicato con mere finalità informative e non inteso come tasso o valore di riferimento per le transazioni sul mercato.

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 giu.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
lug.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
ago.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
set.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
ott.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
dic.	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.913,4	21.697,2
2019 giu.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2
lug.	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7
ago.	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7
set.	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
ott.	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.104,9	23.278,1
dic.	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.176,7	23.660,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 dic.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019 gen.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
feb.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
mar.	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
mag.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
giu.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
ott.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,89	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
nov. ^(p)	0,03	0,42	0,23	0,74	5,63	16,64	5,35	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 gen.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mag.	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
giu.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
lug.	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
ago.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
set.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
ott.	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
nov. ^(p)	0,02	-0,02	0,40	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,56	1,41	1,13	1,34	1,26	1,55

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 giu.	1.316	556	177	.	99	428	56	383	151	81	.	45	71	35
lug.	1.346	576	180	.	110	424	57	469	204	88	.	56	76	45
ago.	1.374	587	187	.	112	424	63	414	180	85	.	39	71	38
set.	1.396	597	189	.	106	439	66	413	156	88	.	48	81	41
ott.	1.361	582	179	.	106	424	69	436	200	65	.	52	75	45
nov.	1.344	570	180	.	102	426	66	375	159	68	.	44	75	30
A lungo termine														
2016	15.373	3.695	3.186	.	1.163	6.686	642	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.353	3.560	3.060	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.160	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 giu.	16.112	3.768	3.228	.	1.294	7.190	633	244	61	75	.	22	80	5
lug.	16.181	3.789	3.268	.	1.304	7.184	636	263	70	82	.	25	78	8
ago.	16.189	3.784	3.264	.	1.302	7.200	639	129	24	48	.	9	41	6
set.	16.260	3.805	3.292	.	1.329	7.200	634	283	82	90	.	34	74	4
ott.	16.206	3.799	3.306	.	1.325	7.153	623	274	61	97	.	24	85	6
nov.	16.344	3.833	3.374	.	1.338	7.172	628	273	67	103	.	26	71	6

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
Consistenze											
2016	16.613,8	4.213,4	3.321,3	.	1.222,6	7.151,7	704,9	7.089,5	537,6	1.084,2	5.467,7
2017	16.593,1	4.079,4	3.215,0	.	1.293,2	7.304,7	700,8	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.961,8	4.192,1	3.330,1	.	1.320,4	7.445,8	673,4	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7
2019 giu.	17.428,6	4.323,8	3.404,9	.	1.393,0	7.617,7	689,1	7.940,5	493,3	1.246,0	6.201,3
lug.	17.527,3	4.365,1	3.448,0	.	1.413,4	7.607,8	693,1	7.980,2	484,0	1.252,8	6.243,4
ago.	17.563,8	4.371,5	3.451,2	.	1.414,5	7.624,6	702,0	7.841,0	462,4	1.183,0	6.195,6
set.	17.656,5	4.401,7	3.481,0	.	1.434,6	7.639,5	699,8	8.182,3	496,1	1.335,6	6.350,6
ott.	17.566,4	4.380,7	3.485,1	.	1.430,4	7.577,4	692,8	8.257,7	508,2	1.348,6	6.400,8
nov.	17.688,8	4.402,7	3.554,1	.	1.439,8	7.598,3	694,0	8.503,6	524,1	1.380,1	6.599,4
Tasso di crescita											
2016	0,3	-3,0	-1,0	.	5,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,5	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 giu.	2,9	4,5	2,2	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
lug.	3,0	5,2	2,1	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
ago.	3,3	4,9	2,9	.	5,7	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
set.	3,1	4,4	3,4	.	5,4	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
ott.	2,9	4,1	3,8	.	5,5	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
nov.	3,0	4,0	4,6	.	6,6	1,3	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 1° trim.	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2° trim.	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
3° trim.	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
4° trim.	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2019 lug.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
ago.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
set.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
ott.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
dic.	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2019 dic.	0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,9	0,8	-0,3	-1,2	0,2	-1,6	-0,5	0,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2019 dic.	-0,5	0,5	-1,3	0,1	2,5	-5,2	-0,4	-5,6	2,7	2,0	-3,3	-2,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2018 4° trim.	25.405,3	25.871,5	-466,1	10.895,0	8.975,7	8.475,1	10.542,1	-87,9	5.404,0	6.353,6	719,1	14.209,5
2019 1° trim.	26.666,3	26.969,6	-303,3	11.184,9	9.113,4	9.126,6	11.318,5	-91,5	5.705,2	6.537,6	741,1	14.674,3
2° trim.	26.804,9	27.085,3	-280,4	11.037,1	9.054,3	9.226,8	11.461,7	-75,4	5.845,6	6.569,3	770,8	14.770,8
3° trim.	27.834,1	27.960,6	-126,5	11.405,6	9.344,7	9.612,9	11.906,0	-89,0	6.077,6	6.709,9	827,0	15.089,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 3° trim.	235,6	236,7	-1,1	96,6	79,1	81,4	100,8	-0,8	51,5	56,8	7,0	127,7
<i>Transazioni</i>												
2018 4° trim.	-408,4	-471,6	63,1	-303,9	-195,0	-28,6	-158,9	29,6	-111,4	-117,6	5,8	-
2019 1° trim.	353,3	292,4	60,9	92,0	31,5	58,2	141,4	3,0	197,2	119,6	2,9	-
2° trim.	187,0	170,8	16,2	-90,3	12,8	51,2	78,7	34,1	189,3	79,4	2,7	-
3° trim.	442,2	337,4	104,8	162,5	150,6	146,7	153,0	3,2	128,1	33,8	1,7	-
2019 giu.	-75,1	-108,6	33,5	-123,9	-82,5	59,5	34,9	9,0	-17,5	-61,0	-2,3	-
lug.	351,5	320,1	31,4	135,3	138,7	52,5	69,4	11,1	145,5	112,1	7,1	-
ago.	17,3	-21,8	39,1	-47,9	-63,0	37,2	17,2	-2,3	29,6	24,0	0,7	-
set.	73,4	39,1	34,3	75,1	75,0	57,0	66,4	-5,6	-46,9	-102,3	-6,2	-
ott.	17,4	-44,2	61,5	-9,0	-76,5	44,0	6,8	3,6	-22,3	25,5	1,0	-
nov.	21,4	-19,7	41,1	4,9	31,6	28,7	16,3	-2,0	-8,0	-67,7	-2,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 nov.	589,4	262,6	326,7	-83,7	-7,5	332,9	274,1	43,7	287,2	-4,0	9,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 nov.	5,0	2,2	2,8	-0,7	-0,1	2,8	2,3	0,4	2,4	0,0	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	10.817,0	10.339,5	5.858,7	2.235,3	2.193,0	1.038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4.928,9	4.451,4
2017	11.201,0	10.707,6	6.037,0	2.296,7	2.304,3	1.101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5.297,9	4.804,5
2018	11.561,2	11.060,9	6.207,5	2.363,9	2.405,9	1.175,2	742,2	481,7	83,6	500,3	5.547,4	5.047,0
2018 4° trim.	2.922,9	2.805,9	1.567,4	597,7	619,4	302,7	189,0	126,1	21,3	117,0	1.410,9	1.293,9
2019 1° trim.	2.945,4	2.815,3	1.574,6	601,9	626,7	311,0	190,5	123,5	12,0	130,1	1.421,6	1.291,5
2° trim.	2.966,3	2.865,1	1.589,0	608,5	657,6	309,9	191,4	154,6	10,0	101,2	1.426,6	1.325,4
3° trim.	2.982,7	2.849,3	1.597,5	612,3	639,4	316,3	191,7	129,5	0,2	133,4	1.435,7	1.302,3
in percentuale del PIL												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2018 4° trim.	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,3	0,4	4,3	-	-	0,9	1,1
2019 1° trim.	0,4	0,1	0,4	0,4	0,3	1,5	0,4	-2,7	-	-	0,9	0,2
2° trim.	0,2	1,4	0,2	0,5	5,2	-0,3	1,0	25,2	-	-	0,1	2,7
3° trim.	0,3	-0,6	0,5	0,4	-3,8	0,9	-0,8	-16,8	-	-	0,7	-1,2
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 4° trim.	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,4	2,4	8,7	-	-	1,7	3,1
2019 1° trim.	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,8	3,2	3,5	-	-	3,1	3,6
2° trim.	1,2	2,5	1,2	1,5	8,3	3,1	3,1	29,4	-	-	2,2	5,3
3° trim.	1,2	1,3	1,5	1,8	3,2	3,5	1,0	5,8	-	-	2,7	2,9
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2018 4° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-	-
2019 1° trim.	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,2	1,3	0,1	0,1	1,1	0,0	0,1	1,1	0,0	-1,1	-	-
3° trim.	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	-0,1	-0,9	-0,1	0,9	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 4° trim.	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 1° trim.	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
2° trim.	1,2	2,4	0,6	0,3	1,7	0,3	0,2	1,2	-0,3	-1,2	-	-
3° trim.	1,2	1,2	0,8	0,4	0,7	0,4	0,1	0,2	-0,6	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) Inclusive le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	9.703,7	161,1	1.931,6	479,2	1.834,9	444,3	473,7	1.106,3	1.084,7	1.847,2	340,6	1.113,3
2017	10.040,0	176,2	1.991,7	502,2	1.909,8	468,8	465,8	1.133,7	1.143,7	1.897,4	350,6	1.160,9
2018	10.356,3	177,7	2.041,5	537,2	1.968,4	488,5	469,8	1.168,0	1.195,2	1.954,7	355,3	1.205,0
2018 4° trim.	2.619,0	44,6	512,5	138,7	497,3	124,6	118,6	295,0	304,0	494,3	89,4	303,9
2019 1° trim.	2.639,0	45,0	514,6	142,5	502,3	125,8	117,9	297,9	305,6	497,4	90,1	306,4
2° trim.	2.658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
3° trim.	2.669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
 Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,5	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,3
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	1,5	1,0	1,5	0,6	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
2° trim.	0,1	-1,0	-0,5	-0,1	0,1	1,2	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
3° trim.	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,2	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 4° trim.	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 1° trim.	1,4	-0,6	-0,4	4,8	2,0	4,9	1,2	1,4	1,7	1,0	0,9	1,1
2° trim.	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,5	1,1	1,4	1,3
3° trim.	1,1	-0,3	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 4° trim.	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
3° trim.	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti ²⁾
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,666	18,8	7,636	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,428	17,0	6,901	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 4° trim.	163,707	3,7	12,957	7,9	3,6	10,591	7,1	2,366	16,4	6,646	7,6	6,312	8,3	2,3
2019 1° trim.	163,284	3,6	12,677	7,7	3,5	10,364	6,9	2,313	16,1	6,470	7,4	6,207	8,2	2,3
2° trim.	163,765	3,6	12,422	7,6	3,3	10,164	6,8	2,258	15,7	6,381	7,3	6,041	7,9	2,3
3° trim.	164,182	3,3	12,380	7,6	3,2	10,124	6,8	2,256	15,7	6,342	7,2	6,038	7,9	2,2
2019 giu.	-	-	12,365	7,5	-	10,124	6,8	2,241	15,6	6,350	7,2	6,015	7,9	-
lug.	-	-	12,418	7,6	-	10,150	6,8	2,268	15,8	6,356	7,2	6,061	8,0	-
ago.	-	-	12,346	7,5	-	10,107	6,8	2,239	15,6	6,326	7,2	6,019	7,9	-
set.	-	-	12,376	7,6	-	10,115	6,8	2,261	15,7	6,343	7,2	6,033	7,9	-
ott.	-	-	12,325	7,5	-	10,074	6,7	2,250	15,6	6,283	7,2	6,042	7,9	-
nov.	-	-	12,315	7,5	-	10,057	6,7	2,258	15,6	6,291	7,2	6,024	7,9	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8
2019 1° trim.	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,7	-3,1
2° trim.	-1,4	-1,5	-2,5	-2,6	1,9	-0,1	2,4	-3,6	2,1	1,1	3,0	0,4	-0,7
3° trim.	-2,2	-2,2	-3,4	-2,4	0,3	-2,0	0,7	-4,8	2,7	0,9	4,2	1,1	0,6
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	12,5
2019 lug.	-2,2	-2,2	-2,9	-3,2	0,5	-1,3	1,6	-4,5	2,3	0,9	3,7	1,1	-3,8
ago.	-2,8	-2,8	-3,3	-3,1	-1,1	-2,9	0,9	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,8	-6,1
set.	-1,7	-1,7	-4,1	-1,3	1,4	-1,7	-0,3	-4,3	2,9	0,5	4,8	0,5	14,8
ott.	-2,6	-2,7	-3,4	-5,2	3,0	-2,6	0,9	-4,5	1,7	0,4	2,6	0,6	9,8
nov.	-1,5	-1,6	-2,8	-2,0	1,6	-1,9	1,4	.	2,2	1,7	3,1	-1,4	10,0
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,9
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 lug.	-0,4	-0,4	-0,3	2,2	-1,1	-0,2	-0,9	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-1,5
ago.	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	0,2	-0,7	0,7	0,7	0,6	0,8	0,2	11,5
set.	0,0	0,1	-0,9	0,5	0,8	-0,8	1,2	0,3	-0,3	-0,8	0,0	-0,4	-17,4
ott.	-0,9	-0,8	0,7	-2,5	0,8	-1,1	-0,5	0,0	-0,3	0,4	-0,7	0,4	4,6
nov.	0,2	0,2	-0,5	1,2	-0,5	0,8	0,7	.	1,0	0,7	1,4	-1,0	4,3
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,7

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,5	-5,4	.	-7,1	5,4	-0,4	10,7	.	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 1° trim.	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2° trim.	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
4° trim.	101,2	-9,3	.	-7,6	4,1	-0,1	9,9	.	46,4	46,7	52,3	50,7
2019 lug.	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
ago.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
set.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
ott.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
nov.	101,2	-9,1	-	-7,2	2,8	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
dic.	101,5	-9,3	-	-8,1	5,0	0,8	11,4	-	46,3	46,1	52,8	50,9

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,6	3,1	35,1	7,4	79,7	4,2	5,5	2,5
2017	12,0	93,9	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,8	2,9
2018	12,3	93,7	1,8	2,1	7,1	2,5	4,6	33,8	6,0	76,6	2,4	5,4	1,7
2018 4° trim.	12,3	93,7	1,6	2,1	8,8	2,5	4,6	33,8	6,0	76,6	2,4	20,7	1,7
2019 1° trim.	12,6	93,4	2,0	2,2	7,6	3,8	4,4	33,7	6,1	76,7	2,3	7,7	1,7
2° trim.	12,8	93,6	2,1	2,3	4,4	4,3	4,3	33,5	5,8	77,3	1,7	16,6	1,5
3° trim.	13,0	93,6	2,3	2,4	4,9	5,3	4,3	33,3	5,8	78,0	1,8	0,1	1,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

4) Definito come debito consolidato e passività costituite da titoli di debito.

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 4° trim.	1.058,3	977,2	81,1	599,0	526,7	234,6	210,4	195,2	166,6	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 1° trim.	1.066,8	974,6	92,2	603,8	520,0	235,9	210,4	198,2	175,6	28,9	68,5	10,7	14,9
2° trim.	1.060,5	990,1	70,4	597,7	520,0	242,0	233,6	194,1	173,6	26,7	62,8	8,9	24,0
3° trim.	1.085,1	984,4	100,7	607,1	518,4	249,9	218,1	200,8	178,2	27,3	69,7	9,2	7,3
2019 giu.	353,2	333,3	19,9	199,4	173,3	81,0	78,7	64,1	58,9	8,7	22,4	3,5	8,2
lug.	362,3	334,0	28,3	202,1	172,7	82,7	76,9	68,4	61,1	9,1	23,2	3,6	2,6
ago.	361,3	321,1	40,2	201,5	171,1	83,5	72,8	67,2	53,9	9,1	23,2	3,0	2,1
set.	361,5	329,4	32,2	203,5	174,5	83,6	68,4	65,2	63,2	9,2	23,3	2,6	2,6
ott.	360,0	324,2	35,8	205,0	173,2	81,9	71,2	63,7	57,4	9,4	22,4	3,2	2,3
nov.	353,1	319,1	33,9	200,2	173,9	81,1	70,6	63,5	56,2	8,4	18,3	2,9	2,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2019 nov.	4.273,3	3.915,9	357,4	2.413,0	2.079,3	968,7	874,8	781,5	694,8	110,1	267,0	49,5	74,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2019 nov.	36,2	33,1	3,0	20,4	17,6	8,2	7,4	6,6	5,9	0,9	2,3	0,4	0,6

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 4° trim.	4,0	8,3	579,5	278,4	123,0	168,3	484,9	538,6	310,6	89,4	130,9	382,2	66,2
2019 1° trim.	3,7	5,4	586,4	283,1	121,2	172,5	493,4	533,1	306,9	86,1	133,4	383,0	64,1
2° trim.	2,1	2,5	582,1	275,8	120,1	175,9	486,6	530,4	302,4	85,3	134,5	381,0	65,6
3° trim.	3,2	0,5	584,8	278,8	117,1	177,2	488,8	529,1	297,6	87,0	136,7	386,6	60,1
2019 giu.	-5,3	-4,2	193,8	91,9	39,8	58,7	163,2	176,1	99,1	28,2	45,2	128,3	21,3
lug.	6,0	2,7	193,6	92,8	39,0	58,4	161,9	176,7	100,9	29,0	44,7	128,7	20,3
ago.	-2,1	-3,6	195,3	93,3	39,2	59,1	163,6	175,3	98,4	28,8	45,0	128,3	20,1
set.	5,3	2,2	195,8	92,7	39,0	59,7	163,3	177,2	98,2	29,2	47,0	129,5	19,7
ott.	4,4	-2,7	200,2	92,8	43,5	60,7	168,0	176,2	97,4	29,9	46,4	129,2	19,2
nov.	-2,9	-4,6	194,6				162,6	175,4				126,9	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 4° trim.	0,2	2,2	107,6	110,2	109,8	103,7	107,6	110,0	109,1	112,7	110,9	111,8	98,2
2019 1° trim.	-0,3	1,7	108,0	111,6	107,5	105,0	108,1	110,1	110,3	108,7	112,3	111,6	105,2
2° trim.	-1,5	-0,2	106,4	108,3	105,9	105,5	106,2	109,0	107,6	108,7	113,2	111,3	97,3
3° trim.	1,0	1,4	106,8	109,6	102,8	105,9	106,2	109,4	108,2	110,2	112,7	111,6	96,6
2019 mag.	3,0	1,7	106,8	107,5	108,4	105,8	106,9	108,9	108,0	110,6	112,3	110,2	97,1
giu.	-7,9	-4,6	106,6	109,0	105,5	105,2	107,0	109,0	106,7	108,8	113,3	112,1	98,2
lug.	3,6	3,1	106,3	109,4	103,3	105,1	105,9	109,7	109,5	111,2	111,7	112,4	95,0
ago.	-4,2	-2,6	106,9	110,0	102,6	105,9	106,5	109,1	108,3	109,4	111,0	111,0	99,1
set.	3,4	3,7	107,1	109,2	102,5	106,7	106,2	109,4	107,0	110,0	115,5	111,3	95,6
ott.	2,3	-1,3	109,5	109,5	113,2	108,7	109,3	108,4	106,2	110,4	113,5	110,8	92,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comple- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,1
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	1,9
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6
2019 1° trim.	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,1	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,2
2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,3
4° trim.	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	1,0	0,7
2019 lug.	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,0	1,0	1,1
ago.	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,7	0,0	-0,6	0,2	1,0	1,4
set.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,8	1,3
ott.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,4	0,2	0,7	0,8
nov.	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,7
dic.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	1,4	0,8

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di 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
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2019 1° trim.	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
2° trim.	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
3° trim.	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
4° trim.	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2019 lug.	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
ago.	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
set.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6
ott.	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6
nov.	1,9	2,0	1,8	-0,6	0,4	-3,2	1,5	1,5	2,4	-0,1	2,4	1,5
dic.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 1° trim.	104,1	1,5	1,7	1,2	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
2° trim.	104,7	1,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
3° trim.	105,0	1,7	1,2	1,1	1,5	2,0	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,8	-3,6
2019 lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,6	4,1	6,9	1,7	3,5	9,0	-2,0
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,8	4,1	10,6	-1,6	6,7	17,5	-4,2
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	59,3	6,6	11,5	2,2	6,9	14,6	-1,1

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2017	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018	4,1	7,2	8,9	6,8	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 1° trim.	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
2° trim.	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
4° trim.	1,2	6,9	7,8	5,3	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2019 lug.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
ago.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
set.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
ott.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
nov.	0,7	6,4	7,2	5,4	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
dic.	1,9	7,7	8,4	5,6	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,6	2,5	2,1	2,0
2018 4° trim.	110,6	2,4	2,4	2,3	2,3	2,5	2,1
2019 1° trim.	99,9	2,7	2,9	2,2	2,6	3,0	2,3
2° trim.	110,9	2,8	2,8	2,8	2,7	3,2	2,0
3° trim.	103,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,1
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 4° trim.	109,1	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 1° trim.	109,4	2,3	2,6	3,7	0,9	2,1	1,1	-0,3	5,1	2,0	2,3	1,9
2° trim.	110,1	2,2	1,2	3,4	1,2	2,0	0,4	-0,6	3,2	2,1	2,5	2,5
3° trim.	110,7	2,0	0,2	4,3	0,5	1,6	0,4	-0,3	1,8	1,9	2,4	1,8
Redditi per occupato												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 4° trim.	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 1° trim.	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	1,9	1,0	4,4	1,9	2,1	2,3
2° trim.	116,0	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,7	2,4	2,3	3,0
3° trim.	116,8	2,2	1,1	2,1	2,7	2,6	1,4	1,3	3,2	2,0	2,1	1,8
Produttività del lavoro per occupato												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,8	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 4° trim.	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	1,0	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 1° trim.	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,2	0,7	0,8	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
2° trim.	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,2	-0,2	0,4
3° trim.	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	0,9	1,6	1,4	0,1	-0,2	0,0
Redditi per ora lavorata												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 4° trim.	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 1° trim.	116,8	1,9	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
2° trim.	117,6	2,3	2,9	1,6	3,2	2,3	1,8	1,6	3,5	2,3	2,5	3,9
3° trim.	118,4	2,3	1,8	2,4	2,9	2,6	1,4	1,5	1,7	2,0	2,3	2,6
Produttività per ora lavorata												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,4	3,1	-0,8	0,8	1,1	1,1
2018	107,7	0,4	0,8	0,5	0,6	1,0	1,1	2,1	-0,9	0,5	-0,4	-0,1
2018 4° trim.	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,2	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,3
2019 1° trim.	107,5	-0,2	-1,7	-1,8	1,6	0,6	0,8	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,4
2° trim.	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,1	0,4	0,2	0,1	1,2
3° trim.	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,0	1,7	-0,3	0,3	0,0	0,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Consistenze												
2016	1.076,0	6.082,7	7.158,7	1.329,1	2.221,6	3.550,7	10.709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11.389,4
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,7	2.261,8	3.458,4	11.208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11.866,9
2018	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2018 4° trim.	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2019 1° trim.	1.179,2	7.277,1	8.456,3	1.114,8	2.318,1	3.432,8	11.889,1	74,2	509,3	39,5	623,0	12.512,2
2° trim.	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
3° trim.	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
2019 giu.	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
lug.	1.193,7	7.486,4	8.680,1	1.104,5	2.344,3	3.448,9	12.129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12.765,8
ago.	1.198,7	7.572,2	8.770,9	1.114,0	2.347,1	3.461,1	12.232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12.864,8
set.	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
ott.	1.209,4	7.672,2	8.881,6	1.094,1	2.357,1	3.451,2	12.332,8	79,6	519,0	32,0	630,6	12.963,3
nov. ^(p)	1.216,8	7.715,1	8.931,9	1.083,2	2.359,2	3.442,4	12.374,3	73,4	532,7	27,2	633,2	13.007,6
Transazioni												
2016	38,5	539,5	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-2,9	7,8	494,3
2018 4° trim.	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	9,2	38,6	170,0
2019 1° trim.	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
2° trim.	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
3° trim.	15,1	180,8	195,8	-4,6	14,8	10,2	206,0	-0,6	20,0	-15,2	4,2	210,2
2019 giu.	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
lug.	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
ago.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
set.	5,3	29,7	35,1	-4,8	6,2	1,5	36,5	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	33,4
ott.	5,4	70,0	75,3	-14,2	1,8	-12,4	63,0	5,5	-15,9	13,5	3,1	66,0
nov. ^(p)	7,4	39,7	47,1	-12,2	0,8	-11,4	35,7	-6,5	13,8	-4,2	3,1	38,7
Variazioni percentuali												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-4,2	1,2	4,2
2018 4° trim.	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-4,2	1,2	4,2
2019 1° trim.	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-41,8	-5,6	4,6
2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-42,6	-4,8	4,5
3° trim.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	6,1	-64,5	-0,9	5,6
2019 giu.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-42,6	-4,8	4,5
lug.	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-36,7	-1,5	5,1
ago.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-58,8	-2,2	5,7
set.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	6,1	-64,5	-0,9	5,6
ott.	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	1,6	-39,2	-1,4	5,7
nov. ^(p)	5,0	8,8	8,3	-4,5	2,7	0,3	6,0	-1,2	4,6	-45,9	-0,7	5,6

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine				11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2016	2.093,8	1.632,5	293,3	159,9	8,0	6.057,4	3.403,3	645,6	2.006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,7	3.702,8	562,2	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,4	203,1	435,4
2018 4° trim.	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,4	203,1	435,4
2019 1° trim.	2.380,3	1.956,0	270,1	148,1	6,1	6.752,9	4.126,3	514,9	2.110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
2° trim.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
3° trim.	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
2019 giu.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
lug.	2.429,0	2.008,1	264,1	150,4	6,4	6.894,2	4.250,7	508,8	2.132,9	1,8	1.009,3	220,7	457,8
ago.	2.462,0	2.040,0	264,4	151,0	6,6	6.927,8	4.283,4	507,4	2.135,4	1,7	1.022,9	231,5	461,3
set.	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
ott.	2.471,9	2.052,8	260,1	151,0	7,9	6.994,7	4.349,2	500,5	2.143,3	1,7	1.047,7	222,8	465,9
nov. (p)	2.481,1	2.072,9	251,3	151,4	5,6	7.026,9	4.383,0	497,1	2.145,1	1,7	1.024,3	227,6	471,0
Transazioni													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,4	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,2	-28,6	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 4° trim.	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 1° trim.	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
2° trim.	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
3° trim.	40,1	43,3	-2,9	1,0	-1,3	117,1	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,0	3,9	4,3
2019 giu.	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
lug.	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
ago.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
set.	-13,2	-10,4	-2,3	0,1	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	16,8	-10,7	3,4
ott.	24,3	24,4	-1,6	-0,6	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,5	1,3	0,3
nov. (p)	7,0	19,0	-9,1	-0,5	-2,4	31,5	33,6	-3,7	1,6	0,0	-25,9	4,2	5,0
Variazioni percentuali													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,3	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,5	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 4° trim.	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 1° trim.	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
2° trim.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
3° trim.	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,6	4,1	6,7
2019 giu.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
lug.	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
ago.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,1	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
set.	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,6	4,1	6,7
ott.	7,2	9,1	-3,8	2,1	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,2	5,9
nov. (p)	7,0	9,8	-8,4	1,8	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,5	8,7	5,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2016	4.382,4	1.083,1	3.286,0	12.879,6	10.708,6	10.980,9	4.310,3	5.449,8	835,8	112,8	1.385,8	785,2
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,1	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,5	11.122,5	11.478,1	4.405,7	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	775,6
2018 4° trim.	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,5	11.122,5	11.478,1	4.405,7	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	775,6
2019 1° trim.	4.662,3	1.001,5	3.649,4	13.526,8	11.201,0	11.553,0	4.426,2	5.787,7	856,3	130,7	1.527,1	798,8
2° trim.	4.640,1	1.000,7	3.627,8	13.640,3	11.290,6	11.665,3	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,5	803,1
3° trim.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,7	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,8	811,5
2019 giu.	4.640,1	1.000,7	3.627,8	13.640,3	11.290,6	11.665,3	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,5	803,1
lug.	4.672,9	1.000,5	3.660,7	13.683,0	11.334,9	11.705,9	4.483,5	5.843,4	873,6	134,4	1.541,3	806,8
ago.	4.707,5	1.003,8	3.692,0	13.736,7	11.388,3	11.748,2	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.544,8	803,5
set.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,7	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,8	811,5
ott.	4.665,1	1.001,8	3.651,6	13.820,4	11.423,2	11.786,4	4.502,5	5.894,9	887,0	138,9	1.563,5	833,7
nov. ^(p)	4.639,6	1.000,8	3.627,0	13.855,0	11.438,7	11.806,8	4.491,8	5.913,3	887,9	145,8	1.572,0	844,3
Transazioni												
2016	484,0	-34,6	518,5	319,0	234,8	259,5	81,6	121,1	43,2	-11,1	79,9	4,4
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4
2018	89,4	-28,4	117,9	375,5	307,5	379,6	123,8	166,3	-0,4	17,8	88,6	-20,6
2018 4° trim.	29,6	2,4	27,3	65,0	57,7	88,1	16,0	42,4	-4,2	3,5	11,2	-4,0
2019 1° trim.	-29,8	-5,5	-24,4	110,0	92,4	90,7	32,4	49,1	8,5	2,3	0,7	16,9
2° trim.	-49,5	-1,5	-48,2	124,0	105,6	126,5	50,8	38,8	17,5	-1,5	17,6	0,8
3° trim.	-2,0	-0,9	-1,1	129,1	102,3	105,2	27,2	52,0	9,2	13,9	20,2	6,6
2019 giu.	-22,5	-3,9	-18,5	46,2	39,0	49,2	8,4	18,7	7,6	4,4	9,8	-2,7
lug.	6,4	-0,3	6,7	39,7	44,3	42,0	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5
ago.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,6	44,1	20,9	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3
set.	-13,9	-3,8	-10,0	38,6	6,3	19,2	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,4
ott.	-17,5	2,3	-19,8	36,5	36,7	35,8	18,1	20,4	5,5	-7,2	-5,6	5,3
nov. ^(p)	-9,1	-0,9	-8,4	32,4	15,1	21,6	-4,6	19,0	-6,2	6,9	8,1	9,2
Variazioni percentuali												
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,2	-2,6
2018 4° trim.	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,2	-2,6
2019 1° trim.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8
2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,2	1,3
3° trim.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,6
2019 giu.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,2	1,3
lug.	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,2	1,5	1,8
ago.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1
set.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,6
ott.	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,3	3,4
nov. ^(p)	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,7	16,2	3,0	4,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2016	4.310,3	4.308,4	1.012,2	796,5	2.501,6	5.449,8	5.729,0	616,5	4.083,7	749,6
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,9	4.216,3	729,0
2018	4.405,7	4.488,8	993,0	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.352,7	704,7
2018 4° trim.	4.405,7	4.488,8	993,0	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.352,7	704,7
2019 1° trim.	4.426,2	4.511,3	980,6	853,0	2.592,6	5.787,7	6.065,6	694,4	4.391,0	702,3
2° trim.	4.462,4	4.554,1	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
3° trim.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
2019 giu.	4.462,4	4.554,1	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
lug.	4.483,5	4.569,6	983,2	872,9	2.627,4	5.843,4	6.133,3	708,6	4.437,6	697,2
ago.	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,5	696,5
set.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
ott.	4.502,5	4.592,6	983,6	877,8	2.641,1	5.894,9	6.181,4	715,2	4.488,2	691,6
nov. ^(p)	4.491,8	4.588,4	972,2	883,2	2.636,4	5.913,3	6.200,8	718,5	4.502,2	692,6
Transazioni										
2016	81,6	100,6	-14,3	43,2	52,7	121,1	113,9	24,2	105,2	-8,4
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	123,8	174,1	18,5	33,8	71,4	166,3	187,8	40,3	135,8	-9,7
2018 4° trim.	16,0	37,5	-1,6	8,2	9,4	42,4	49,9	8,9	37,7	-4,3
2019 1° trim.	32,4	32,1	-10,9	10,4	33,0	49,1	49,2	10,6	39,4	-0,9
2° trim.	50,8	54,9	0,9	17,1	32,8	38,8	49,9	12,2	28,8	-2,3
3° trim.	27,2	34,0	3,7	6,2	17,3	52,0	55,6	8,5	46,2	-2,7
2019 giu.	8,4	16,9	-1,0	4,2	5,2	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
lug.	22,3	17,6	5,1	5,9	11,3	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
ago.	20,9	24,7	12,1	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
set.	-16,0	-8,2	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
ott.	18,1	16,9	3,1	5,0	9,9	20,4	20,6	2,3	20,3	-2,2
nov. ^(p)	-4,6	2,4	-8,1	5,5	-2,0	19,0	20,9	4,0	14,1	1,0
Variazioni percentuali										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 4° trim.	2,9	4,0	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 1° trim.	2,5	3,7	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
2° trim.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
3° trim.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 giu.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
lug.	3,3	4,0	-0,4	5,7	4,0	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
ago.	3,5	4,2	0,6	5,9	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
set.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
ott.	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,7	3,7	-1,7
nov. ^(p)	2,6	3,4	-0,7	4,4	3,2	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2016	306,5	6.957,3	2.088,6	71,0	2.148,4	2.649,3	1.127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6.771,0	1.967,4	59,8	2.017,5	2.726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,2	1.029,8	453,0	187,0	194,9
2018 4° trim.	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,2	1.029,8	453,0	187,0	194,9
2019 1° trim.	370,0	6.906,4	1.937,1	55,9	2.145,7	2.767,6	1.180,7	418,8	199,0	212,3
2° trim.	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	432,8	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,6	440,5	184,2	198,1
2019 giu.	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	432,8	191,5	207,8
lug.	374,5	7.018,2	1.931,1	57,7	2.150,5	2.878,9	1.404,1	398,5	206,5	224,1
ago.	403,5	7.060,0	1.916,5	57,3	2.148,4	2.937,7	1.461,2	422,9	212,6	231,5
set.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,6	440,5	184,2	198,1
ott.	380,5	7.074,6	1.948,5	55,0	2.148,1	2.923,0	1.480,2	452,8	221,4	236,2
nov. ^(p)	369,1	7.080,2	1.952,2	52,6	2.164,1	2.911,3	1.515,9	446,4	211,8	224,8
Transazioni										
2016	21,7	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-89,9	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	47,2	-37,9	-4,9	17,4	72,7	79,9	37,1	16,2	23,6
2018 4° trim.	-22,2	20,3	-1,7	-0,8	5,9	17,0	36,6	36,9	9,7	11,9
2019 1° trim.	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	36,9	17,5	116,7	-32,5	2,7	5,5
2° trim.	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,5	109,5	35,4	-7,1	-4,5
3° trim.	14,6	12,8	-15,2	-1,0	5,1	24,0	84,0	26,6	6,9	7,4
2019 giu.	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,1	-20,8	-21,4
lug.	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,3	14,9	16,3
ago.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,2	6,1	7,4
set.	-15,2	38,5	28,7	-0,9	3,6	7,0	19,3	12,7	-14,1	-16,3
ott.	-7,3	-12,4	2,9	-2,0	-22,2	8,8	24,1	3,3	37,3	38,1
nov. ^(p)	-11,3	22,1	2,4	-1,3	6,4	14,5	36,9	-10,8	-9,7	-11,4
Variazioni percentuali										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 4° trim.	11,8	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 1° trim.	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	17,8	21,2
2° trim.	12,6	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
3° trim.	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,3	3,0	-	-	6,9	11,0
2019 giu.	12,6	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
lug.	5,8	1,9	-1,8	0,4	3,9	3,3	-	-	7,1	9,9
ago.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,5	3,1	-	-	11,9	15,6
set.	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,3	3,0	-	-	6,9	11,0
ott.	-2,9	1,4	0,0	-3,6	1,0	2,9	-	-	36,4	38,9
nov. ^(p)	-4,4	1,8	0,3	-4,7	1,3	3,2	-	-	11,1	12,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 4° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 1° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,1
3° trim.	-0,8	.	.	.	.	1,0

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 4° trim.	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 1° trim.	46,4	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
2° trim.	46,4	46,0	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7
3° trim.	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 4° trim.	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 1° trim.	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,1	3,2	13,3	69,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 3° trim.	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
4° trim.	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 1° trim.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2° trim.	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
2019 lug.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0
ago.	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1
set.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
ott.	12,8	11,3	3,5	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2
nov.	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
dic.	12,5	11,1	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 4° trim.	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 1° trim.	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-2,9	-2,2	-3,8	
2° trim.	-1,5	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,9	-3,2	-2,1	-3,6	
3° trim.	-1,7	1,6	-0,4	1,0	0,8	-2,8	-3,3	-2,1	3,7	
Debito pubblico										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 4° trim.	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 1° trim.	103,1	61,7	8,0	65,4	182,0	98,9	99,7	136,5	103,1	
2° trim.	102,5	61,1	9,3	63,9	179,6	98,9	99,6	138,0	107,0	
3° trim.	102,3	61,2	9,2	62,6	178,2	97,9	100,5	137,3	97,8	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 4° trim.	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 1° trim.	-0,7	0,2	3,1	1,7	1,7	-0,1	-0,1	0,6	-1,1	-1,1
2° trim.	-1,0	0,0	3,3	1,2	1,8	0,1	0,2	0,6	-1,0	-1,4
3° trim.	-0,7	-0,3	2,4	0,8	1,7	0,1	0,0	0,9	-1,2	-2,2
Debito pubblico										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 4° trim.	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 1° trim.	37,7	34,0	20,8	46,2	50,9	72,7	123,7	68,1	49,3	58,9
2° trim.	36,7	36,1	20,4	45,4	50,9	71,8	121,1	67,7	48,6	60,9
3° trim.	36,4	35,9	20,2	43,1	49,3	71,1	120,5	68,1	48,4	59,4

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2019**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 22 gennaio 2020.

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-20-001-IT-N (online)