



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 2 / 2020



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
Addendum alle decisioni assunte dal Consiglio direttivo il 18 marzo	8
1    Contesto esterno	10
2    Andamenti finanziari	19
3    Attività economica	26
4    Prezzi e costi	32
5    Moneta e credito	37
6    Andamenti della finanza pubblica	46
<b>Riquadri</b>	<b>49</b>
1    Le informazioni negli articoli di stampa come indicatore dell'attività economica reale	49
2    Il ruolo della tassazione delle imprese multinazionali nella prima inversione di tendenza dei flussi di investimenti diretti esteri nell'area dell'euro	52
3    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020	56
4    Le implicazioni delle misure di bilancio volte a far fronte ai cambiamenti climatici	62
<b>Articoli</b>	<b>66</b>
1    Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro	66
2    Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro elaborate dalla BCE	91
3    Il programma di approfondimento dell'Unione economica e monetaria: la situazione ad oggi	105
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 12 marzo il Consiglio direttivo ha deciso di adottare un insieme articolato di misure di politica monetaria.**

Insieme al considerevole stimolo di politica monetaria già in atto, queste misure sosterranno le condizioni di liquidità e finanziamento per le famiglie, le imprese e le banche e contribuiranno a preservare la fluida erogazione di credito all'economia reale. Dalla scorsa riunione del Consiglio direttivo, a fine gennaio, la diffusione del coronavirus (COVID-19) ha rappresentato uno shock rilevante per le prospettive di crescita delle economie a livello mondiale e dell'area dell'euro e ha accresciuto la volatilità dei mercati. Anche se fondamentalmente di natura temporanea, esso eserciterà un impatto significativo sull'attività economica. In particolare, rallenterà la produzione a causa dell'interruzione delle catene di approvvigionamento e ridurrà la domanda interna ed estera, soprattutto a seguito dell'impatto avverso delle necessarie misure di contenimento. Inoltre, la maggiore incertezza si ripercuoterà sui piani di spesa e sul loro finanziamento. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro sono chiaramente orientati al ribasso. Oltre ai rischi precedentemente individuati connessi a fattori geopolitici, come il crescente protezionismo e le vulnerabilità nei mercati emergenti, la diffusione del coronavirus rappresenta una nuova e considerevole fonte aggiuntiva di rischi al ribasso per le prospettive di crescita. In tale contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un insieme di decisioni volte a preservare l'orientamento della politica monetaria e sostenerne la trasmissione all'economia reale.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo 2020

**L'evolvere dell'epidemia di COVID-19 sta peggiorando le prospettive per l'economia mondiale contenute nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE.** Gli andamenti osservati dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati utilizzati per le proiezioni suggeriscono che i rischi al ribasso per l'attività economica mondiale connessi con l'insorgere del COVID-19 si sono in parte concretizzati; ciò implica che quest'anno l'attività mondiale si rivelerà più debole di quanto anticipato dalle proiezioni. L'epidemia ha colpito l'economia mondiale proprio mentre si iniziavano a cogliere i primi segni di una stabilizzazione dell'attività e degli scambi e quando la sottoscrizione della cosiddetta Fase 1 dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, accompagnata da tagli ai dazi, riduceva l'incertezza. In un orizzonte di più lungo periodo la prevista ripresa dell'economia mondiale dovrebbe acquisire una trazione non più che modesta. Essa dipenderà dalla ripresa in alcune economie emergenti ancora vulnerabili, mentre il rallentamento ciclico atteso nelle economie avanzate e la transizione strutturale della Cina verso una traiettoria di crescita più lenta graveranno sulle

prospettive di medio periodo. I rischi per l'attività mondiale sono cambiati, sebbene, nel complesso, restino orientati verso il basso. Il più grave rischio al ribasso, al momento, è legato all'impatto potenzialmente più ampio e protratto dell'epidemia di COVID-19, dato il proseguire della sua diffusione. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono contenute.

**La propensione al rischio a livello mondiale ha subito un brusco peggioramento e la volatilità dei mercati è spiccatamente aumentata con il diffondersi del coronavirus in tutto il mondo verso la fine del periodo in esame (compreso tra il 12 dicembre 2019 e l'11 marzo 2020).** I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno segnato una marcata riduzione, raggiungendo livelli significativamente inferiori rispetto a quelli di inizio periodo. La curva a termine dell'Eonia (Euro overnight index average) ha evidenziato un drastico spostamento verso il basso; la sua inversione per le scadenze a più breve e medio termine ha fornito indicazioni sulle quotazioni di mercato di un ulteriore accomodamento monetario. In linea con il forte incremento dell'avversione al rischio a livello mondiale, nell'area dell'euro le quotazioni azionarie hanno subito una notevole riduzione, mentre i differenziali delle obbligazioni sovrane e societarie si sono ampliati. Sui mercati valutari, caratterizzati da condizioni di volatilità, l'euro si è sensibilmente apprezzato nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area.

**Nel quarto trimestre del 2019 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro sul periodo precedente è rimasta contenuta, allo 0,1 per cento, dopo una crescita dello 0,3 per cento nel terzo trimestre, per effetto della perdurante debolezza nel settore manifatturiero e del rallentamento della dinamica degli investimenti.** I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali indicano che le dinamiche di crescita dell'area si collocano su livelli bassi che non riflettono ancora appieno gli andamenti legati al coronavirus, che ha iniziato a diffondersi nell'Europa continentale alla fine di febbraio, influenzando negativamente sull'attività economica. Al di là delle turbative derivanti dalla diffusione del coronavirus, ci si attende che la crescita dell'area dell'euro torni a rafforzarsi nel medio termine, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento delle politiche di bilancio nell'area e dalle aspettative di una ripresa dell'attività mondiale.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari allo 0,8 per cento nel 2020, all'1,3 per cento nel 2021 e all'1,4 per cento nel 2022.** Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2019 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state corrette al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2020 e di 0,1 punti percentuali per il 2021, principalmente a causa dell'epidemia di coronavirus, sebbene la sua recente rapida diffusione nell'area dell'euro trovi riscontro solo in parte in tali revisioni. I rischi per le prospettive di crescita dell'area, pertanto, sono chiaramente orientati verso il basso. La diffusione del coronavirus rappresenta una nuova e considerevole fonte aggiuntiva di rischi al ribasso per le prospettive di crescita, oltre ai rischi connessi a

fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa all'1,2 per cento lo scorso febbraio, dall'1,4 per cento di gennaio.** Tenuto conto del brusco calo dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, è probabile che l'inflazione complessiva si riduca considerevolmente nei prossimi mesi. Tale valutazione si riflette solo in parte nelle proiezioni macroeconomiche di marzo predisposte dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che anticipano un tasso annuo di inflazione misurata sullo IAPC dell'1,1 per cento nel 2020, dell'1,4 per cento nel 2021 e dell'1,6 per cento nel 2022 e che risultano sostanzialmente invariate rispetto a quelle dell'esercizio condotto a dicembre 2019 dagli esperti dell'Eurosistema. Nel medio termine l'inflazione sarà sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE. Le implicazioni della diffusione del coronavirus per l'inflazione sono caratterizzate da elevata incertezza, poiché le pressioni al ribasso connesse alla maggiore debolezza della domanda potrebbero essere compensate da spinte al rialzo legate a turbative dal lato dell'offerta. Il recente brusco calo dei prezzi del petrolio pone significativi rischi al ribasso per le prospettive di inflazione nel breve periodo.

**La dinamica della moneta ha segnato una moderazione rispetto ai sostenuti livelli osservati dalla fine dell'estate 2019. Il credito al settore privato ha continuato a evidenziare andamenti divergenti tra le diverse categorie di prestito.** Se da un lato i prestiti alle famiglie hanno continuato a mostrare una buona capacità di tenuta, dall'altro il credito alle imprese ha registrato un rallentamento. Condizioni favorevoli per la raccolta bancaria e la concessione di prestiti hanno seguito a sostenere il credito e, di conseguenza, la crescita economica. La quota complessiva di finanziamento esterno netto delle imprese nell'area dell'euro si è stabilizzata, sostenuta dai favorevoli costi di finanziamento mediante ricorso al debito. È tuttavia probabile che la recente maggiore avversione al rischio induca un deterioramento delle condizioni di finanziamento non bancario per le società non finanziarie.

**Secondo le proiezioni, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare una flessione nel 2020 e nel 2021, per poi stabilizzarsi nel 2022. La contrazione può essere in gran parte attribuita a un calo dell'avanzo primario.** Nelle proiezioni tali andamenti si riflettono inoltre in un orientamento espansivo delle politiche di bilancio nel 2020 e nel 2021, seguito da un orientamento sostanzialmente neutro nel 2022. Nonostante l'orientamento relativamente espansivo delle politiche di bilancio, secondo le proiezioni il rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro dovrebbe mantenersi su un graduale percorso discendente, a causa di un differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse e di un saldo primario lievemente positivo per l'intero periodo. Gli sviluppi legati alla diffusione del coronavirus (COVID-19) dopo la finalizzazione delle proiezioni segnalano un chiaro peggioramento delle prospettive circa l'orientamento delle politiche di bilancio. Alla luce della diffusione del virus, oltre alle politiche di bilancio annunciate, dovrebbe essere sostenuto con forza l'impegno dell'Eurogruppo a favore di un'azione politica congiunta e coordinata.

## Il pacchetto di misure di politica monetaria

Il 12 marzo 2020 il Consiglio direttivo ha deciso di adottare un insieme articolato di misure di politica monetaria. La risposta di politica monetaria ha incluso tre elementi chiave: in primo luogo, salvaguardare le condizioni di liquidità nel sistema bancario mediante una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tassi favorevoli; in secondo luogo, tutelare il costante flusso di credito all'economia reale attraverso una fondamentale ricalibrazione delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT); in terzo luogo, evitare l'inasprimento prociclico delle condizioni di finanziamento dell'economia tramite l'espansione del programma di acquisto di attività (PAA)<sup>1</sup>.

1. In fasi di accresciuta incertezza è essenziale fornire liquidità al sistema finanziario a condizioni favorevoli, al fine di evitare strette di liquidità e pressioni sul suo prezzo, anche in fasi in cui il coronavirus potrebbe porre rischi operativi agli attori del sistema finanziario. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di condurre temporaneamente ORLT aggiuntive per fornire un'immediata iniezione di liquidità a supporto del sistema finanziario dell'area dell'euro. Sebbene il Consiglio direttivo non ravvisi segnali concreti di tensione sui mercati monetari né carenze di liquidità nel sistema bancario, tali operazioni garantiranno un supporto efficace in caso di necessità. Le operazioni saranno condotte mediante una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Il prezzo applicato sarà vantaggioso, con un tasso di interesse pari a quello medio sui depositi presso la banca centrale. Tali nuove ORLT forniranno liquidità a condizioni favorevoli per coprire l'intervallo fino all'operazione OMRLT-III di giugno 2020.
2. In un contesto in cui la diffusione del coronavirus grava su entrate e programmi di spesa di famiglie e imprese, è fondamentale sostenere il credito bancario a favore dei soggetti più colpiti dalle conseguenze economiche, in particolare le piccole e medie imprese. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di applicare condizioni considerevolmente più favorevoli nel periodo compreso fra giugno 2020 e giugno 2021 a tutte le operazioni OMRLT-III allora in essere. Per tutta la durata di tale periodo, alle operazioni OMRLT-III si applicherà un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Le controparti che manterranno i propri livelli di erogazione di credito beneficeranno di un tasso di interesse più basso in queste operazioni, il quale, nel periodo che terminerà a giugno 2021, potrà essere ridotto fino a raggiungere un livello inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale. Inoltre, l'ammontare totale massimo che d'ora innanzi le controparti potranno ottenere in prestito nelle operazioni OMRLT-III è stato innalzato al 50 per cento del rispettivo stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019. Il volume complessivo dei prestiti possibili nell'ambito di tale programma aumenta pertanto di oltre 1.000 miliardi di euro, fino a raggiungere un totale di circa 3.000 miliardi. Nell'insieme, i nuovi criteri previsti per le OMRLT contribuiranno ad allentare in misura

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. Lane, P.R., "The Monetary Policy Package: An Analytical Framework", *Il blog della BCE*, BCE, 13 marzo 2020.

significativa le condizioni di finanziamento che determinano l'offerta di credito a imprese e famiglie da parte delle banche. In questo contesto, il Consiglio direttivo ha incaricato i comitati dell'Eurosistema di studiare misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie, per assicurare che le controparti continuino a poter beneficiare appieno del supporto della BCE al finanziamento.

3. Garantire un orientamento sufficientemente accomodante della politica monetaria risulta essenziale, soprattutto in condizioni di elevata incertezza e forte volatilità finanziaria. È in tale scenario che il Consiglio direttivo ha altresì deciso di prevedere una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro per ulteriori acquisti netti di attività sino alla fine dell'anno, assicurando un contributo notevole dei programmi di acquisto per il settore privato. Si continua a prevedere che gli acquisti netti di attività proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e termineranno poco prima che il Consiglio direttivo inizierà a innalzare detti tassi. Unitamente al programma di acquisto di attività (PAA) in corso, tale dotazione temporanea sosterrà le condizioni finanziarie in modo più ampio, riducendo altresì i tassi di interesse che incidono sull'economia reale. Il ritmo degli acquisti più sostenuto, inoltre, consentirà all'Eurosistema di segnalare una presenza più robusta sul mercato in tempi di accentuata volatilità, anche mediante il pieno ricorso alla flessibilità concessa dal PAA per rispondere alle condizioni del mercato. Ciò potrebbe comportare fluttuazioni temporanee nella distribuzione dei flussi degli acquisti tra classi di attività e paesi, in risposta a shock indotti da riallocazioni di portafoglio verso attività ritenute più sicure ("flight to safety") e a shock di liquidità. Tali scostamenti dalla ripartizione degli acquisti tra paesi in condizioni di equilibrio rientrano tra le prerogative del programma, a condizione che nel lungo periodo le consistenze complessivamente detenute dall'Eurosistema continuino a essere ancorate allo schema di partecipazione al capitale della BCE.
4. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento della BCE. Si prevede 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 e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.
5. Il Consiglio direttivo, infine, intende altresì 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 a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Alla luce degli attuali sviluppi il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione le implicazioni della diffusione del coronavirus per l'economia, per l'inflazione di medio periodo e per la trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno,

per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito, in linea con l'approccio simmetrico adottato.

Al contempo risulta ora necessario un orientamento ambizioso e coordinato delle politiche di bilancio, in considerazione delle più deboli prospettive economiche e quale salvaguardia dall'ulteriore concretizzarsi di rischi al ribasso. Il Consiglio direttivo accoglie con favore le misure già assunte da diversi governi per assicurare sufficienti risorse al settore della sanità e offrire sostegno alle imprese e ai dipendenti colpiti. In particolare, sono necessari provvedimenti quali garanzie del credito per integrare e rafforzare le misure di politica monetaria da esso adottate.

## Addendum alle decisioni assunte dal Consiglio direttivo il 18 marzo

La pandemia del coronavirus costituisce un'emergenza collettiva di sanità pubblica pressoché senza precedenti nella storia recente. È anche uno shock economico estremo, che richiede una reazione ambiziosa, coordinata e urgente delle politiche su tutti i fronti. Il 18 marzo il Consiglio direttivo ha annunciato l'avvio di un nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) per rispondere alla situazione senza precedenti che l'area dell'euro sta affrontando. Il programma è temporaneo e consentirà alla BCE di preservare la trasmissione della politica monetaria e, in ultima istanza, la sua capacità di assicurare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nello specifico, gli andamenti dei mercati finanziari avevano determinato un inasprimento delle condizioni di finanziamento, in particolare nel segmento delle scadenze a più lungo termine. La curva dei tassi privi di rischio si era spostata verso l'alto e le curve dei rendimenti dei titoli sovrani, fondamentali per la determinazione del prezzo di tutte le attività, erano salite ovunque e avevano fatto osservare una maggiore dispersione. Nell'adempimento del proprio mandato, il Consiglio direttivo ha adottato le decisioni riportate di seguito.

1. Avviare un nuovo programma temporaneo di acquisto di titoli del settore privato e pubblico per contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro sono esposti a causa dell'insorgere e della rapida propagazione del COVID-19.

Il nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) avrà una dotazione finanziaria complessiva di 750 miliardi di euro. Gli acquisti saranno condotti sino alla fine del 2020 e includeranno tutte le categorie di attività ammissibili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) in corso.

Per quanto riguarda gli acquisti di titoli del settore pubblico, il benchmark per la ripartizione fra i vari paesi continuerà a essere lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE. Al tempo stesso, gli acquisti nell'ambito del nuovo PEPP saranno condotti in maniera flessibile, in modo da consentire fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisti nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi.

Ai fini degli acquisti nell'ambito del PEPP, si applicherà una deroga ai requisiti di ammissibilità per i titoli pubblici greci.

Il Consiglio direttivo porrà termine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP quando riterrà conclusa la fase critica del coronavirus, ma in ogni caso non prima della fine dell'anno.

2. Estendere la gamma delle attività ammissibili nell'ambito del programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP)

alla carta commerciale emessa da società non finanziarie, considerando idonee all'acquisto nell'ambito del CSPP tutte le tipologie di carta commerciale di adeguata qualità creditizia.

3. Allentare i requisiti in materia di garanzie, apportando correzioni ai principali parametri di rischio nell'ambito del sistema delle garanzie. In particolare amplieremo la portata degli schemi di crediti aggiuntivi (Additional Credit Claims, ACC) includendo i crediti relativi al finanziamento del settore societario. Ciò assicurerà che le controparti possano continuare ad avvalersi appieno delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo della BCE è determinato a fare la sua parte per sostenere tutti i cittadini dell'area dell'euro in questo momento di estrema difficoltà. Al tal fine, la BCE assicurerà che tutti i settori dell'economia possano beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli, che consentano loro di assorbire questo shock. Ciò si applica senza distinzioni a famiglie, imprese, banche e amministrazioni pubbliche.

Il Consiglio direttivo farà tutto ciò che sarà necessario nell'ambito del proprio mandato. Il Consiglio direttivo è assolutamente pronto a incrementare l'entità dei programmi di acquisto di attività e ad adeguarne la composizione, nella misura necessaria e finché le circostanze lo richiederanno. Esplorerà tutte le opzioni e tutti gli scenari per sostenere l'economia per l'intera durata di questo shock.

Ove alcuni dei limiti autoimposti possano ostacolare l'azione che la BCE dovrà intraprendere per assolvere il suo mandato, il Consiglio direttivo valuterà un loro riesame nella misura necessaria a rendere il proprio intervento proporzionato ai rischi da affrontare. La BCE non consentirà che alcun rischio comprometta la regolare trasmissione della politica monetaria in alcun paese dell'area dell'euro.

## Contesto esterno

*L'evolvere dell'epidemia di coronavirus (COVID-19) ha peggiorato le prospettive per l'economia mondiale contenute nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE. Gli andamenti osservati dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati utilizzati per le proiezioni suggeriscono che i rischi al ribasso per l'attività mondiale connessi con l'insorgere del COVID-19 si sono in parte concretizzati; ciò implica che quest'anno l'attività mondiale si rivelerà più debole di quanto anticipato dalle proiezioni in questione. L'epidemia ha colpito l'economia mondiale allorché iniziavano a manifestarsi segnali di stabilizzazione dell'attività e degli scambi e la sottoscrizione della cosiddetta Fase 1 dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, accompagnata da tagli ai dazi, aveva ridotto l'incertezza. Se si guarda oltre quest'anno, l'attività economica mondiale dovrebbe riprendersi, acquisendo però una trazione non più che modesta: quest'ultima dipenderà dalla ripresa in alcune economie emergenti ancora vulnerabili, mentre il rallentamento ciclico atteso nelle economie avanzate e la transizione strutturale della Cina verso una traiettoria di crescita più lenta graveranno sulle prospettive di medio periodo. I rischi per l'attività mondiale sono cambiati, sebbene, nel complesso, restino orientati verso il basso. Il più grave rischio al ribasso, al momento, è legato all'impatto potenzialmente più ampio e protratto dell'epidemia di COVID-19, la cui diffusione è in via di evoluzione. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono contenute.*

### Attività economica e commercio a livello mondiale

#### **La diffusione del COVID-19 ha offuscato le prospettive a livello mondiale.**

La situazione è in evoluzione giorno dopo giorno ed è pertanto molto difficile stimare quanto dureranno le perturbazioni alla produzione e al commercio, e quale sarà la risposta dei consumatori di tutto il mondo all'incertezza che da ciò deriva. Inoltre, l'epidemia arriva dopo un periodo di attività modesta a livello mondiale. Lo scorso anno la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è scesa al 2,9 per cento, segnando il ritmo più basso dalla Grande recessione. Il rallentamento è stato più ampio e pronunciato rispetto agli episodi più recenti risalenti al 2012-2013 e al 2015-2016. Il fattore determinante è stato il ricorrente inasprirsi delle tensioni commerciali che, comportando maggiore incertezza, ha spinto le imprese a rinviare gli investimenti e i consumatori a ritardare gli acquisti di beni durevoli. Questo ha a sua volta determinato un deciso calo dell'attività manifatturiera e degli scambi commerciali a livello mondiale. Inoltre, varie economie emergenti hanno subito shock idiosincratici, che l'anno passato hanno accentuato ulteriormente il rallentamento dell'attività mondiale. Al tempo stesso, alcune delle più importanti economie avanzate ed emergenti hanno messo in campo politiche finalizzate a stimolare la domanda, limitando così sia il ritmo che la portata del rallentamento della crescita nel 2019.

**L'insorgere dell'epidemia ha colpito l'economia mondiale nel momento in cui avevano iniziato a evidenziarsi segnali di una stabilizzazione dell'attività e del commercio.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing

Managers' Index, PMI) esclusa l'area dell'euro è aumentato a gennaio, sostenuto da dati più positivi sia per il settore manifatturiero sia per quello dei servizi. Il prodotto più robusto nel settore manifatturiero ha dato segnali di un possibile avvio di ripresa in atto, dopo un lungo periodo di debolezza. Questi segnali sono stati particolarmente evidenti per le economie emergenti, mentre nelle economie avanzate gli andamenti si sono dimostrati più eterogenei. Tale tendenza è stata recentemente interrotta dall'insorgere dell'epidemia di COVID-19, che le autorità cinesi hanno cercato di contenere prolungando le vacanze del Capodanno lunare e imponendo severe misure di quarantena nella provincia dell'Hubei, epicentro del contagio. Per effetto di tali misure l'attività manifatturiera in Cina è crollata nel mese di febbraio e alcune ripercussioni negative si sono registrate in tutta la regione Asia/Pacifico, che è strettamente legata alla Cina per via delle catene di approvvigionamento e rappresenta anche una delle destinazioni predilette dai turisti cinesi. Nel mese di febbraio, tuttavia, le ricadute su una scala più ampia a livello internazionale sono state probabilmente limitate, come suggerito dalla relativa stabilità del PMI mondiale per il settore manifatturiero, esclusa la Cina (cfr. il grafico 1). Nondimeno, poiché la produzione in Cina sta tornando su livelli normali solo gradualmente e molti paesi hanno adottato misure per il contenimento della diffusione del virus, ci si può attendere un impatto più persistente e ampio sull'attività manifatturiera a livello mondiale nel breve termine.

### Grafico 1

#### PMI mondiale per il settore manifatturiero

(indici di diffusione)



Fonti: Markit e Haver Analytics.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2020.

#### **Dopo un periodo di distensione, più di recente le condizioni finanziarie a livello internazionale si sono inasprite.**

Il precedente periodo di distensione aveva fatto seguito all'annuncio della Fase 1 dell'accordo commerciale già menzionato, che a sua volta aveva stimolato una ripresa delle attività rischiose. Tale ripresa ha subito una brusca interruzione intorno alla metà di febbraio, quando, con l'epidemia che continuava a gravare sulla Cina e a diffondersi in altri paesi, i mercati azionari mondiali hanno registrato un crollo. Dopo la data limite per le proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 degli esperti della BCE, le condizioni finanziarie si sono notevolmente inasprite a livello mondiale sia nelle economie avanzate sia nelle

economie emergenti, in virtù del fatto che l'impatto della brusca correzione sui mercati azionari e l'aumento dei differenziali delle obbligazioni societarie sono stati solo parzialmente compensati dal calo dei tassi privi di rischio. Nelle economie emergenti l'inasprimento è stato meno pronunciato rispetto ai recenti episodi di stress finanziario, come ad esempio quello dell'estate del 2018, con i tassi di cambio delle economie emergenti che sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto al dollaro statunitense. Ciò è avvenuto principalmente per effetto delle misure di allentamento monetario, effettive e previste, della Federal Reserve, che hanno gravato sul dollaro controbilanciando la pressione al rialzo generata dagli afflussi verso i titoli del Tesoro statunitense, considerati investimenti "rifugio".

**Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE prevedono che nell'orizzonte di proiezione il vigore della ripresa a livello mondiale sia appena modesto.** Secondo le proiezioni, quest'anno l'attività a livello mondiale esclusa l'area dell'euro dovrebbe raggiungere il 3,1 per cento, valore leggermente superiore al 2,9 per cento stimato per il 2019. Nel medio periodo la crescita mondiale dovrebbe aumentare lievemente, attestandosi nel 2021 e nel 2022 rispettivamente al 3,5 per cento e al 3,4 per cento, al di sotto della media di lungo periodo del 3,8 per cento. Rispetto all'esercizio di dicembre 2019 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le proiezioni di crescita a livello mondiale per il 2020 rimangono sostanzialmente invariate, con revisioni al rialzo conseguenti ai dati commerciali più contenuti che sono compensate da revisioni al ribasso nel primo trimestre del 2020 dovute all'epidemia virale in Cina. Nelle proiezioni di marzo, le prospettive a medio termine per l'economia mondiale dipendevano dalla ripresa in alcune economie emergenti. Tuttavia, il cammino verso la ripresa in questi paesi è giudicato insicuro in presenza di fattori esterni avversi che, insieme all'instabilità politica interna, potrebbero compromettere le prospettive di miglioramento. Gli andamenti osservati dopo la data limite per le proiezioni indicano in effetti che l'imminente rischio al ribasso relativo all'impatto del COVID-19 sull'economia mondiale si è in parte concretizzato. Questo a sua volta implica che l'attività mondiale di quest'anno probabilmente sarà più debole di quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE.

**Negli Stati Uniti ci si attendeva che l'attività economica rimanesse stabile nel breve periodo.** Il PIL in termini reali è cresciuto del 2,1 per cento in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2019, confermando il ritmo del trimestre precedente. La crescita dei consumi ha subito un rallentamento più marcato del previsto e gli investimenti fissi delle imprese sono diminuiti per il terzo trimestre consecutivo. Si prevede che l'interruzione della produzione del Boeing 737 Max gravi sull'attività manifatturiera nel primo trimestre del 2020. Su un orizzonte più lungo ci si attendeva che la crescita diminuisse, in un quadro caratterizzato da un ciclo economico in fase matura e dall'esaurimento dell'impatto della riforma fiscale del 2018. L'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è scesa leggermente, al 2,3 per cento nel mese di febbraio rispetto al 2,5 per cento del mese precedente. L'inflazione sui dodici mesi esclusi i beni alimentari ed energetici è salita al 2,4 per cento dal 2,3 per cento registrato nel corso dei quattro mesi precedenti. L'inflazione dovrebbe aumentare gradualmente, collocandosi al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento stabilito dalla Federal Reserve entro la fine del periodo di previsione. In seguito a una riunione

d'emergenza, il 3 marzo la Fed ha ridotto il tasso d'interesse di riferimento di 50 punti base, portandolo all'1-1,25 per cento, facendo riferimento al rischio per l'attività economica rappresentato dall'epidemia. Ulteriori misure, fra cui iniezioni di liquidità e spesa pubblica aggiuntiva, sono state adottate per far fronte all'impatto dell'epidemia sull'economia.

**In Cina l'attività dovrebbe indebolirsi considerevolmente nel primo trimestre per poi segnare una ripresa.** Nel medio termine si prevede che il PIL in termini reali rimanga su una traiettoria di graduale decelerazione. La crescita annua del PIL per il 2019 ha subito un rallentamento, passando dal 6,6 per cento del 2018 al 6,1 per cento, a causa di investimenti e scambi netti meno favorevoli. L'impatto dell'epidemia di COVID-19 risulterà dominante nel breve termine, mentre i dazi più contenuti scaturiti dall'accordo commerciale con gli Stati Uniti dovrebbero sostenere l'interscambio. Nel medio termine i progressi registrati nell'attuazione delle riforme strutturali dovrebbero agevolare un rallentamento controllato nonché, in qualche misura, un riequilibrio dell'economia cinese. Gli ultimi dati sulla Cina, resisi disponibili dopo la data limite per le proiezioni, indicano che il rallentamento nel primo trimestre potrebbe essere più marcato del previsto. Inoltre, un ritorno più graduale alla normalità della produzione indica che la ripresa dell'attività potrebbe richiedere un tempo lievemente più lungo rispetto a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche di marzo degli esperti della BCE. Una serie di misure di politica economica sono state messe in atto in Cina dall'inizio dell'epidemia, fra cui, tra l'altro, una politica monetaria più accomodante e ulteriore spesa pubblica.

**In Giappone l'attività economica ha subito una significativa contrazione nel quarto trimestre** per effetto della concomitanza di alcuni shock negativi, tra cui un calo della domanda interna dovuto all'aumento della tassa sui consumi, interruzioni della produzione causate da potenti tifoni nel mese di ottobre e debolezza della domanda estera. Nel primo trimestre l'attività dovrebbe essere gravata dalle ricadute negative dell'epidemia di coronavirus in Cina, che ha colpito l'economia giapponese per via di un significativo calo della spesa per turismo in entrata durante le vacanze del Capodanno lunare, unite ai primi segnali di possibili interruzioni nelle catene di approvvigionamento. Inoltre, le autorità giapponesi hanno adottato una serie di misure per contenere l'epidemia di COVID-19 nel paese, misure che, insieme al comportamento più cauto da parte dei consumatori, ci si attende gravino sull'attività economica. Quale reazione, il governo giapponese ha adottato due pacchetti fiscali di emergenza, tra cui misure a sostegno delle PMI. La Banca del Giappone ha dichiarato che sta monitorando attentamente gli sviluppi ed è pronta a fornire liquidità e a garantire la stabilità dei mercati finanziari. Le misure di stimolo fiscale annunciate dalle autorità giapponesi alla fine del 2019 dovrebbero sostenere la crescita nel periodo 2020-2021.

**Nel Regno Unito ci si attendeva che l'attività segnasse una ripresa nel primo trimestre.** L'impatto economico del COVID-19, tuttavia, comporterà probabilmente un nuovo rallentamento nel secondo trimestre. La crescita del PIL in termini reali è rimasta invariata nel quarto trimestre del 2019, di riflesso al protrarsi del rallentamento della dinamica di fondo registrato all'inizio dell'anno e alla più generalizzata decelerazione osservata sin dal referendum del 2016. Nella seconda

metà del 2019 la domanda interna ha subito un forte rallentamento, in un contesto dominato da forte incertezza legata alla Brexit e dalla campagna per le elezioni politiche nell'ultimo trimestre dell'anno. Sebbene il clima di fiducia sia notevolmente migliorato in seguito ai netti risultati delle elezioni politiche e alla successiva determinazione di un'uscita ordinata dall'Unione europea alla fine di gennaio, anche prima dell'epidemia non era stata presagita nessuna marcata inversione di tendenza dell'attività per il 2020, date le incertezze ancora esistenti sul futuro dei negoziati commerciali tra Regno Unito e UE. In risposta all'epidemia di COVID-19, la Bank of England ha ridotto il tasso di riferimento di 50 punti base, portandolo allo 0,25 per cento, e ha introdotto un programma mirato di prestiti rivolto alle piccole e medie imprese, mentre nella bozza di bilancio proposta dal governo sono state incluse una serie di misure di carattere fiscale per far fronte all'impatto economico dell'epidemia.

**Nei paesi dell'Europa centrale e orientale ci si attendeva che l'attività economica subisse una moderazione rispetto ai tassi di crescita superiori al potenziale.** Tale moderazione rifletteva principalmente la più lenta crescita degli investimenti, nel contesto di una fase più avanzata del ciclo dei finanziamenti dell'UE, mentre si prevedeva che la spesa per consumi fosse sostenuta da un solido mercato del lavoro.

**Ci si attendeva che l'attività economica nei grandi paesi esportatori di materie prime si rafforzasse lievemente quest'anno.** In Russia l'attività economica ha evidenziato una ripresa nel corso del 2019 e si prevedeva un'ulteriore accelerazione sulla scorta della maggiore spesa sociale decisa dal nuovo governo. Tuttavia, i rischi al ribasso incombono per effetto delle prospettive rese insolitamente incerte dalla diffusione su scala mondiale del virus COVID-19, della recente rottura dell'accordo OPEC+ e di un brusco calo dei prezzi del petrolio. Le prospettive a medio termine sono influenzate principalmente dall'incertezza in merito a ulteriori sanzioni internazionali e alle priorità politiche del governo insediatosi di recente. Il PIL era stato rivisto al rialzo nel breve termine, in gran parte in virtù dell'incremento della spesa pubblica. In Brasile il clima di fiducia ha iniziato a migliorare nel quarto trimestre. Tuttavia, la crescita rimane modesta a causa dei rigidi vincoli di bilancio (compresi i congelamenti di bilancio) e di un contesto esterno incerto, situazione che di recente è peggiorata con la crescente diffusione del virus COVID-19. Il grado di realizzazione delle ulteriori necessarie riforme di natura fiscale inciderà in modo significativo sulle prospettive di crescita nel medio termine. Al tempo stesso gli squilibri di bilancio, se non fronteggiati, rimangono una fonte di rischio fondamentale. Pertanto, l'adesione a regole di bilancio, come il tetto massimo di spesa, rende meno probabili stimoli fiscali significativi.

**In Turchia i livelli di attività continuano a evidenziare una vigorosa ripresa dopo la recente recessione legata alla crisi.** Nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali su base annua è passata in territorio positivo, rafforzandosi ulteriormente nel quarto trimestre del 2019. Una politica di bilancio espansiva e una rapida dinamica del credito hanno trainato la solida crescita dei consumi delle famiglie e il superamento del punto di minimo degli investimenti del settore privato. Entrambi i fattori dovrebbero continuare a favorire la crescita quest'anno.

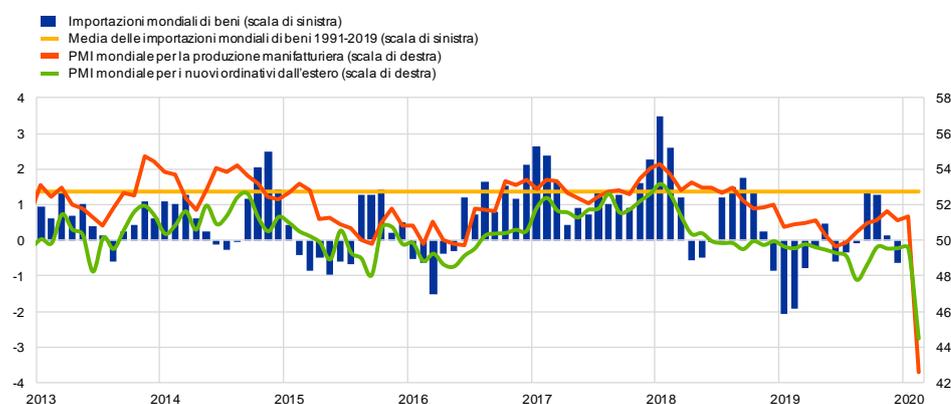
Ciononostante, in prospettiva storica i tassi di crescita rimangono relativamente bassi, considerato l'indebolimento del potenziale dell'economia.

**Nel commercio mondiale alla fine del 2019 si sono registrati segnali di stabilizzazione.** Le importazioni mondiali si sono rivelate più vigorose, grazie in buona parte alla crescita delle importazioni in Turchia, in Cina e in altre economie emergenti. Per contro, dati sulle importazioni più deboli del previsto per le economie avanzate nel quarto trimestre del 2019 hanno rispecchiato un certo numero di shock idiosincratici, che si prevede svaniranno nel breve periodo. In Giappone questi fattori si riferiscono a una contrazione della domanda interna che ha fatto seguito all'aumento della tassa sui consumi e all'impatto di un potente tifone. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti essi riflettono il riassorbimento delle scorte accumulate in precedenza. L'evoluzione divergente degli scambi tra le economie avanzate e le economie emergenti è risultata evidente anche dalle statistiche sul commercio dei beni. Complessivamente, le importazioni mondiali di beni sono diminuite dello 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 2). Tuttavia, si prevede che l'epidemia di COVID-19 ritardi la stabilizzazione del commercio mondiale, gravando in particolare sul settore manifatturiero internazionale, come si evince dai risultati delle ultime rilevazioni. Mentre il virus continua a diffondersi su scala mondiale, il suo impatto sul commercio sarà più rilevante rispetto a quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE.

## 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 febbraio 2020 per i PMI e a dicembre 2019 per le importazioni mondiali di beni. Gli indici e i dati si riferiscono all'aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

**La recente firma della cosiddetta Fase 1 dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina segna una tregua nelle tensioni commerciali.** In linea con i termini dell'accordo, entrambi i paesi hanno ridotto i propri dazi commerciali bilaterali e la Cina si è impegnata ad acquistare nei prossimi due anni beni e servizi provenienti dagli Stati Uniti per ulteriori 200 miliardi di dollari statunitensi. Sebbene questo parziale allentamento del conflitto commerciale fra i due paesi fornisca sostegno alla ripresa dell'attività manifatturiera e del commercio a livello mondiale, l'incertezza sull'evoluzione futura delle politiche commerciali a livello internazionale rimane elevata.

**Le prospettive per gli scambi internazionali rimangono deboli in termini storici, in quanto l'elasticità del commercio rispetto al reddito dovrebbe rimanere al di sotto dell'unità, che costituisce la sua "nuova norma"<sup>2</sup>.** Ciò riflette una

combinazione di fattori tra cui, ad esempio, l'aumento delle aliquote tariffarie applicate finora e l'elevato grado di incertezza delle politiche. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE la crescita delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe consolidarsi gradualmente, passando dallo 0,3 per cento dell'anno scorso all'1,4 per cento nel 2020, prima di salire al 2,6 nel 2021 e al 2,7 nel 2022. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare dell'1,6 per cento quest'anno, prima di incrementare il proprio ritmo e portarsi al 2,5 per cento nel 2021 e al 2,6 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio di dicembre 2019 condotto dagli esperti dell'Eurosistema la domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo per il 2020. Tale revisione è riconducibile principalmente a inattesi andamenti positivi nella seconda metà del 2019 e alle maggiori importazioni bilaterali tra Stati Uniti e Cina per effetto dei dazi più contenuti derivanti dalla Fase 1. L'accordo, tuttavia, fornisce sostegno perlopiù agli scambi bilaterali tra questi due paesi e non può essere interpretato come segnale di una maggiore domanda estera di beni e servizi prodotti nell'area dell'euro. Tenendo conto di questi fattori, secondo le proiezioni di marzo la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente in linea con le proiezioni di dicembre per quest'anno e per il prossimo. Gli andamenti osservati dopo la data limite per le proiezioni indicano che la diffusione su scala mondiale dell'epidemia di COVID-19 sta gravando sul commercio internazionale e, parallelamente, sulla domanda estera dell'area dell'euro. Alla luce di tali fattori le importazioni mondiali e la domanda estera dell'area dell'euro saranno più deboli di quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 formulate dagli esperti della BCE.

**I rischi per le prospettive per l'attività mondiale sono cambiati, ma nel complesso rimangono orientati verso il basso.** Il nuovo rischio al ribasso, che al momento è anche quello più preoccupante, riguarda un eventuale impatto più ampio e prolungato dell'epidemia di COVID-19, la cui evoluzione è attualmente in corso. Gli andamenti riguardanti l'economia mondiale successivi alla data limite per le proiezioni indicano che questo rischio al ribasso si è in parte già materializzato<sup>3</sup>. I rischi al ribasso derivanti dalle tensioni commerciali si sono in qualche misura attenuati per effetto della Fase 1 dell'accordo commerciale, ma l'incertezza sull'andamento futuro delle politiche commerciali a livello mondiale rimane elevata. Il rischio di una Brexit senza accordo è stato rinviato alla fine dell'anno e dipenderà dall'esito dei negoziati tra l'UE e il Regno Unito sulle loro future relazioni. Inoltre, un rallentamento più marcato in Cina potrebbe essere sempre più difficile da contrastare con misure di stimolo e potrebbe rappresentare una sfida per il processo in atto di correzione degli squilibri. La rivalutazione del premio per il rischio da parte dei mercati finanziari potrebbe gravare negativamente sull'attività mondiale, in particolare per quanto riguarda le economie emergenti.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli sugli scenari di rischio cfr. il riquadro 3 delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2020.

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

**I prezzi del petrolio sono notevolmente diminuiti a fronte dell'intensificarsi dei timori riguardanti la domanda a livello mondiale, alla luce dell'epidemia in corso.** Il disaccordo fra membri dell'alleanza OPEC+ sui tagli alla produzione ha ulteriormente accentuato questa contrazione. In un primo momento i prezzi del petrolio sono stati i più duramente colpiti dalle notizie sull'insorgere dell'epidemia in Cina a fine gennaio. Hanno poi registrato una lieve ripresa, per un breve periodo di tempo, ma hanno ricominciato a scendere man mano che il virus ha iniziato a diffondersi in tutto il mondo. All'inizio di marzo, l'alleanza OPEC+ tra l'OPEC e alcuni importanti paesi non-OPEC è venuta meno nel momento in cui la Russia si è rifiutata di dare corso ai tagli alla produzione di petrolio. L'Arabia Saudita ha reagito annunciando un aumento della produzione e offrendo petrolio a un prezzo ridotto, nell'ottica di conquistare quote di mercato. Ciò ha dato luogo a uno dei più forti ribassi giornalieri mai registrati.

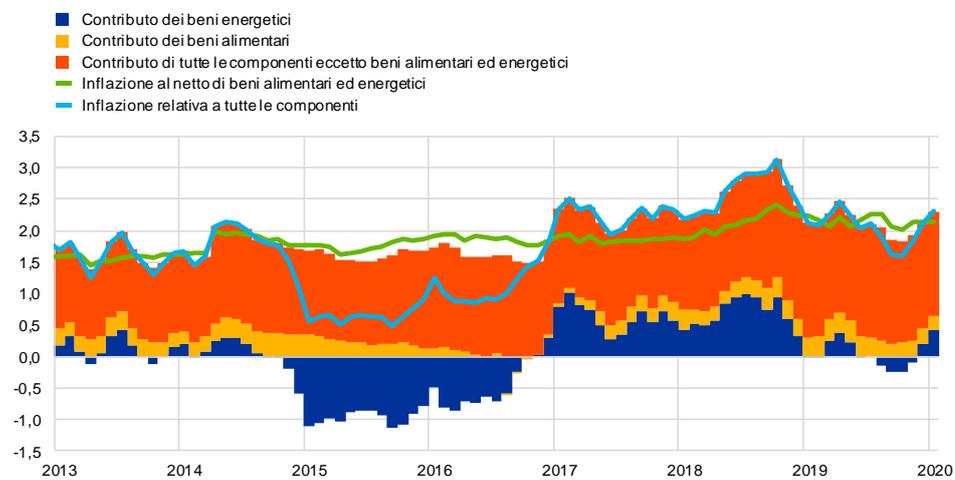
**Le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE indicavano prezzi del petrolio relativamente stabili nell'orizzonte di proiezione.** I prezzi a pronti, in diminuzione, hanno spostato il segmento a breve della curva dei contratti future sul petrolio ulteriormente verso il basso rispetto al segmento a più lungo termine, determinando un appiattimento della curva nell'orizzonte di proiezione. Rispetto all'esercizio di dicembre 2019 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le ipotesi sui prezzi del petrolio sono state più basse del 5,5 per cento per il 2020, del 3,2 per cento per il 2021 e del 2,5 per cento per il 2022. Dopo la data limite per le proiezioni di marzo i corsi petroliferi sono diminuiti notevolmente, con le quotazioni del greggio di qualità Brent che l'11 marzo si attestavano a 34,5 dollari al barile.

**L'inflazione mondiale rimane contenuta e rispecchia le dinamiche di crescita.** Nei paesi appartenenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha registrato un rialzo, collocandosi al 2,1 per cento a dicembre 2019, rispetto all'1,8 per cento del mese precedente (cfr. il grafico 3). L'inflazione sui dodici mesi relativa alla componente energetica ha evidenziato un recupero a dicembre dopo essere rimasta in territorio negativo per quattro mesi consecutivi, mentre i prezzi dei prodotti alimentari si sono confermati relativamente stabili. Nel frattempo, l'inflazione CPI di fondo sui dodici mesi (esclusi i beni alimentari ed energetici) è rimasta invariata, al 2,1 per cento rispetto al mese precedente.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2020.

## 2 Andamenti finanziari

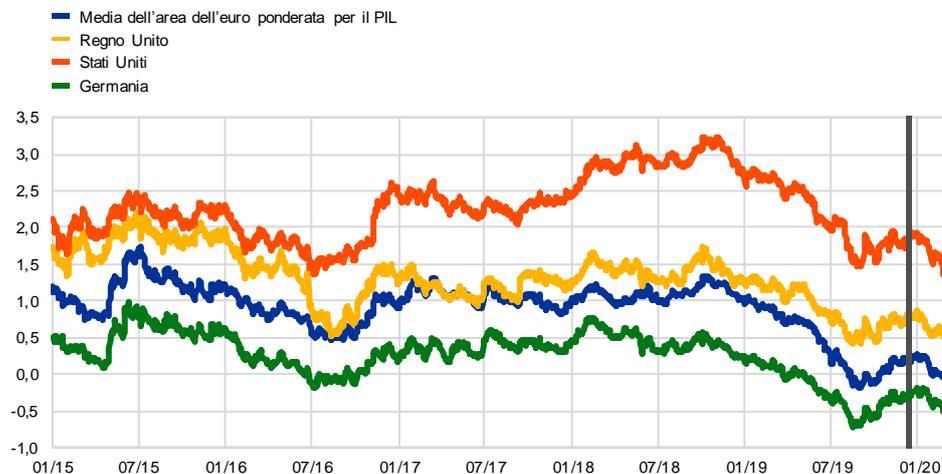
*La propensione al rischio ha subito un brusco calo a livello mondiale, accompagnato da un forte incremento della volatilità sui mercati man mano che il coronavirus (COVID-19) si è diffuso in tutto il mondo verso la fine del periodo in esame (compreso tra il 12 dicembre 2019 e l'11 marzo 2020). I tassi privi di rischio a lungo termine nell'area dell'euro hanno registrato una marcata riduzione, toccando livelli notevolmente inferiori rispetto all'inizio del periodo, mentre i differenziali tra le obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono cresciuti significativamente verso la fine del periodo in esame. La curva a termine dell'Eonia (Euro overnight index average) si è spostata bruscamente verso il basso; la sua inversione alle scadenze di breve e medio termine indica che i prezzi di mercato incorporano aspettative di un ulteriore accomodamento della politica monetaria. In linea con il brusco aumento dell'avversione al rischio a livello mondiale, i corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti fortemente, mentre i differenziali sui titoli di Stato e sulle obbligazioni societarie si sono ampliati. Nei mercati dei cambi, caratterizzati da andamenti volatili, l'euro si è sostanzialmente apprezzato rispetto alle valute di 38 dei più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.*

**In un contesto contraddistinto da elevata volatilità, i rendimenti sovrani a lungo termine sono diminuiti in modo significativo sia nell'intera area dell'euro che a livello mondiale (cfr. il grafico 4).** L'andamento dei rendimenti sovrani medi nell'area dell'euro può essere suddiviso in tre fasi distinte. Tra il 12 dicembre 2019 e la metà di gennaio 2020 tali rendimenti hanno registrato un lieve aumento per via di un miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale e della percezione di una possibile inversione di tendenza degli indicatori macroeconomici. Durante la seconda fase, protrattasi fino al 21 febbraio 2020, le notizie circa la diffusione del coronavirus e i deludenti dati macroeconomici hanno portato a una riduzione della propensione al rischio, con i rendimenti sovrani che, in media, hanno iniziato a diminuire. Nella fase più recente, questi ultimi hanno subito un ulteriore e significativo calo, man mano che il coronavirus ha cominciato a diffondersi nel mondo e che i timori legati alle relative ripercussioni socio-economiche hanno iniziato a generare nervosismo sui mercati finanziari mondiali. Complessivamente, nel periodo in esame, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso di 33 punti base, per tornare in territorio negativo al -0,12 per cento. Anche i rendimenti delle obbligazioni sovrane a dieci anni degli Stati Uniti e del Regno Unito sono scesi rispettivamente allo 0,88 e allo 0,27 per cento (in ribasso di 102 e 54 punti base), principalmente per effetto dei timori manifestatisi a livello mondiale riguardo al coronavirus e alle attese di reazione della politica monetaria, cui si sono associati flussi di riallocazione dei capitali verso attività prive di rischio.

## Grafico 4

### 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 all'11 marzo 2020.

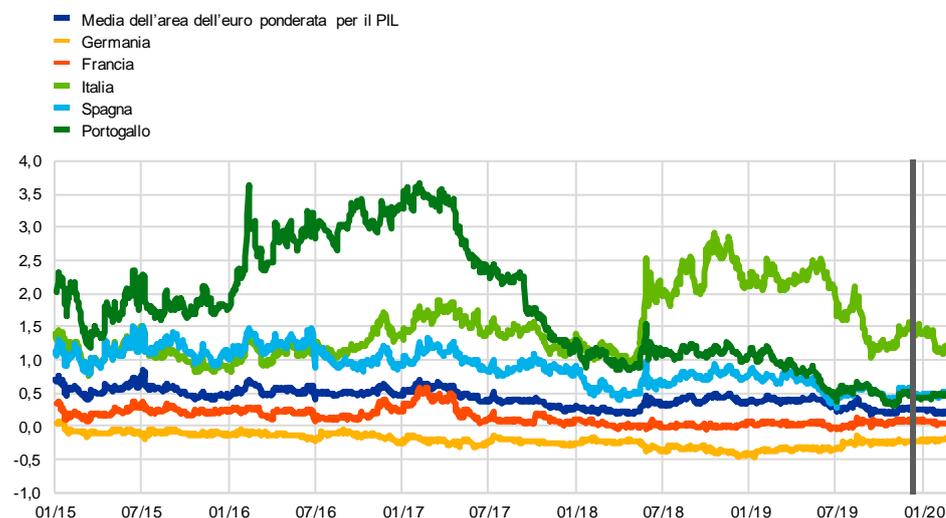
**In linea con la variazione della propensione al rischio, i differenziali fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi overnight index swap (OIS) sono aumentati in diversi paesi, con l'eccezione, degna di nota, della Germania**

(cfr. il grafico 5). Segnatamente, i differenziali sui titoli di Stato decennali greci, italiani, portoghesi e spagnoli sono aumentati di 45, 25, 15 e 32 punti base toccando rispettivamente 1,87, 1,64, 0,77 e 0,67 punti percentuali. Per contro, il differenziale a dieci anni sui titoli di Stato tedeschi è diminuito di 10 punti base, attestandosi a -0,32 punti percentuali, mentre quello francese è rimasto sostanzialmente invariato a 0,08 punti percentuali. Infine il differenziale ponderato per il PIL dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro è cresciuto di 5 punti base, collocandosi a 0,31 punti percentuali.

## Grafico 5

### Differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS

(punti percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2019). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 marzo 2020.

**Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (Euro short-term rate) si sono attestati in media rispettivamente a -45 e -54 punti base<sup>4</sup>.** Nel periodo in esame la liquidità in eccesso ha registrato una lieve riduzione, pari a 22 miliardi di euro, fino a raggiungere circa 1.770 miliardi di euro.

Tale variazione riflette principalmente i rimborsi volontari effettuati nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-II) e, in misura minore, un incremento dei fattori autonomi di assorbimento di liquidità, che hanno compensato l'aumento della liquidità derivante dalla ripresa degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema a partire dal 1° novembre 2019.

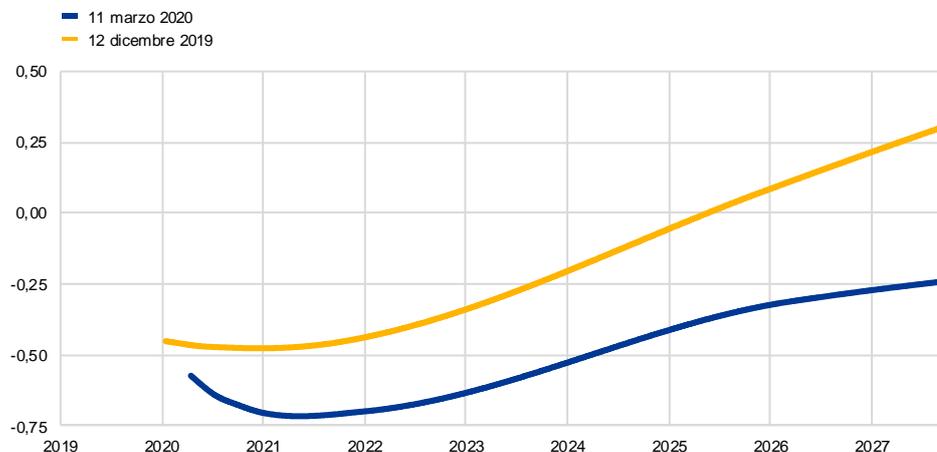
**La curva a termine dell'Eonia si è dapprima spostata verso il basso per poi invertirsi in corrispondenza delle scadenze a più breve e medio termine, subito prima della fine del periodo in esame, (cfr. il grafico 6).** Mentre all'inizio del periodo in esame la curva a termine dell'Eonia era praticamente piatta per le scadenze a più breve e medio termine, alla fine del periodo ha raggiunto il -0,60 per cento in corrispondenza della scadenza di metà maggio 2020 e un minimo del -0,72 per cento in riferimento alla scadenza di aprile 2021. Malgrado tali flessioni, la curva a termine dell'Eonia resta al di sopra dei livelli osservati nell'estate del 2019. Nel complesso, gli operatori di mercato continuano a prevedere un lungo periodo di tassi di interesse bassi e negativi.

<sup>4</sup> 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 6

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**I corsi azionari nell'area dell'euro hanno iniziato a registrare una significativa diminuzione dalla fine di febbraio, in un contesto contraddistinto da un incremento dei premi per il rischio (cfr. il grafico 7).** Nella prima parte del periodo in esame, sia nell'area dell'euro che a livello mondiale, i corsi azionari erano aumentati, raggiungendo nuovi massimi storici in alcuni segmenti del mercato. Alla fine di gennaio i mercati azionari hanno registrato un iniziale, ma temporaneo, calo, quando i timori legati al coronavirus, seppure principalmente limitati alla Cina, hanno cominciato a intensificarsi. Da ultimo, alla fine del mese di febbraio, con la progressiva diffusione del virus al di fuori della Cina e il contemporaneo incremento dell'avversione al rischio e dell'incertezza, si è verificata una brusca e generalizzata diminuzione dei corsi azionari. In particolare, tra il 21 febbraio e l'11 marzo 2020, i prezzi delle azioni delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono diminuiti del 19 per cento e quelli delle azioni bancarie del 30 per cento, mentre negli Stati Uniti le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche sono diminuite rispettivamente del 12 e del 36 per cento. La volatilità implicita del mercato azionario è cresciuta bruscamente sia nell'area dell'euro, sia a livello mondiale.

## Grafico 7

### Indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2019). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 marzo 2020.

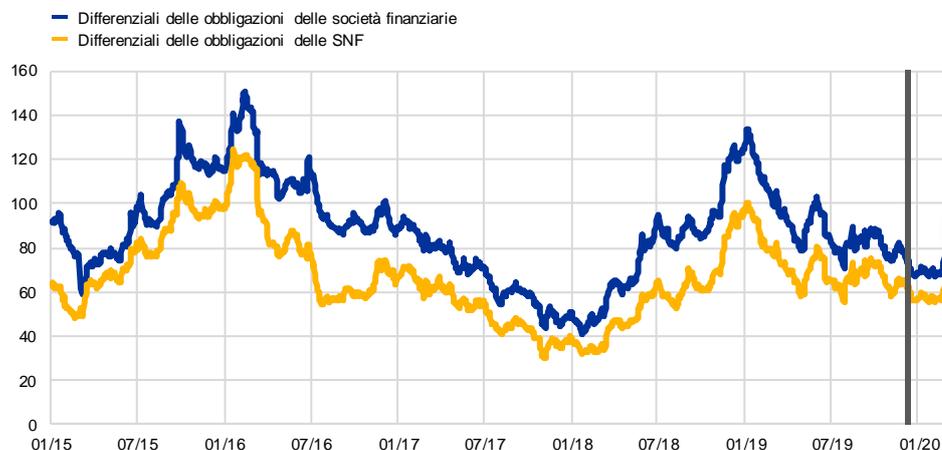
**Dopo essere rimasti relativamente stabili per qualche tempo, alla fine di febbraio i differenziali delle obbligazioni delle società finanziarie e non finanziarie hanno registrato un brusco incremento nell'area dell'euro, in concomitanza con la diffusione del coronavirus al di fuori della Cina (cfr. il grafico 8).** A partire dal 21 febbraio 2020, i differenziali tra le obbligazioni di

qualità più elevata (investment-grade) del settore finanziario e non finanziario e il tasso privo di rischio sono aumentati rispettivamente di 42 e 53 punti base, per attestarsi a 104 e 127 punti base. Tale ampliamento ha riflettuto il calo della propensione al rischio osservato anche nel mercato azionario, mentre i rating e le misure delle probabilità attese di insolvenza sono rimasti sostanzialmente invariati.

## Grafico 8

### Differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

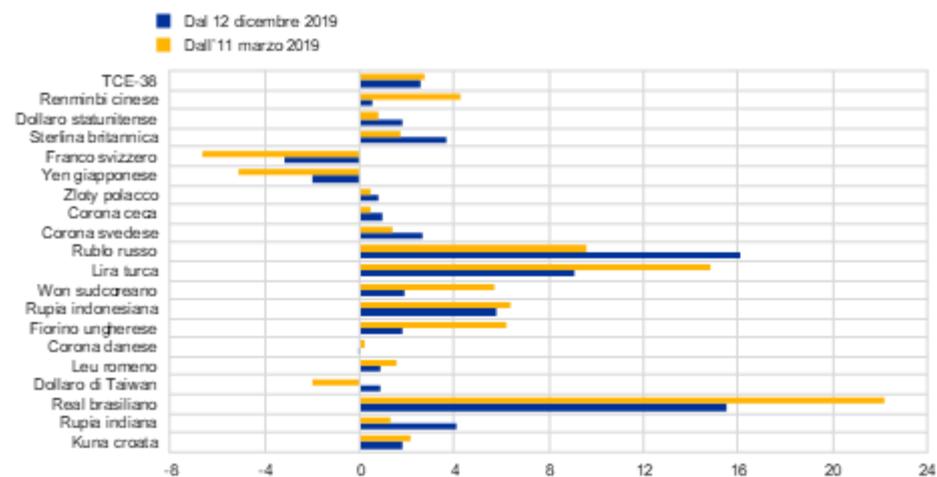
Note: i differenziali sono calcolati come asset swap spread rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ma con almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment-grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2019). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 marzo 2020.

**Nei mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato notevolmente in termini ponderati per l'interscambio (cfr. il grafico 9), in un contesto caratterizzato da maggiore volatilità.** Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato del 2,6 per cento nel periodo in esame. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro ha registrato un forte apprezzamento (pari all'1,8 per cento) rispetto al dollaro statunitense, anche se in un contesto di maggiore volatilità. Il dollaro USA si è rafforzato nella prima metà di febbraio, in parte a causa dell'aumento dell'incertezza legata alle prospettive economiche mondiali, ma ha iniziato a indebolirsi a fine febbraio per via delle aspettative di un allentamento della politica monetaria degli Stati Uniti; tale tendenza è proseguita dopo la riduzione dei tassi operata dalla Federal Reserve all'inizio di marzo e contestualmente alla divulgazione di notizie sempre più preoccupanti riguardo alla diffusione del coronavirus. Nel contempo, l'euro si è fortemente rivalutato (del 3,7 per cento) nei confronti della sterlina britannica e si è rafforzato anche rispetto alla maggior parte delle altre valute, tra cui quelle degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e delle principali economie emergenti. Per contro, esso si è notevolmente deprezzato nei confronti del franco svizzero (del 3,2 per cento) e dello yen giapponese (del 2,0 per cento), in linea con il calo della propensione al rischio.

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: la sigla TCE-38 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti l'11 marzo 2020.

### 3 Attività economica

*Nel quarto trimestre del 2019 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è rimasta modesta, pari allo 0,1 per cento, dopo una crescita dello 0,3 per cento nel trimestre precedente, a causa della persistente debolezza del settore manifatturiero e del rallentamento della crescita degli investimenti. I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini indicano dinamiche di crescita nell'area dell'euro a livelli contenuti. Essi tuttavia non riflettono ancora pienamente l'evoluzione degli sviluppi legati al coronavirus (COVID-19), che ha iniziato a diffondersi nell'Europa continentale alla fine di febbraio, incidendo negativamente sull'attività economica. Guardando oltre gli effetti negativi derivanti dalla diffusione del coronavirus, ci si attende che la crescita dell'area dell'euro torni a rafforzarsi nel medio termine, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro e dalle aspettative di una ripresa dell'attività mondiale. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari allo 0,8 per cento nel 2020, all'1,3 per cento nel 2021 e all'1,4 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2019 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state corrette al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2020 e di 0,1 punti percentuali per il 2021, principalmente a causa dell'epidemia di coronavirus, sebbene le nuove stime tengano conto solo in parte della più recente rapida diffusione del virus nell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita dell'area, pertanto, sono chiaramente orientati al ribasso. La diffusione del coronavirus rappresenta una nuova e considerevole fonte di rischi al ribasso per le prospettive di crescita, oltre ai rischi connessi a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità dei mercati emergenti.*

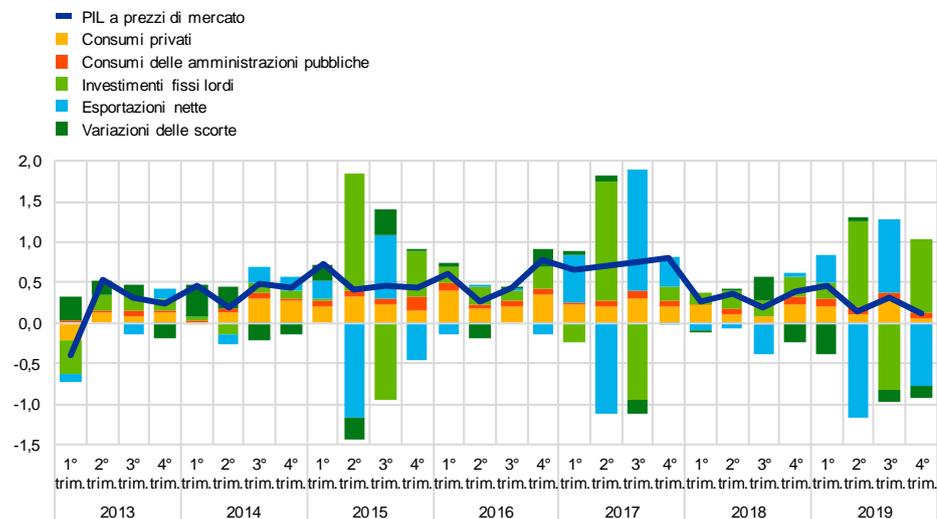
#### **La crescita dell'area dell'euro ha registrato una moderazione nel quarto trimestre del 2019, riflettendo la persistente debolezza del settore manifatturiero.**

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2019, in confronto allo 0,3 per cento del terzo trimestre (cfr. il grafico 10). La crescita modesta nel quarto trimestre è riconducibile a una brusca contrazione nel settore manifatturiero, mentre i settori dei servizi e delle costruzioni hanno continuato a evidenziare una maggiore tenuta. La domanda interna ha dato un contributo positivo alla crescita di 1,0 punti percentuali, mentre le esportazioni nette e le variazioni delle scorte hanno apportato un contributo negativo pari a 0,8 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente. Nel complesso, la crescita del prodotto nel quarto trimestre ha portato a un incremento annuo del PIL dell'1,2 per cento nel 2019, in calo rispetto all'1,9 per cento del 2018.

## Grafico 10

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

### Nel quarto trimestre del 2019 l'occupazione ha continuato a crescere, aumentando dello 0,3 per cento sul periodo precedente (cfr. il grafico 11).

La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha registrato un aumento dell'occupazione, che si è però maggiormente concentrato nei settori delle costruzioni e dei servizi. L'occupazione si colloca attualmente a un livello del 4,3 per cento superiore rispetto al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. Tenendo conto dell'incremento più recente, si è osservata un'espansione cumulata dell'occupazione nell'area dell'euro, con 12,0 milioni di occupati in più rispetto al minimo raggiunto nel secondo trimestre del 2013. L'andamento positivo della crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2019 contrasta con il generale indebolimento dell'attività reale, con una diminuzione dello 0,2 per cento della produttività per occupato. La crescita dell'occupazione nell'area dell'euro, più elevata del previsto, potrebbe anche essere coerente con la capacità di tenuta della domanda interna, caratterizzata da una maggiore intensità di lavoro, rispetto alla crescita più debole del settore del commercio estero, con un'intensità di lavoro minore.

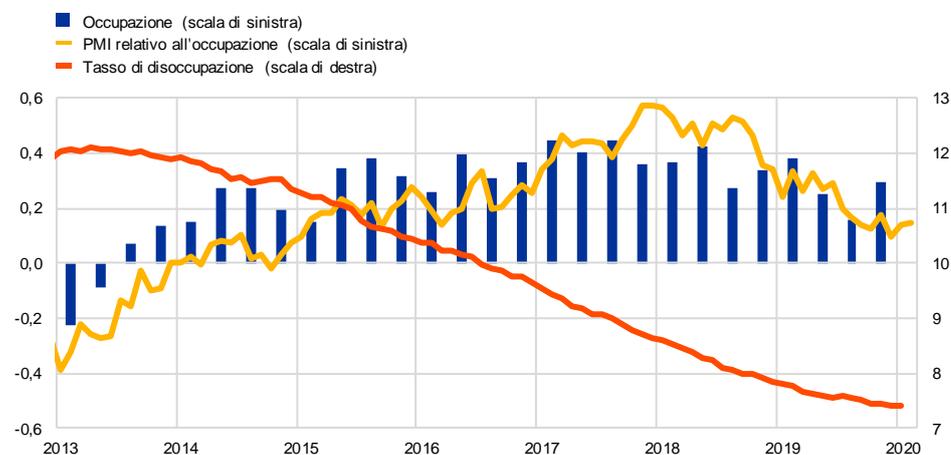
### Nonostante i valori finora stabili dei recenti indicatori a breve termine del mercato del lavoro nel primo trimestre del 2020, le dinamiche dell'occupazione nel breve periodo continuano a dipendere dall'impatto del coronavirus.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,4 per cento a gennaio 2020, mantenendosi invariato rispetto al quarto trimestre del 2019 e al suo livello più basso dal luglio 2008. Gli indicatori delle indagini segnalano ulteriori incrementi dell'occupazione nel primo trimestre del 2020, con l'indicatore composito dell'occupazione dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) che è rimasto sostanzialmente stabile a 51,4 a febbraio 2020, dopo il 51,4 di gennaio 2020 e il 51,3 del quarto trimestre del 2019.

## Grafico 11

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019 per l'occupazione, a febbraio 2020 per il PMI e a gennaio 2020 per il tasso di disoccupazione.

**I consumi privati hanno continuato a crescere nel quarto trimestre del 2019, anche se a un ritmo più lento rispetto al trimestre precedente.** Nel quarto trimestre del 2019 i consumi privati sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento lievemente superiore del terzo trimestre. La recente debolezza della spesa delle famiglie ha rispecchiato in parte gli effetti di calendario di dicembre. La crescita dell'occupazione si è rafforzata nel quarto trimestre del 2019 in un contesto caratterizzato da solidi aumenti salariali. Ciò implica una costante crescita del reddito disponibile reale delle famiglie e sostiene la fiducia e la spesa dei consumatori. Inoltre, nel terzo trimestre del 2019 le condizioni di finanziamento sono rimaste molto favorevoli e la ricchezza netta delle famiglie è aumentata.

**Gli indicatori congiunturali disponibili segnalano una certa capacità di tenuta dei consumi privati all'inizio del 2020, ma ciò è soggetto alla diffusione del coronavirus in Europa.** I dati recenti sulle vendite al dettaglio indicano una crescita moderata ma costante della spesa per consumi, con una certa volatilità registrata intorno al volgere dell'anno. A gennaio 2020, il volume del commercio al dettaglio è aumentato dello 0,6 per cento, dopo il calo dell'1,1 per cento registrato a dicembre 2019. Inoltre, la fiducia dei consumatori è aumentata per il secondo mese consecutivo a febbraio 2020. Il recente miglioramento riflette la percezione più favorevole, da parte delle famiglie, della propria situazione finanziaria passata e futura. La fiducia dei consumatori rimane al di sopra della media storica ed è coerente con la costante crescita dei consumi privati attualmente in atto. Tuttavia, le recenti misure volte a contenere la diffusione del coronavirus avranno probabilmente un impatto significativo sui consumi in futuro.

**La ripresa del mercato immobiliare residenziale dovrebbe proseguire a un ritmo più lento rispetto al 2019 e potrebbe subire l'influenza negativa dell'epidemia di coronavirus.** Nel quarto trimestre del 2019 gli investimenti in

abitazioni sono aumentati dello 0,4 per cento, su base trimestrale, per effetto di una moderazione nella dinamica espansiva dei mercati immobiliari dell'area dell'euro. Sebbene nel 2019 la crescita degli investimenti in abitazioni sia diminuita per il terzo anno consecutivo, i recenti indicatori a breve termine e gli ultimi risultati delle indagini segnalano una dinamica positiva ma in rallentamento. La produzione edile nel segmento delle costruzioni è diminuita dell'1,0 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2019, segnando il terzo calo trimestrale consecutivo. Gli indicatori della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni relativi agli ultimi mesi segnalano un andamento positivo, seppur in corso di attenuazione, per il quarto trimestre del 2019 e l'inizio del 2020. L'indice PMI per l'attività del settore residenziale è stato in media pari a 50,6 nel quarto trimestre del 2019 e a 52,6 a gennaio e febbraio 2020.

**La significativa volatilità nella crescita degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro nel 2019 ha celato un rallentamento degli investimenti in macchinari e attrezzature e forti oscillazioni degli investimenti immateriali.**

Nel quarto trimestre del 2019 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati dell'8,0 per cento sul periodo precedente, a causa di un aumento trimestrale del 20 per cento degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, principalmente in Irlanda. Contemporaneamente, la crescita trimestrale degli investimenti in macchinari e attrezzature ha subito un rallentamento nel 2019 e una contrazione nel quarto trimestre, un andamento che è il riflesso della debolezza della produzione industriale dei beni di investimento nel suddetto trimestre. Tale perdita di slancio è in parte riconducibile al persistere di un'elevata incertezza economica e all'indebolimento delle condizioni della domanda. A gennaio e febbraio 2020 la valutazione sugli ordinativi delle esportazioni e le aspettative di produzione nel settore dei beni di investimento è lievemente migliorata, secondo le informazioni raccolte prima della diffusione del coronavirus in Europa. Per quel che riguarda gli indici del clima di fiducia per il settore dei beni d'investimento, il PMI a gennaio e l'indice di fiducia "Economic Sentiment Indicator" (ESI) a febbraio sono aumentati rispetto ai livelli registrati nel quarto trimestre del 2019, ma sono rimasti al di sotto delle relative medie storiche. Gli indicatori prospettici relativi ad esempio all'incertezza del settore manifatturiero hanno registrato una lieve diminuzione a gennaio e il calo delle aspettative relative agli utili delle società quotate si è fermato a febbraio. La ripresa nell'andamento degli utili, le condizioni di finanziamento favorevoli e le ampie riserve di liquidità delle imprese dovrebbero inoltre sostenere un graduale recupero della crescita degli investimenti.

**Sebbene nel quarto trimestre del 2019 le esportazioni di merci verso l'esterno dell'area dell'euro abbiano registrato una ripresa trainata dagli incrementi verso le economie emergenti, tale ripresa subirà probabilmente un'inversione di tendenza nel primo trimestre del 2020 per via delle conseguenze dell'epidemia di coronavirus.**

Le esportazioni nominali di beni al di fuori dell'area dell'euro sono aumentate dell'1,3 per cento sul periodo precedente, nel quarto trimestre del 2019. In particolare le esportazioni verso Turchia, Brasile, Cina e il resto dell'Asia hanno registrato una ripresa alla fine dell'anno. Nello stesso periodo, tuttavia, le esportazioni di merci verso gli Stati Uniti e il Regno Unito si sono ridotte a causa, rispettivamente, della diminuzione delle esportazioni di prodotti farmaceutici e

del ridimensionamento delle scorte accumulate in precedenza in relazione alla Brexit. Gli scambi all'interno dell'area dell'euro sono rimasti anemici a causa della debole dinamica della produzione industriale e degli investimenti dell'area dell'euro. In prospettiva, gli indicatori anticipatori disponibili segnalano un calo delle esportazioni dovuto all'epidemia di coronavirus. L'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'esterno dell'area dell'euro per febbraio 2020 ha subito un brusco calo e gli ultimi dati degli indicatori basati sul trasporto di merci su navi (ad esempio il Baltic Dry Index) hanno mostrato una significativa inversione di tendenza. Questi indicatori non incorporano ancora gli effetti della diffusione del coronavirus in Italia e in altri paesi dell'area dell'euro. Si prevede che tale impatto sull'interscambio dell'area dell'euro si concretizzi sotto forma di interruzioni delle catene di approvvigionamento all'interno e all'esterno dell'area, di una minore domanda estera, di un peggioramento del clima di fiducia e di un brusco calo di servizi come il turismo e i trasporti.

**I dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini segnalano una certa stabilizzazione della crescita dell'area dell'euro, anche se a livelli contenuti, ma non riflettono pienamente gli andamenti relativi alla diffusione dell'epidemia di coronavirus nell'Europa continentale.** L'indice PMI composito è aumentato a febbraio 2020, evidenziando miglioramenti sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi e collocando la media dei primi due mesi del 2020 al di sopra di quella del quarto trimestre del 2019 (51,4 rispetto a 50,7). A febbraio l'indice del clima di fiducia della Commissione europea è aumentato (ESI), mantenendosi al di sopra della sua media di lungo periodo. Finora nel 2020, il valore medio si attesta su 103,0, al di sopra della media di 100,6 osservata nell'ultimo trimestre del 2019. Benché l'indice ESI si sia ridotto per il settore delle costruzioni e abbia subito una leggera attenuazione per il settore del commercio al dettaglio, ciò è stato ampiamente compensato dal miglioramento del clima di fiducia nel settore manifatturiero, in quello dei servizi e presso le famiglie. Nonostante i segnali di stabilizzazione dei dati ricavati dalle indagini, i tempi di consegna dei fornitori e le aspettative delle imprese emerse dalle indagini svolte fino a febbraio già segnalavano vincoli all'attività dell'area dell'euro a causa dell'impatto dell'epidemia di coronavirus in Cina. Gli sviluppi legati alla diffusione del virus in seguito all'insorgere del focolaio in Europa potrebbero causare ulteriori interruzioni delle catene di approvvigionamento e incidere sia sui consumi sia sugli investimenti, a causa dei livelli di incertezza molto elevati e della maggiore volatilità dei mercati finanziari.

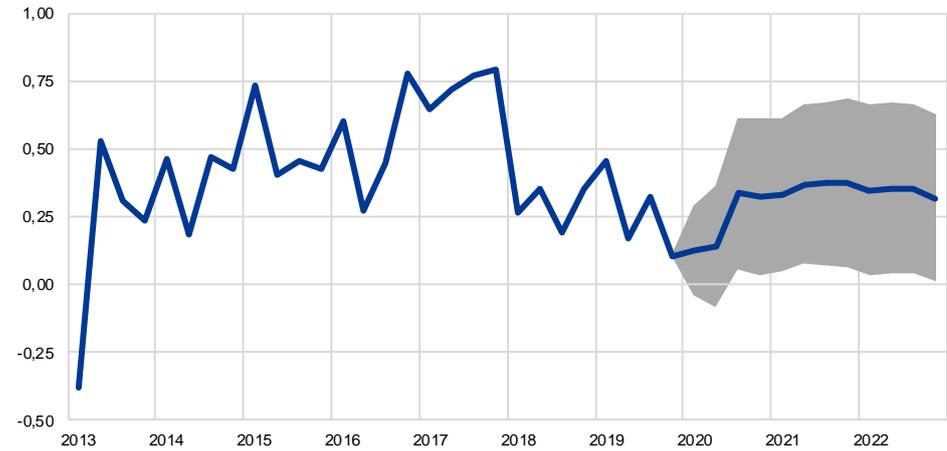
**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2020 prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali pari allo 0,8 per cento nel 2020, all'1,3 per cento nel 2021 e all'1,4 per cento nel 2022 (cfr. il grafico 12).** Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2019 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state corrette al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2020 e di 0,1 punti percentuali per il 2021, principalmente a causa dell'epidemia di coronavirus, sebbene la recente rapida diffusione del virus nell'area dell'euro sia solo parzialmente incorporata. I rischi per le prospettive di crescita dell'area, pertanto, sono chiaramente orientati al ribasso. La diffusione del coronavirus rappresenta una nuova e considerevole fonte di ulteriori rischi al ribasso per le

prospettive di crescita, oltre ai rischi connessi a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

### Grafico 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2020](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 12 marzo 2020.

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

## 4 Prezzi e costi

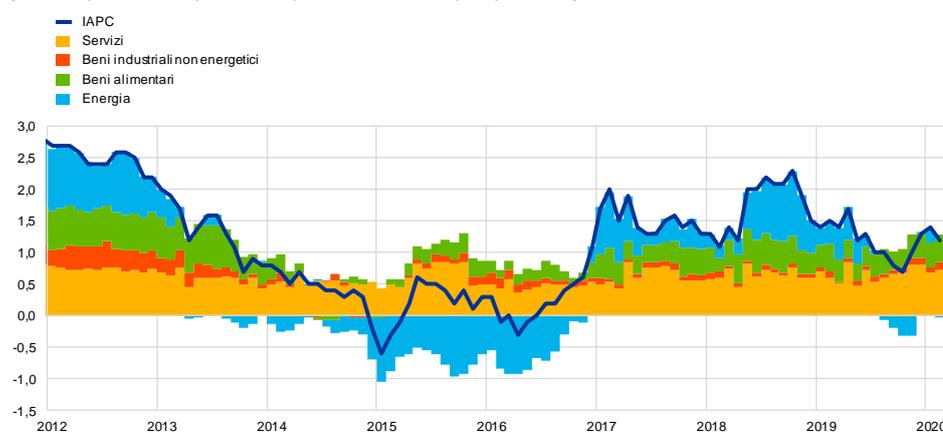
Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC lo scorso febbraio è scesa all'1,2 per cento, dall'1,4 per cento di gennaio. Tenuto conto del recente brusco calo dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, è probabile che l'inflazione complessiva si riduca considerevolmente nei prossimi mesi. Tale valutazione si riflette solo in parte nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE, che segnalano un'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dell'1,1 per cento nel 2020, dell'1,4 per cento nel 2021 e dell'1,6 per cento nel 2022: valori sostanzialmente invariati rispetto a quelli indicati dagli esperti dell'Eurosistema nell'esercizio di dicembre 2019. Nel medio termine, l'inflazione sarà sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE. Le implicazioni della diffusione del coronavirus per l'inflazione sono caratterizzate da elevata incertezza, poiché le pressioni al ribasso connesse alla maggiore debolezza della domanda potrebbero essere compensate da spinte al rialzo legate a turbative dal lato dell'offerta. Il recente brusco calo dei prezzi del petrolio pone significativi rischi al ribasso per le prospettive di inflazione nel breve periodo.

**Secondo le stime rapide dell'Eurostat, a febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa.** La riduzione dall'1,4 per cento di gennaio all'1,2 per cento di febbraio ha rispecchiato un calo della componente energetica dell'inflazione, che ha più che compensato l'aumento di quelle relative ad alimentari, servizi e beni industriali non energetici. Se da un lato la componente energetica si è confermata la principale determinante della dinamica dell'inflazione, dall'altro, la componente relativa ai beni alimentari, con tassi superiori al 2 per cento, ha recentemente contribuito in misura significativa al livello di inflazione.

### Grafico 13

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 febbraio 2020 (stime preliminari). I tassi di crescita per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

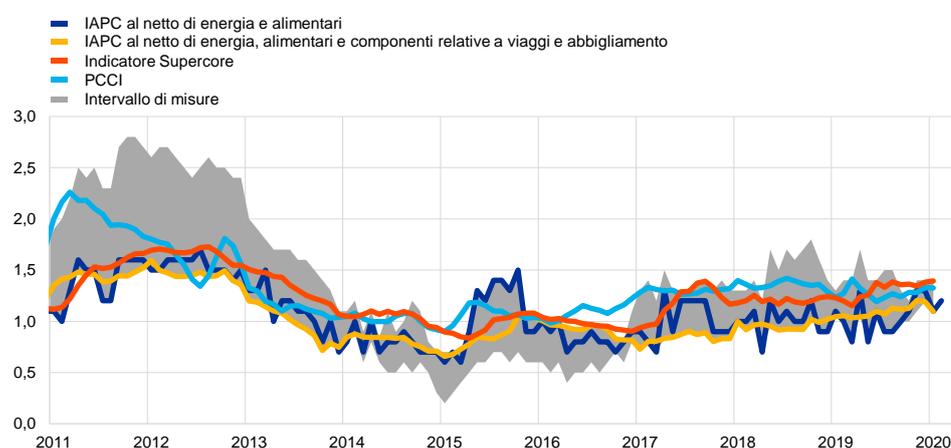
### Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste, nell'insieme, moderate.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è salita all'1,2 per cento a febbraio, dopo aver registrato un aumento all'1,3 per cento a novembre e a dicembre e una diminuzione all'1,1 per cento a gennaio. Altre misure dell'inflazione di fondo si sono mantenute più stabili negli ultimi mesi (dati disponibili solo fino a gennaio; cfr. il grafico 14). L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti relative a energia, alimentari, viaggi e abbigliamento, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore<sup>5</sup> hanno continuato a registrare un andamento altalenante coerentemente con quanto osservato nel corso dell'ultimo anno.

### Grafico 14

#### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2020 per lo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici (stima preliminare) e a gennaio 2020 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata al 10 per cento dello IAPC, media troncata al 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

**Le pressioni inflazionistiche sui prezzi per i beni industriali non energetici inclusi nello IAPC sono rimaste sostanzialmente stabili negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi.** L'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo diversi dai generi alimentari venduti sul mercato interno, che rappresenta un indicatore delle pressioni sui prezzi negli stadi successivi della filiera produttiva, si è attestata allo 0,7 per cento annuo a gennaio, confermandosi invariata dal mese di ottobre e al di sopra della sua media storica. Il corrispondente tasso annuo di inflazione dei prezzi all'importazione, a gennaio, è salito allo 0,5 per cento, dal -0,1 per cento di dicembre. Gli indicatori delle pressioni sui prezzi negli stadi iniziali della catena di approvvigionamento sono rimasti deboli, pur avendo segnato un lieve aumento, con l'inflazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi che è salita al -1,0 per cento a gennaio rispetto al -1,1 per cento registrato

<sup>5</sup> 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.

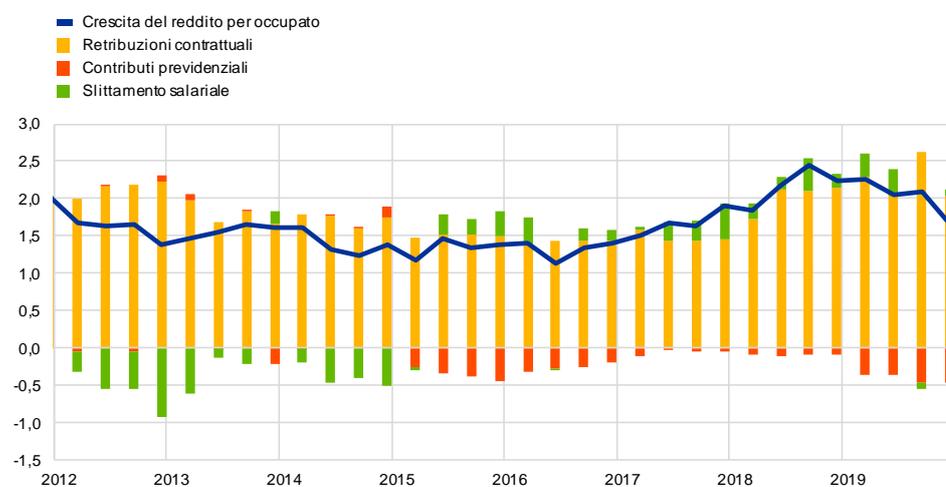
a dicembre, e l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni intermedi che è passata dal -1,2 per cento di dicembre al -0,4 per cento di gennaio.

**La crescita dei salari è diminuita.** La crescita tendenziale del reddito per occupato ha segnato l'1,7 per cento nel quarto trimestre del 2019, in calo rispetto al 2,1 per cento del terzo trimestre (cfr. il grafico 15). La media per il 2019 del 2,0 per cento è stata lievemente inferiore a quella del 2018, del 2,2 per cento. Le cifre relative al 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali in Francia<sup>6</sup>. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, al netto dei contributi previdenziali, è stata del 2,1 per cento nel quarto trimestre, in calo rispetto al 2,5 per cento del terzo trimestre, con un valore medio del 2,4 per cento nel 2019, rispetto al 2,3 per cento del 2018. Nel quarto trimestre del 2019 la crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro si è attestata al 2,0 per cento, contro il 2,6 per cento del terzo trimestre. Tale diminuzione è stata determinata principalmente da pagamenti una tantum effettuati nel settore manifatturiero in Germania nel terzo trimestre. Guardando a diversi indicatori e a fattori temporanei, la crescita salariale è diminuita lievemente nel corso del 2019, seppur con tassi pari o lievemente superiori alle medie storiche.

### Grafico 15

#### Contributi delle componenti del reddito per occupato

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

### Gli indicatori di mercato delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno toccato un nuovo minimo storico all'inizio di marzo, in seguito a una brusca correzione in risposta alla diffusione in tutto il mondo del coronavirus.

Tale recente calo degli indicatori delle aspettative di inflazione basati sul mercato ha fatto seguito a un aumento osservato nell'ultimo trimestre del 2019 e fino alla riunione di gennaio del Consiglio direttivo. Dalla metà di gennaio il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è sceso di 42 punti base, portandosi allo 0,91 per cento. Al tempo stesso, la probabilità di

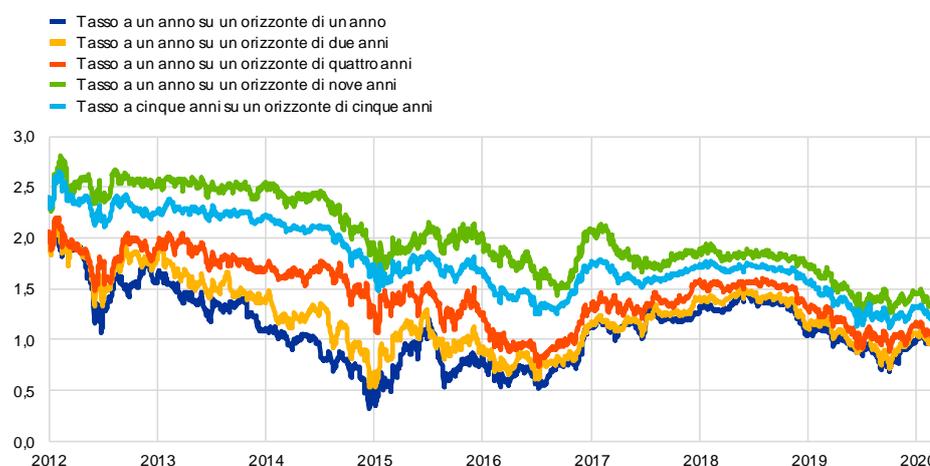
<sup>6</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 5 *Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro*, nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

deflazione basata sul mercato (neutrale al rischio), ipotizzando un'inflazione media inferiore allo zero per i prossimi cinque anni, è salita al 22 per cento. Il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione basati sul mercato continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. Secondo la Survey of Professional Forecasters della BCE relativa al primo trimestre del 2020, condotta nella seconda settimana di gennaio, nonché i dati più recenti diffusi da Consensus Economics e Euro Zone Barometer, a gennaio le aspettative di inflazione a lungo termine basate sulle indagini sono scese ai minimi storici.

### Grafico 16

#### Indicatori delle aspettative di inflazione basati sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Note: le ultime osservazioni si riferiscono all'11 marzo 2020.

#### Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 degli esperti della BCE

**segnalano un aumento dell'inflazione di fondo nel medio periodo.** Secondo tali proiezioni l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi su un valore medio dell'1,1 per cento nel 2020, dell'1,4 per cento nel 2021 e dell'1,6 per cento nel 2022, valori sostanzialmente invariati rispetto all'esercizio di dicembre 2019 condotto dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. il grafico 17). Il più basso tasso di inflazione complessiva per il 2020, rispetto al 2019, riflette un sensibile calo della dinamica dei prezzi dei beni energetici misurata sullo IAPC a causa del debole andamento del prezzo del petrolio (fino alla data di ultimo aggiornamento del 18 febbraio, definita per le ipotesi tecniche) e in parte a causa dell'epidemia di COVID-19. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dovrebbe oscillare attorno all'1,2 per cento nel 2020 per poi portarsi gradualmente all'1,4 per cento nel 2021 e all'1,5 per cento nel 2022. Al di là dell'impatto sul prezzo del petrolio, le implicazioni della diffusione del COVID-19 per l'inflazione sono caratterizzate da notevole incertezza. Secondo le proiezioni, le pressioni al ribasso sui prezzi legate a una più debole domanda nel 2020 saranno ampiamente compensate da effetti al rialzo dovuti a turbative dal lato dell'offerta, anche se tale valutazione è soggetta a evidenti rischi al ribasso.

## Grafico 17

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo dal titolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2020* pubblicato sul sito Internet della BCE il 12 marzo 2020.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019 (dati reali) e al quarto trimestre del 2022 (proiezioni). Gli intervalli di valori attorno alle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le proiezioni elaborate nel corso degli anni precedenti. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, dicembre 2009. I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 18 febbraio 2020.

## 5 Moneta e credito

*Dalla fine dell'estate 2019 le dinamiche monetarie hanno subito una flessione rispetto ai più adeguati livelli precedenti. Il credito al settore privato ha continuato a mostrare andamenti divergenti tra le diverse tipologie di prestiti. Mentre i prestiti alle famiglie hanno mostrato capacità di tenuta, quelli alle imprese sono diminuiti. Le condizioni favorevoli della raccolta bancaria e della concessione dei prestiti hanno continuato a sostenere il credito e, di conseguenza, la crescita economica. Poiché i costi del finanziamento del debito sono favorevoli, il finanziamento esterno totale netto delle imprese dell'area dell'euro si è stabilizzato; tuttavia, la maggiore avversione al rischio registrata recentemente potrebbe causare un deterioramento delle condizioni di finanziamento non bancario per le società non finanziarie.*

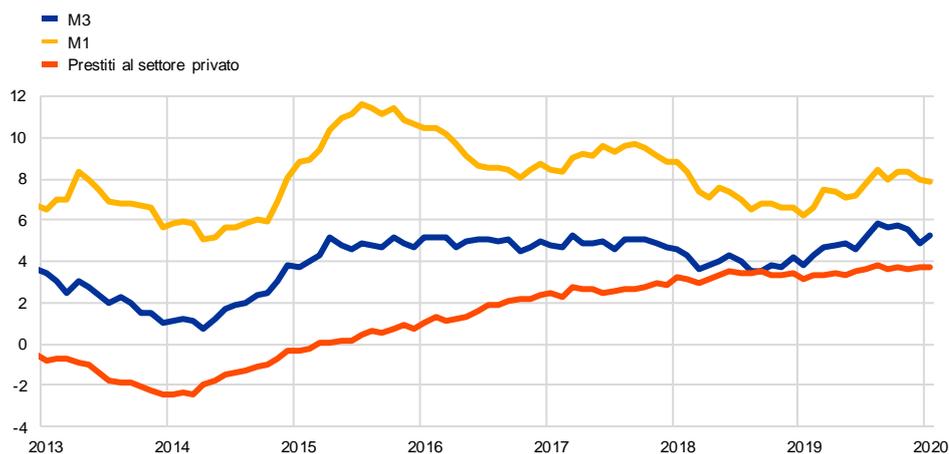
### **Dalla fine dell'estate 2019 le dinamiche monetarie hanno subito una flessione.**

A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è cresciuto al 5,2 per cento, dal 4,9 di dicembre (cfr. il grafico 18), principalmente grazie agli effetti base positivi connessi agli strumenti negoziabili, che hanno reso meno evidente il perdurare della flessione delle dinamiche monetarie a più breve termine. La crescita dell'aggregato monetario ampio è stata sostenuta dal livello molto basso di costo opportunità di detenere strumenti monetari. Per contro, il rallentamento della crescita economica ha frenato quella di M3, che, come nei trimestri precedenti, ha continuato a essere trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende circolante e depositi a vista. A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 ha raggiunto il 7,9 per cento, dall'8,0 di dicembre.

### **Grafico 18**

#### **M3, M1 e prestiti al settore privato**

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



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita dell'aggregato monetario.** A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è rimasto sostanzialmente stabile, all'8,4 per cento, rispetto all'8,5 di dicembre, mentre il suo contributo alla crescita di M3 ha subito una lieve flessione

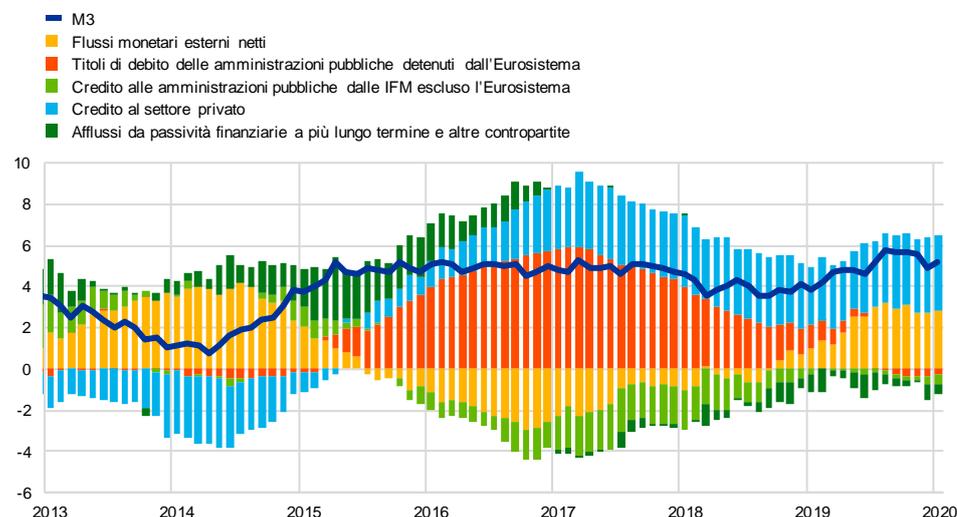
dall'autunno del 2019; in una prospettiva settoriale, hanno contribuito a tale flessione i depositi a vista riconducibili alle aziende e alle famiglie. A gennaio la crescita tendenziale del circolante è rimasta intorno al 5 per cento escludendo quindi segnali di sostituzione dei depositi con contanti in risposta al livello molto basso dei tassi di interesse. Il lieve aumento della crescita annua di M3 nel mese di gennaio è dovuto principalmente agli strumenti negoziabili (cioè M3 meno M2), che hanno contribuito positivamente alle dinamiche mensili dell'aggregato, compensando l'effetto frenante che avevano avuto a dicembre, mese caratterizzato da forti emissioni nette negative di titoli di debito, forse in parte dovute agli effetti di fine anno.

**Il credito al settore privato è rimasto la fonte principale di creazione dell'aggregato monetario ampio.** Il credito al settore privato, a gennaio, ha continuato a fornire un contributo stabile e rilevante alla crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 19). Il contributo annuo del credito al settore privato fino a gennaio 2020 rispecchiava in larga misura una forte crescita annuale dei prestiti. I flussi monetari esterni sono stati la seconda principale fonte di creazione di moneta, che da novembre 2019 ha fornito un contributo sostanzialmente stabile a M3, riflettendo la preferenza degli investitori per le attività dell'area dell'euro (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 19). La ripresa degli acquisti netti di attività della BCE, nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a novembre, ha avuto solo un impatto diretto limitato su M3 nei primi tre mesi, probabilmente perché la maggior parte dei titoli di stato è stata venduta all'Eurosistema da non residenti e da banche. Neanche la ripresa degli acquisti netti di attività ha compensato il freno alla crescita di M3 derivante dalla scadenza dei titoli di debito non legati al PAA (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 19). Inoltre, il freno esercitato dalle passività finanziarie a più lungo termine è rimasto contenuto (cfr. le aree verde scuro degli istogrammi nel grafico 19).

## Grafico 19

### 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 istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**Il tasso di crescita annuo dei prestiti al settore privato è rimasto nel complesso sostanzialmente stabile, in un contesto di andamenti divergenti tra i vari settori.** 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 3,8 per cento a gennaio, rispetto al 3,7 per cento di dicembre (cfr. il grafico 18). Mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha continuato a seguire una traiettoria leggermente ascendente (3,7 per cento a gennaio, dopo il 3,6 di dicembre), quello dei prestiti alle imprese si è stabilizzato al 3,2 per cento, confermando la flessione osservata da settembre 2018. La notevole eterogeneità della crescita dei prestiti tra i vari paesi riflette, tra l'altro, le differenze tra paesi per quanto riguarda la crescita economica, le variazioni nella disponibilità di altre fonti di finanziamento, il livello di indebitamento delle famiglie e delle imprese e l'eterogeneità degli andamenti dei prezzi delle abitazioni da paese a paese (cfr. il grafico 20).

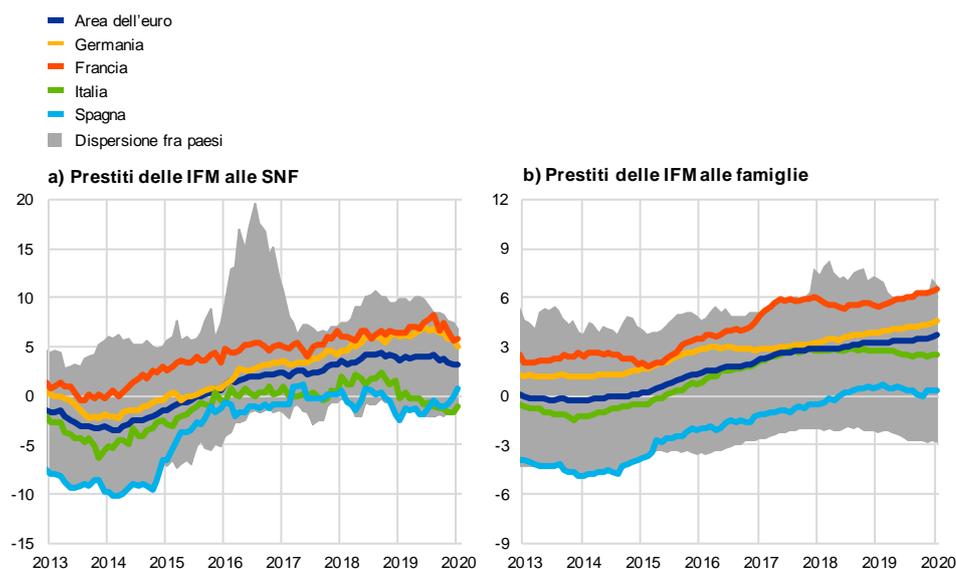
**Il rallentamento della crescita dei prestiti alle imprese è in linea con il suo andamento ciclico ritardato rispetto all'attività economica reale.** La flessione del credito alle imprese continua a riguardare soprattutto il settore manifatturiero e quello del commercio, particolarmente interessati dal persistente rallentamento dell'attività mondiale. Al contrario, sono stati finora minimi i segni di ripercussioni sul settore dei servizi (comprese le imprese connesse al settore immobiliare), che rappresenta la quota più consistente della crescita del prestito a favore delle società non finanziarie. Sulla base dei risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, il rallentamento della crescita dei prestiti alle imprese sembra essere soprattutto legato agli andamenti della domanda, ad esempio per effetto di un minor fabbisogno di finanziamento per gli investimenti fissi. Gli indicatori anticipatori

contenuti nell'indagine segnalano inoltre una flessione ulteriore nella crescita del credito alle imprese nel primo semestre del 2020. Finora i criteri di concessione del credito sono rimasti sostanzialmente invariati, in un contesto di lieve rivalutazione in negativo del rischio di credito delle imprese, in particolare per le piccole e medie imprese che tendono ad essere particolarmente sensibili al ciclo economico.

## Grafico 20

### Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

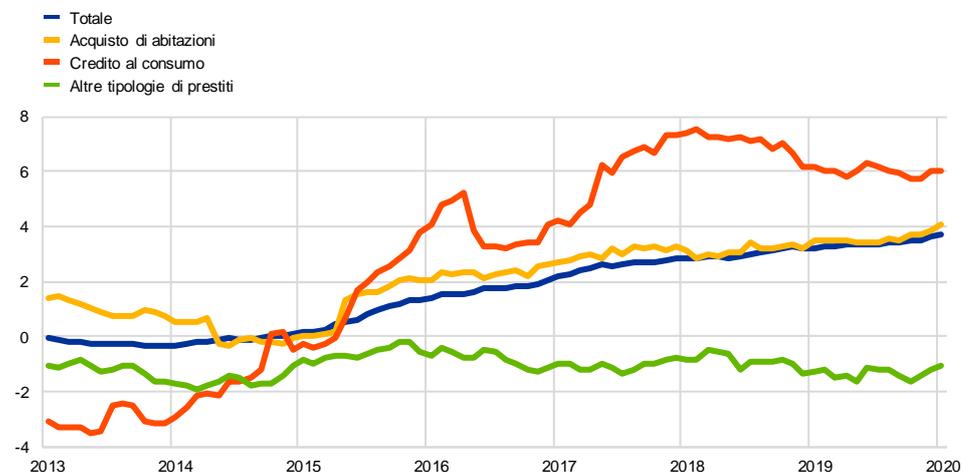
Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a registrare una graduale tendenza al rialzo, mentre la crescita del credito al consumo si è stabilizzata.** A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato al 4,1 per cento, dal 3,9 del mese precedente, continuando la costante tendenza al rialzo dal 2015 (cfr. il grafico 21). Il tasso di crescita annuale del credito al consumo è rimasto sostenuto a livello dell'area dell'euro, attestandosi al 6 per cento, invariato rispetto a dicembre e lievemente in flessione rispetto ai livelli superiori al 7 per cento dell'inizio del 2018. A differenza dei prestiti ipotecari e del credito al consumo che hanno registrato una forte crescita, quella delle altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta modesta al -1,0 per cento a gennaio, dal -1,2 di dicembre, soprattutto a causa dei prestiti alle piccole imprese (imprese individuali e società di persone), che rientrano nel settore delle famiglie. Tali soggetti possono essere stati particolarmente colpiti dal rallentamento dell'attività economica e per soddisfare il proprio fabbisogno di finanziamento potrebbero anche ricorrere a fonti non bancarie, compresi i fondi interni.

## Grafico 21

### Prestiti delle IFM alle famiglie divisi per finalità

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



Fonte: BCE.

Note: i dati nelle serie relative ai prestiti totali alle famiglie sono corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**L'indebitamento lordo delle famiglie dell'area dell'euro si è stabilizzato nei trimestri recenti, avvicinandosi al livello della fine del 2007<sup>7</sup>.** La stabilizzazione a livello dell'area dell'euro è caratterizzata da andamenti del debito delle famiglie che si differenziano da paese a paese. Allo stesso tempo, i costi di servizio del debito delle famiglie hanno raggiunto un nuovo minimo storico, a supporto della sostenibilità del debito.

**Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli.** Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro, diminuito dall'inizio del 2019 in linea con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato, è rimasto a livelli molto contenuti nel quarto trimestre del 2019 e a gennaio 2020 (cfr. il grafico 22). Tale andamento riflette un calo considerevole dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie, che hanno raggiunto minimi storici nel corso del 2019, per poi risalire dalla fine dello scorso febbraio, soprattutto per reazione alla diffusione del coronavirus (COVID-19). I tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la principale fonte di finanziamento bancario e per i quali i dati sono disponibili fino a gennaio 2020, sono rimasti ai minimi storici, contribuendo così a condizioni di finanziamento del debito bancario favorevoli. Tali condizioni beneficiano anche delle operazioni nell'ambito delle OMRLT III, come segnalato dalle banche nell'indagine sul credito, nonché della ripresa degli acquisti netti di attività della BCE nel novembre 2019.

**I margini tra prestiti e depositi delle banche dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili a gennaio.** Mentre i margini tra prestiti e depositi delle nuove operazioni si sono ridotti dal 2014, dato il calo più marcato dei tassi sui prestiti rispetto ai tassi sui depositi, le implicazioni di tale riduzione sulla redditività sono

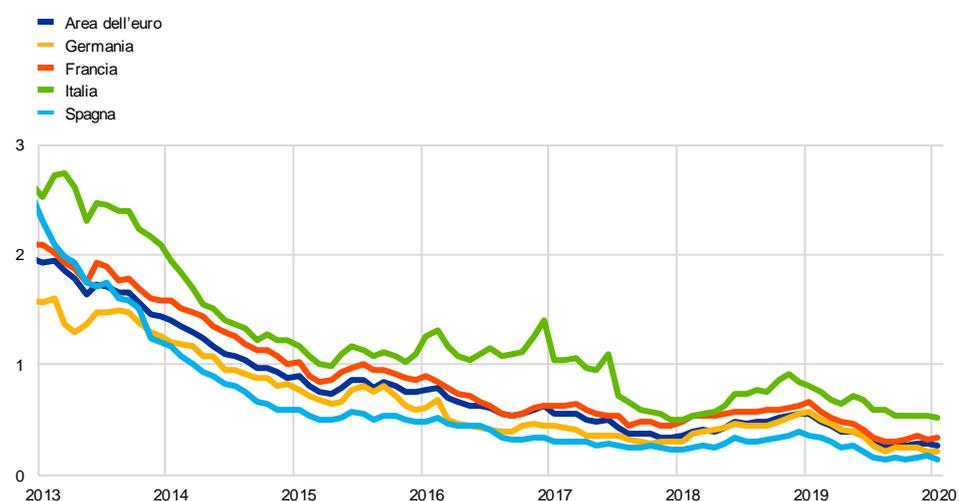
<sup>7</sup> Cfr. "Households and non-financial corporations in the euro area: third quarter of 2019", Banca centrale europea, gennaio 2020.

state controbilanciate da volumi di prestiti crescenti. L'effetto complessivo sul margine di interesse netto (prodotto tra margini e volumi di intermediazione) è stato leggermente positivo nel periodo considerato. In seguito alla riduzione del tasso sui depositi presso la BCE del settembre 2019, è ulteriormente aumentata la quota di depositi detenuti da imprese remunerati a tassi negativi, sostenendo così i margini tra prestiti e depositi delle banche, che a gennaio 2020 erano all'1,34 per cento. Malgrado le banche abbiano anche compiuto ulteriori progressi nel migliorare i propri bilanci, ad esempio riducendo i crediti deteriorati, la redditività delle banche dell'area dell'euro resta bassa in termini storici, anche a causa della forte concorrenza sia fra le banche sia con soggetti non bancari e della necessità di maggiore efficienza in termini di costi nel settore bancario<sup>8</sup>.

## Grafico 22

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

### Le condizioni di finanziamento favorevoli continuano a sostenere la crescita economica.

I tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente stabili nei tre mesi prima di gennaio 2020 (cfr. il grafico 23); ciò è in linea con le contenute variazioni dei tassi di mercato a breve termine e nonostante la volatilità dei tassi di mercato a più lungo termine. Nel gennaio 2020 il tasso composito sui prestiti bancari alle imprese era pari all'1,55 per cento, invariato rispetto a dicembre e solo lievemente al di sopra del suo minimo storico, registrato ad agosto 2019. Il tasso composito sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile, all'1,44 per cento, rispetto al minimo storico dell'1,41 per cento di dicembre 2019. Le pressioni concorrenziali, i costi della provvista bancaria favorevoli e la trasmissione della riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, a settembre 2019, hanno mantenuto i tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie dell'area dell'euro intorno ai minimi storici. Nel complesso i tassi compositi sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono

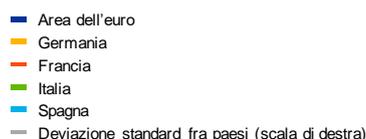
<sup>8</sup> Cfr. "Financial Integration and Structure in the Euro Area", Banca centrale europea, marzo 2020

diminuiti in misura significativa a seguito dell'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE a giugno 2014. Tra maggio 2014 e gennaio 2020 i tassi compositi sui prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti rispettivamente di circa 140 e 150 punti base.

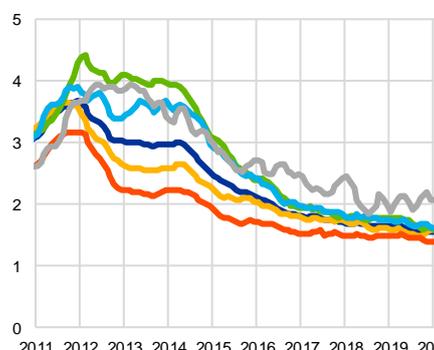
### Grafico 23

#### Tassi compositi sui prestiti in alcuni paesi dell'area dell'euro

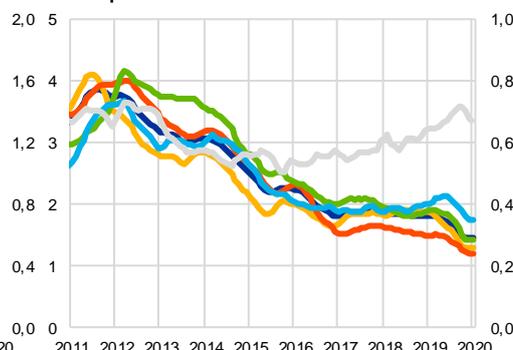
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi)



a) Tassi sui prestiti alle SNF



b) Tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**Il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie dell'area dell'euro si è stabilizzato su livelli sostenuti nel quarto trimestre del 2019 (cfr. il pannello a) del grafico 24).** I flussi di finanziamento mediante ricorso al debito diretti alle SNF si sono attenuati a partire dal quarto trimestre del 2018, parallelamente al rallentamento dell'attività economica; tuttavia, la tendenza al ribasso dei flussi di finanziamento esterno si è arrestata nell'ultimo trimestre del 2019. Nel 2019 l'emissione netta di obbligazioni ha raggiunto livelli generali simili a quelli del biennio 2016-2017, pur superando notevolmente il livello del 2018. Allo stesso tempo, i prestiti bancari destinati alle imprese hanno subito un rallentamento verso la fine del 2019, a causa di un minore fabbisogno di finanziamento delle imprese per gli effetti ritardati del rallentamento dell'attività economica a partire dalla metà del 2018 e nonostante i costi relativamente favorevoli del finanziamento mediante debito. I prestiti concessi da soggetti diversi dalle banche (diversi dalle IFM) sono diventati meno negativi nel terzo trimestre del 2019 per poi diventare leggermente positivi nel quarto trimestre, indicando un modesto incremento delle emissioni di obbligazioni societarie tramite finanziamento delle società non finanziarie. I dati recenti indicano che l'emissione netta di titoli di debito è stata sostenuta nei mesi di gennaio e febbraio 2020. Nel quarto trimestre del 2019 l'emissione netta di azioni quotate è divenuta più negativa su base annua, a causa della persistente debolezza dell'attività di emissione, del trasferimento di quote azionarie verso capitale non quotato nel secondo trimestre del 2019 e di un

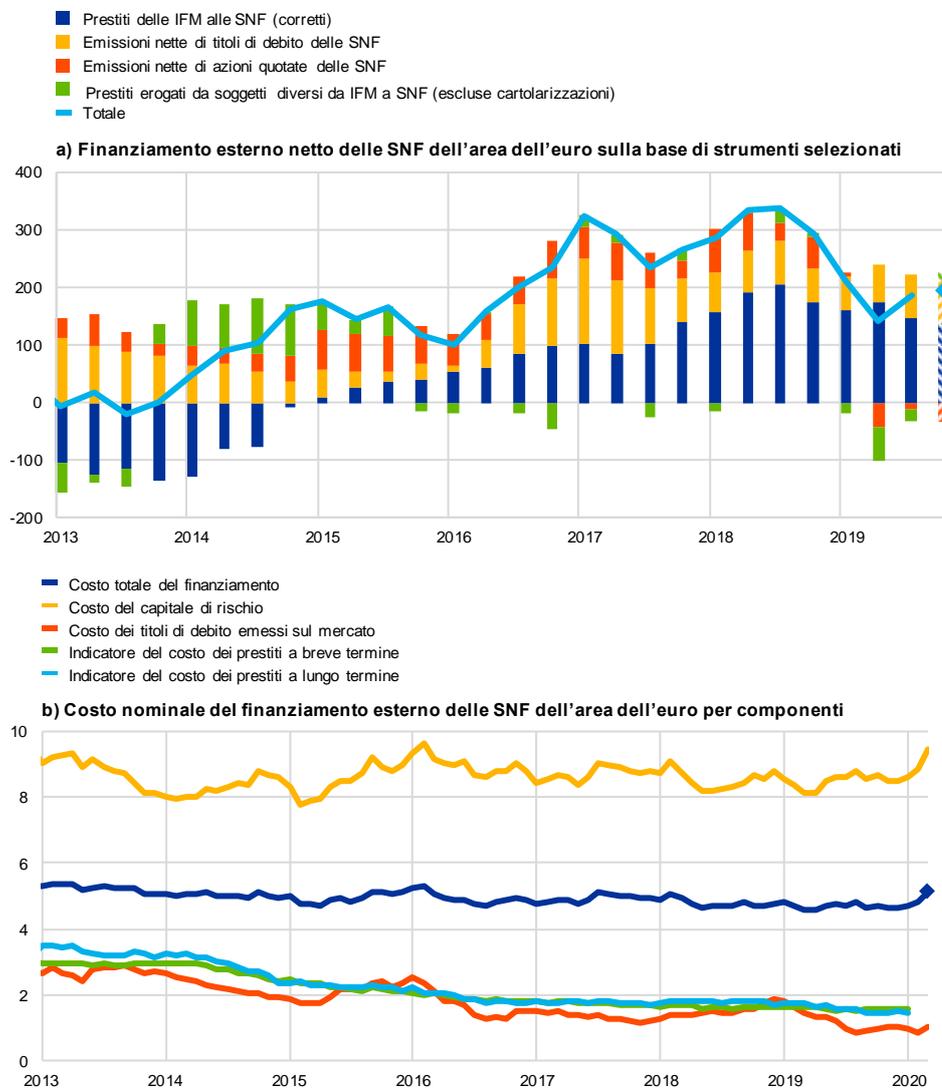
considerabile effetto base. Inoltre, per le imprese, il costo del finanziamento azionario continua a essere più elevato del costo del finanziamento tramite ricorso al debito, riducendo il ricorso alle azioni quotate come strumento finanziario.

**A gennaio 2020 il costo del finanziamento per le SNF era prossimo al livello di settembre 2019, ma secondo le stime è aumentato in modo significativo da allora (cfr. il pannello b) del grafico 24).** A gennaio 2020 il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,7 per cento. Ciò significa che il costo del finanziamento a gennaio 2020 era solo 14 punti base più elevato rispetto ad aprile 2019, quando la serie era al suo minimo storico. Tuttavia, da allora, e fino alla fine del periodo di riferimento (11 marzo 2020), si stima che il costo complessivo del finanziamento sia salito notevolmente, al 5,1 per cento, per effetto di un aumento sia del costo del capitale di rischio, sia del costo del debito sul mercato, rispettivamente di 85 e 10 punti base. Gli andamenti di entrambi gli indicatori di costo possono essere imputati al rapido e brusco deterioramento della propensione al rischio dovuto alla diffusione del coronavirus che ha portato a un rialzo dei premi per il rischio azionario e a un ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie (cfr. la sezione 2).

## Grafico 24

### Finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(flussi annui in miliardi di euro — pannello a); percentuali in ragione d'anno — pannello b))



Fonti: Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters e stime della BCE.

Note: pannello a): il finanziamento esterno netto è pari alla somma dei prestiti delle IFM, l'emissione netta di titoli di debito, l'emissione netta di azioni quotate e di prestiti erogati dalle società diverse dalle IFM. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. I prestiti erogati dalle società diverse dalle IFM comprendono prestiti da altre istituzioni finanziarie e da imprese di assicurazione e fondi pensione al netto dei prestiti cartolarizzati. L'istogramma con motivo a righe si riferisce alla previsione a brevissimo termine per il quarto trimestre del 2019. Pannello b): costo complessivo del finanziamento alle SNF calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello dei titoli di debito emessi sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. L'indicatore a rombo blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine per marzo 2020 per il costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di gennaio 2020. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono al terzo trimestre del 2019 per i dati finanziari dell'area dell'euro; le stime per il quarto trimestre del 2019 sono basate sui dati BCE, dati BSI e SEC e Dealogic. Le ultime osservazioni per il pannello b) si riferiscono all'11 marzo 2020 per il costo del capitale di rischio e il costo dei titoli di debito emessi sul mercato e a gennaio 2020 per il costo dei prestiti.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2020 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare una flessione nel 2020 e nel 2021, per poi stabilizzarsi nel 2022. La contrazione può essere attribuita principalmente a un calo dell'avanzo primario. Tali andamenti si riflettono anche nell'orientamento delle politiche di bilancio che, secondo le previsioni, dovrebbe essere espansivo sia nel 2020 che nel 2021 e sostanzialmente neutrale nel 2022. Nonostante l'orientamento relativamente espansivo delle politiche di bilancio, il rapporto previsto fra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL nel complesso dell'area dell'euro dovrebbe mantenere una graduale tendenza al ribasso, a causa di un differenziale favorevole fra la crescita nominale del prodotto e l'onere medio e di un saldo primario lievemente positivo lungo l'intero periodo. Tuttavia, gli sviluppi legati alla diffusione del coronavirus (COVID-19), intervenuti dopo la finalizzazione delle proiezioni, segnalano effettivamente un'ulteriore espansione dell'orientamento delle politiche di bilancio. A tale riguardo, dovrebbe essere sostenuto con forza l'impegno dell'Eurogruppo a favore di un'azione politica congiunta e coordinata.*

**Secondo le proiezioni elaborate a marzo 2020 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare una flessione nel 2020 e nel 2021, per poi stabilizzarsi nel 2022<sup>9</sup>.**

Le proiezioni macroeconomiche formulate dalla BCE lo scorso marzo indicano che il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe aumentare, da un valore stimato dello 0,7 per cento del PIL nel 2019 all'1,1 per cento nel 2020, all'1,5 nel 2021 e nel 2022 (cfr. il grafico 25). Il calo del saldo di bilancio nel 2020 e nel 2021 è principalmente dovuto a un più contenuto saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, controbilanciato in parte da una minore spesa per interessi; la componente ciclica si riduce in misura marginale nell'orizzonte di proiezione.

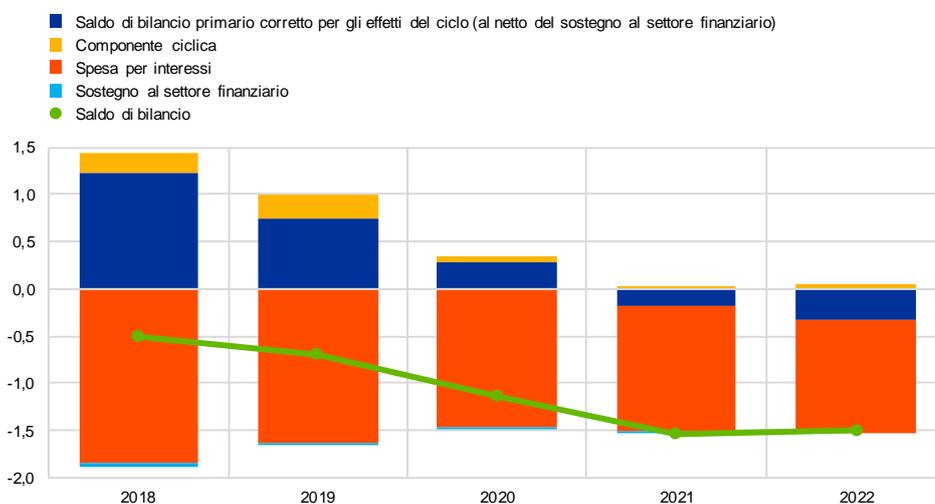
---

<sup>9</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2020* pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 marzo 2020.

## Grafico 25

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2020.

Nota: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche del complesso dell'area dell'euro.

**Secondo le proiezioni formulate a marzo 2020 dalla BCE, le prospettive di bilancio nell'area dell'euro per il periodo 2020-2022 mostrano una politica di bilancio significativamente più espansiva rispetto a quanto evidenziato dalle proiezioni formulate lo scorso dicembre dall'Eurosistema.** Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali nel 2020 e di 0,4 punti percentuali nel 2021 e nel 2022. Tali revisioni sono il risultato di un saldo primario più contenuto e di una componente ciclica più debole rispetto alle previsioni, mentre la spesa per interessi rimane invariata.

**Si stima che in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sia espansivo nel 2020 e nel 2021, e sostanzialmente neutrale nel 2022<sup>10</sup>.** Si stima che l'orientamento delle politiche di bilancio sia stato lievemente espansivo nel 2019 e si appresti a subire un ulteriore allentamento nel 2020 e nel 2021, fornendo sostegno all'attività economica. Ciò è riconducibile soprattutto all'aumento della spesa, in particolare per trasferimenti, in Germania, Spagna e Italia, e alla riduzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali in Francia e nei Paesi Bassi. Secondo le proiezioni nel 2022 l'orientamento delle politiche di bilancio sarà sostanzialmente neutrale.

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dalla BCE a marzo, il rapporto tra debito pubblico e PIL per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe confermare un andamento gradualmente discendente.** Le proiezioni indicano, inoltre, che il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL per il

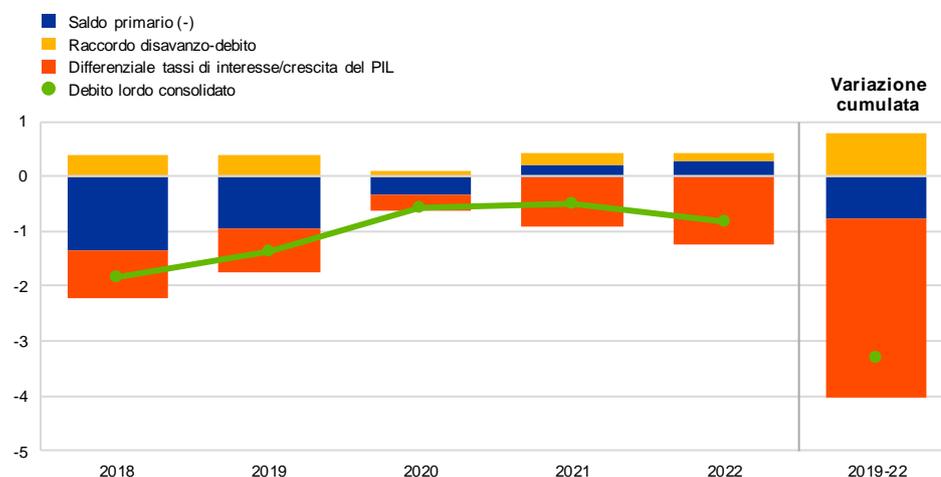
<sup>10</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da tali politiche all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

complesso dell'area dell'euro dovrebbe scendere dall'84,5 per cento del PIL del 2019 all'82,6 per cento nel 2022. Tale riduzione è sostenuta da un differenziale tra tassi di interesse e crescita nominale del prodotto favorevole<sup>11</sup>, mentre il contributo del saldo primario è prossimo allo zero nell'orizzonte di proiezione (cfr. il grafico 26). Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre si prevede un calo più lento del rapporto debito pubblico/PIL per effetto di avanzi primari che si prospettano più contenuti e di una componente ciclica meno favorevole. La più rapida diffusione del coronavirus, successiva alla finalizzazione delle proiezioni di marzo 2020, suggerisce che l'andamento del rapporto fra debito pubblico e PIL dovrebbe aumentare più di quanto previsto.

## Grafico 26

### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2020.

Nota: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche nel complesso dell'area dell'euro.

**La diffusione del coronavirus ha costituito uno shock rilevante a livello mondiale e per le economie dell'area dell'euro, che richiede una risposta ambiziosa e coordinata sul piano delle politiche di bilancio.** È ora necessario un sostegno tempestivo e mirato alla sanità, così come alle imprese e alle famiglie colpite, per contenere la diffusione del coronavirus, a tutela della salute pubblica, e attenuarne l'impatto economico. L'impegno dell'Eurogruppo a favore di un'azione politica congiunta e coordinata riceve pertanto pieno sostegno.

<sup>11</sup> Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico* nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

# Riquadri

## 1 Le informazioni negli articoli di stampa come indicatore dell'attività economica reale

a cura di Massimo Ferrari ed Helena Le Mezo

**I metodi di analisi testuale sono stati ampiamente utilizzati nella letteratura economica per misurare il rischio e l'incertezza in macroeconomia**<sup>12</sup>. Tuttavia, le evidenze relative alla quantità di informazioni sull'attività economica reale che è possibile estrarre da tali indici sono limitate. Il presente riquadro esamina un indicatore dell'attività economica reale degli Stati Uniti ricavato dall'analisi testuale degli articoli di giornale. L'indicatore è costruito utilizzando i dati della banca dati Factiva, che raccoglie tutti gli articoli pubblicati dai maggiori quotidiani in un ampio insieme di paesi. I testi degli articoli di giornale pubblicati negli Stati Uniti sono estratti dalla banca dati e utilizzati per costruire un indicatore dell'attività<sup>13</sup>. Per ogni giorno, a partire dal gennaio 1970, l'indicatore misura il numero di articoli che trattano il tema di un rallentamento (o recessione) dell'economia statunitense rispetto al totale degli articoli pubblicati nel paese. A livello intuitivo, l'indice costruito dovrebbe muoversi congiuntamente al ciclo economico, allorché la stampa dedica più spazio al tema del rallentamento dell'economia. L'indicatore, inoltre, dovrebbe reagire più rapidamente agli andamenti del ciclo economico che richiedono tempo per diventare visibili nelle variabili macro aggregate e sono spesso pubblicati con un certo ritardo. Tale indice, infine, può essere facilmente aggiornato con frequenza elevata (su base giornaliera) e applicato a un gran numero di economie avanzate ed emergenti.

**L'indice costruito può essere utilizzato come un rilevatore in real time dell'attività economica reale degli Stati Uniti.** Il grafico A mostra che l'indicatore evidenzia un buon grado di correlazione con i periodi di rallentamento economico negli Stati Uniti, quando questi sono misurati in termini di calo della produzione industriale o secondo le date delle recessioni individuate dal National Bureau of Economic Research (NBER). Tale correlazione suggerisce che l'indice ricavato dai testi, contenendo informazioni rilevanti sul ciclo economico, può essere utilizzato come un indicatore in tempo reale volto a tracciare con frequenza elevata gli andamenti economici.

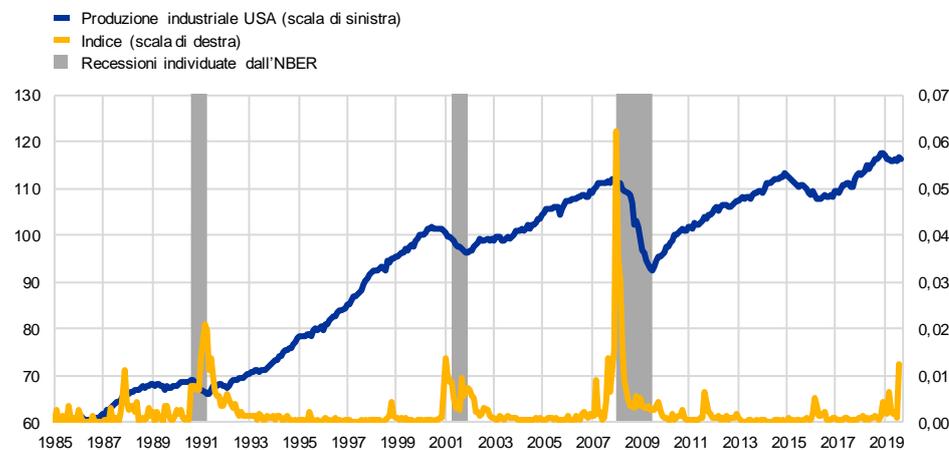
<sup>12</sup> Esempi recenti includono Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *International Finance Discussion Papers*, n. 1222, Board of Governors del Federal Reserve System (Stati Uniti), 2018; Baker, R.S., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131(4), Oxford University Press, 2016, pagg.1593-1636; per un recente approccio di analisi testuale applicata all'area dell'euro, cfr. Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. e Saiz, L., *Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning* nel numero 5/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

<sup>13</sup> Utilizzando lo stesso metodo adottato da Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *International Finance Management Papers*, n. 1222, Board of Governors del Federal Reserve System (Stati Uniti), 2018.

## Grafico A

### Indice ricavato dai testi e recessioni negli Stati Uniti

(indicatore del rallentamento economico ricavato dai testi; recessioni e produzione industriale degli Stati Uniti, indice (2010=100))



Fonti: Factiva, Haver Analytics ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: l'indicatore ricavato dai testi è costruito sulla base del rapporto tra il numero di articoli pubblicati negli Stati Uniti sul tema di un rallentamento dell'economia statunitense e il totale degli articoli pubblicati quotidianamente nel paese. I dati sono quindi aggregati con frequenza mensile. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

**L'indice ha anche un contenuto predittivo per l'attività economica futura.** Tale ipotesi può essere formalmente testata aggiungendo l'indicatore ricavato dai testi a un modello di probabilità di recessione standard<sup>14</sup>. Si stima la seguente equazione:

$$P(\text{Crisi})_{t+k} = \alpha + \beta^1 [\text{rendimenti}_t^3 \text{ mesi} - \text{rendimenti}_t^{10} \text{ anni}] + \beta^2 \text{Indice}_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1)$$

dove la previsione relativa alla probabilità di una recessione sull'orizzonte futuro ( $t + k$ ) è data dalla pendenza della curva dei rendimenti sull'orizzonte attuale (differenza tra rendimenti a breve e a lungo termine), che è un anticipatore standard della recessione, e dall'indicatore ricavato dai testi<sup>15</sup>. L'indice fornisce informazioni aggiuntive rispetto alla pendenza della curva dei rendimenti negli Stati Uniti. La bontà di adattamento dei modelli di probabilità di recessione è sintetizzata dalla cosiddetta curva ROC (receiver operator curve), che può essere considerata una misura dell'accuratezza delle previsioni ottenute dal modello<sup>16</sup>. Il grafico B mostra la statistica ROC: essa evidenzia che su orizzonti a breve termine il modello che include l'indice ricavato dagli articoli di giornale è superiore rispetto alla semplice specificazione con la curva dei rendimenti. L'inserimento dei dati desunti dagli articoli di stampa all'interno della stima migliora significativamente la capacità predittiva del modello. Tale valutazione è robusta rispetto a una definizione di recessione diversa

<sup>14</sup> Sulla base di Wright, J.H., "The yield curve and predicting recessions", *Finance and Economics Discussion Series*, 2006-07, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., febbraio 2006.

<sup>15</sup> I modelli basati sulla curva dei rendimenti sono stati recentemente rivisti nel contesto dei programmi di acquisto di attività delle principali banche centrali. Cfr. il riquadro *L'inversione della curva dei rendimenti e i segnali di recessione provenienti dai mercati finanziari statunitensi* nel numero 1/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

<sup>16</sup> La ROC confronta il vero positivo, ossia la stima di una recessione quando essa è realmente in atto, con i falsi positivi, che si ottengono nel caso in cui una recessione è stimata ma non si sta verificando. Maggiore è la prossimità della statistica ROC all'asse verticale, più elevata sarà la capacità predittiva del modello. Inoltre è possibile sintetizzare il grafico della ROC calcolando l'area collocata al di sotto della curva, ma al di sopra della retta tracciata a 45 gradi (che implica assegnazioni casuali). Più ampia è l'area al di sotto della curva, più accurato risulterà il modello.

da quella utilizzata dall'NBER (ad esempio se si definisce recessione un periodo di otto mesi consecutivi di contrazione della produzione industriale) e all'esclusione del periodo della crisi finanziaria mondiale.

**Le evidenze esposte nel presente riquadro mostrano che le informazioni estratte dagli articoli di stampa risultano utili al monitoraggio degli andamenti economici e integrano i dati macroeconomici.** Gli articoli di giornale raccolgono un ampio insieme di informazioni sul ciclo economico che non sono immediatamente rilevate dalle serie temporali dei dati macroeconomici. La disponibilità quotidiana e il possibile aggiornamento su base giornaliera di tale tipologia di indicatore ricavato dai testi rendono l'indice utile e rilevante per il monitoraggio e la previsione degli andamenti economici, in particolare di quelli relativi a orizzonti temporali ravvicinati.

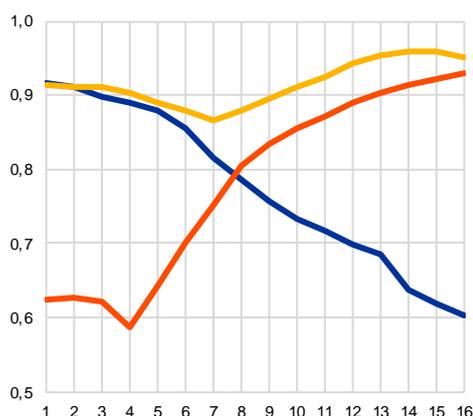
### Grafico B

Statistiche sulla bontà di adattamento dei modelli di probabilità di recessione su orizzonti di previsione differenti in termini di mesi

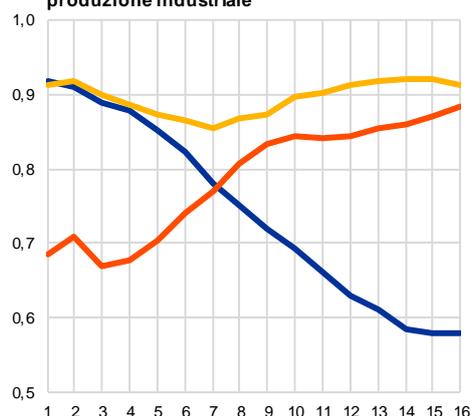
(indice, lato sinistro)

■ Indice  
 ■ Curva dei rendimenti  
 ■ Indice e curva dei rendimenti

a) Recessioni individuate dall'NBER



b) Otto mesi consecutivi di contrazione della produzione industriale



Fonti: Factiva, Haver Analytics ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: la bontà di adattamento è basata sulla statistica ROC ottenuta dal modello di probabilità di recessione stimato con: a) la sola curva dei rendimenti; b) il solo indice ricavato dai testi; c) sia l'indice ricavato dai testi, sia la curva dei rendimenti per ciascun orizzonte di previsione. La statistica è calcolata come la distanza normalizzata tra le previsioni corrette del modello e un'assegnazione casuale (ossia il 50 per cento di probabilità costante di contrazione); maggiore è la distanza, più elevato è il valore della statistica ROC. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

## 2 Il ruolo della tassazione delle imprese multinazionali nella prima inversione di tendenza dei flussi di investimenti diretti esteri nell'area dell'euro

a cura di Virginia Di Nino e Andrejs Semjonovs

**Il presente riquadro spiega come la tassazione delle imprese multinazionali, a seguito della recente riforma delle imposte societarie negli Stati Uniti, abbia influenzato i flussi di investimenti diretti esteri (IDE) verso e dall'area dell'euro<sup>17</sup>.**

Nell'area dell'euro, come in altre economie avanzate, gli investimenti all'estero da parte di società residenti sono normalmente superiori a quelli effettuati nell'area da parte di società estere. Nel corso del 2018, tuttavia, i deflussi netti di IDE, che possono essere considerati anche come le attività nette degli IDE dell'area dell'euro (in genere investimenti di società nazionali in affiliate estere), sono divenuti afflussi e gli afflussi netti di IDE (o passività nette, ossia gli investimenti netti delle società estere nell'area dell'euro), sono divenuti deflussi. Per lo più tali movimenti di capitale sono legati ad alcune misure contenute nella riforma delle imposte societarie entrata in vigore negli Stati Uniti all'inizio del 2018<sup>18</sup>.

**L'inversione di tendenza dei flussi di IDE dell'area dell'euro è dipesa interamente da quelli da e verso a) gli Stati Uniti e b) i centri offshore (cfr. il grafico A).** Le multinazionali statunitensi hanno iniziato a ritirare i propri investimenti dall'area dell'euro (generando deflussi netti di IDE in termini bilaterali) nel 2017, cioè prima della riforma delle imposte societarie; tuttavia i flussi aggregati di IDE nell'area dell'euro hanno registrato un'inversione di tendenza nel corso del secondo semestre del 2018, quando anche i centri offshore hanno avviato i loro disinvestimenti dall'area.

---

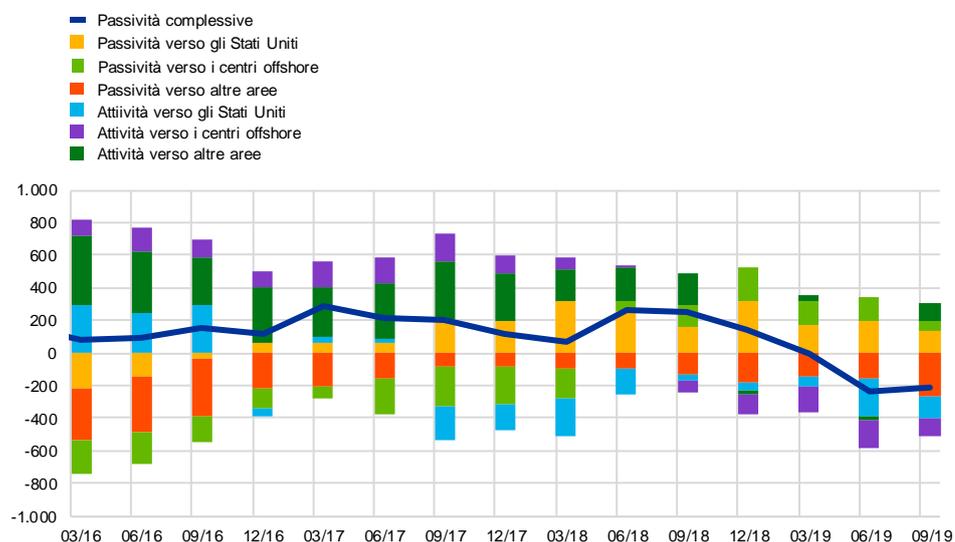
<sup>17</sup> Cfr. anche il riquadro *Gli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro dal 2018: il ruolo delle società-veicolo finanziarie* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>18</sup> Cfr. anche l'articolo *Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico A

### Flussi di IDE (attività e passività nette) dell'area dell'euro per regione di origine o di destinazione

(somma mobile delle transazioni su quattro trimestri, miliardi di euro, dati non destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Note: per le attività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti al di fuori dell'area dell'euro da parte di investitori dell'area. Per le passività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. I centri offshore sono: Andorra, Antigua e Barbuda, Anguilla, Aruba, Barbados, Bahrein, Bermuda, Bahamas, Belize, Isole Cook, Curaçao, Dominica, Grenada, Guernsey, Gibilterra, RAS di Hong Kong, Isola di Man, Jersey, Saint Kitts e Nevis, Isole Cayman, Libano, Saint Lucia, Liechtenstein, Liberia, Filippine, Seychelles, Mauritius, Sint Maarten, Isole Turks e Caicos, Isole Vergini britanniche, Vanuatu e Samoa. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019.

**L'inversione di tendenza dei flussi netti di IDE si è verificata solo in alcuni centri finanziari dell'area dell'euro, cioè nei paesi che registravano ingenti flussi finanziari, e si è concretizzata tramite le transazioni di società veicolo finanziarie (cfr. il grafico B).** Nelle altre economie dell'area i flussi sono rimasti invariati e non si è registrata alcuna significativa ricomposizione geografica delle transazioni di IDE. Inoltre, a causa del suo doppio impatto (attività e passività), l'inversione di tendenza riflette l'alto grado di comovimento tra flussi di attività e di passività in quei paesi interessati dalle pratiche di "round-tripping" e "pass-through" delle imprese multinazionali<sup>19</sup>. In Irlanda, tuttavia, la contrazione degli afflussi e dei deflussi lordi di IDE ha riguardato principalmente le transazioni con altri centri finanziari dell'area dell'euro (non con gli Stati Uniti) e si è manifestata prima, a partire dal quarto trimestre del 2017<sup>20</sup>. Data la complessa struttura della rete mondiale di IDE, una possibile interpretazione di tale evidenza è che alcuni rimpatri di utili dall'Irlanda potrebbero essersi verificati attraverso altri centri finanziari dell'area dell'euro.

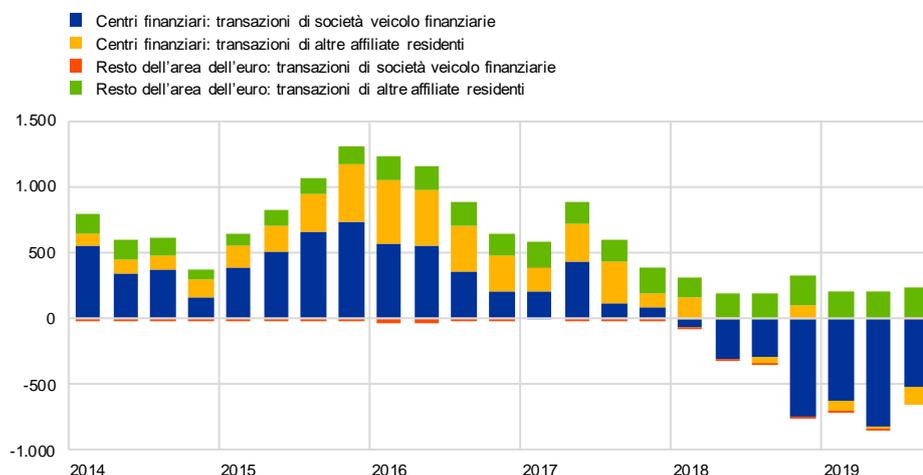
<sup>19</sup> Con il round-tripping una società vende attività a una o più società terze, generalmente con sede in un'altra giurisdizione, con l'accordo di riacquistarle (o acquistare attività analoghe) allo stesso prezzo circa. Tali transazioni accrescono gli introiti e i costi senza incidere sugli utili. Spesso sono associate a pratiche di pass-through, che prevedono che la società che acquista i titoli paghi le imposte sui rendimenti delle attività e la società che li vende ottenga sgravi fiscali.

<sup>20</sup> Cfr. Emter L., Kennedy, B. e McQuade, P., "US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics", *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, aprile 2019.

## Grafico B

### Transazioni di IDE passivi nell'area dell'euro: società veicolo finanziarie in confronto con altre affiliate residenti

(somma mobile delle transazioni su quattro trimestri, miliardi di euro, dati non destagionalizzati)



Fonte: OCSE ed Eurostat

Note: le aree blu e rosse rispecchiano gli investimenti in entrata netti in unità operative identificabili come società veicolo finanziarie. Le aree gialle e verdi rispecchiano gli IDE netti in entrata in tutte le altre entità residenti nell'area dell'euro identificabili come affiliate di società straniere. I centri finanziari sono Belgio, Lussemburgo e Paesi Bassi. Il resto dell'area dell'euro comprende tutti gli altri paesi membri tranne Spagna, Cipro, Lettonia e Malta, che sono esclusi a causa della mancanza di dati. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019.

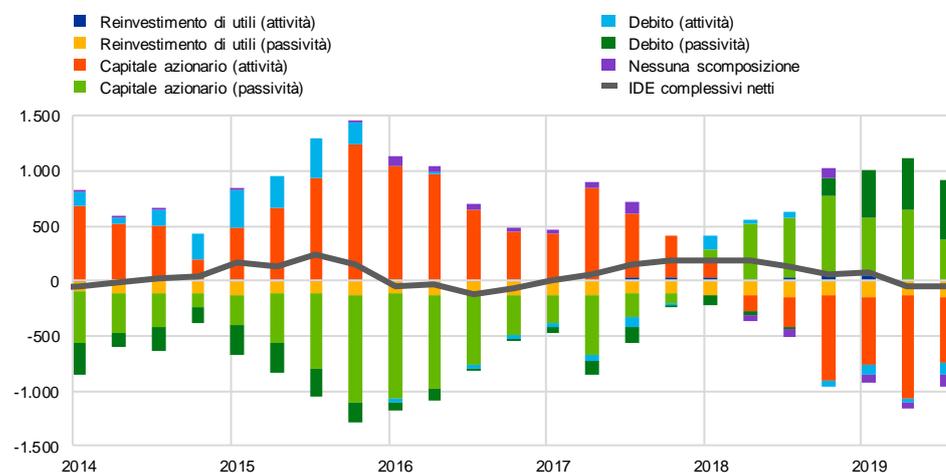
**La scomposizione dei flussi lordi di IDE per tipo di strumento mostra che l'inversione di tendenza ha riguardato principalmente la componente azionaria, ma non quella degli utili reinvestiti (cfr. il grafico C).** In questo senso, l'inversione di tendenza è una dimostrazione del fatto che le decisioni sugli investimenti diretti riflettono soprattutto considerazioni di natura fiscale. L'inversione di tendenza non ha innescato una ricomposizione o una riallocazione di capitale azionario e strumenti di debito relativi agli IDE nei confronti di altre economie dell'area dell'euro. Inoltre, gli utili reinvestiti sono rimasti sostanzialmente invariati, in quanto i profitti precedenti, rimpatriati con l'aliquota preferenziale *una tantum* concessa con la riforma delle imposte societarie negli Stati Uniti, non sono stati registrati come redditi distribuiti; i "super" dividendi (dividendi di grandi dimensioni ed eccezionali) sono infatti registrati in bilancia dei pagamenti nella componente azionaria dei flussi di IDE. Nel 2018, il gettito fiscale proveniente dai redditi societari ha continuato a crescere, in Irlanda, proprio per questo motivo, oltre che per ragioni legate alla stabilità degli IDE netti e per il trasferimento in Irlanda di alcune grandi multinazionali statunitensi<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> In passato, la riduzione delle aliquote delle imprese statunitensi sembra aver determinato un aumento dell'occupazione e della crescita in Irlanda, grazie agli investimenti in settori finanziati dall'esterno. In questo caso, tuttavia, potrebbe delinearci un rischio di deflusso di capitali a seguito di cambiamenti nelle attività delle imprese multinazionali del paese. Cfr. Clancy, D., "US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy", *Working Paper Series*, n. 38, Meccanismo europeo di stabilità, 2019.

## Grafico C

### Flussi netti di IDE nei centri finanziari dell'area dell'euro (attività e passività) per tipo di strumento finanziario

(somma mobile delle transazioni su quattro trimestri, miliardi di euro, dati non destagionalizzati)



Fonte: OCSE.

Note: i dati per l'Irlanda relativi alle componenti debito, capitale azionario e utili reinvestiti non sono stati pubblicati per alcuni trimestri. I dati su Malta e Cipro non sono disponibili. Le passività nette sono segnalate su scala inversa nella sezione negativa (se positive) dell'asse verticale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019.

**Mentre era previsto che alcune disposizioni della riforma fiscale statunitense avessero effetti transitori sulle transazioni di IDE, la riforma conteneva anche misure contro l'erosione della base imponibile, che possono incidere sui flussi lordi e netti di IDE nel lungo periodo.** La riforma includeva una riduzione fiscale una tantum sui profitti realizzati in passato e non rimpatriati; tuttavia l'esenzione fiscale totale ora in vigore per i redditi esteri percepiti in forma di dividendi si applica in genere ugualmente sia che siano rimpatriati sia che siano mantenuti all'estero. Ciò riduce l'incentivo per le multinazionali statunitensi a reinvestire gli utili all'estero. Inoltre, la riforma contiene anche misure contro l'erosione della base imponibile, che può incidere sui flussi lordi e netti di IDE nel lungo periodo; riduce gli incentivi per le società statunitensi a trasferire le loro attività immateriali all'estero, consentendo una deduzione fiscale fino al 37,5 per cento per i redditi esteri derivanti da attività intangibili. L'inversione di tendenza dei flussi lordi di IDE nell'area dell'euro potrebbe quindi rappresentare una transizione verso un nuovo equilibrio negli investimenti esteri. Sebbene sia presto per qualsiasi valutazione, nel 2019 i disinvestimenti sono proseguiti e nei centri finanziari dell'area dell'euro hanno riguardato non solo le passività in titoli azionari, ma anche la componente di debito degli IDE (cfr. il grafico C). Le stime mensili dell'ultimo trimestre del 2019 indicano che l'inversione potrebbe essersi arrestata e che potrebbe essere in corso una normalizzazione delle condizioni, ma i flussi sono rimasti piuttosto modesti, se considerati in serie storica.

### 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020

a cura di Pamina Karl e Marco Weißler

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2019, ossia, rispettivamente, dal 30 ottobre al 17 dicembre 2019 e dal 18 dicembre 2019 al 28 gennaio 2020.** Il periodo in esame comprende l'avvio del sistema a due livelli per la remunerazione della liquidità in eccesso. A partire dal settimo periodo di mantenimento delle riserve, iniziato il 30 ottobre 2019, tale sistema esenta una parte della liquidità in eccesso detenuta dall'ente creditizio (vale a dire l'ammontare di riserve eccedenti le riserve obbligatorie minime) dalla remunerazione negativa al tasso applicato alle operazioni di deposito presso la banca centrale<sup>22</sup>. Al contrario, tali eccedenze di liquidità sono attualmente remunerate al tasso annuo dello 0 per cento. Altre modifiche recenti comprendono i rimborsi netti di liquidità fornita attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), nonché la ripresa degli acquisti di attività.

#### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, ammontava a 1.505,7 miliardi di euro nel periodo in esame.** Si tratta di un importo inferiore di 53,7 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento (vale a dire il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve nel 2019; cfr. la tavola A). I fattori autonomi netti sono diminuiti di 55,4 miliardi di euro, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 1,7 miliardi, raggiungendo 134,3 miliardi di euro.

**Il calo dei fattori autonomi netti è stato determinato principalmente da un aumento dal lato delle attività del bilancio dell'Eurosistema (attività nette sull'estero e attività nette denominate in euro).** I fattori autonomi dal lato delle attività sono aumentati di 55,1 miliardi fino a raggiungere 1.009,1 miliardi di euro, a fronte sia di un aumento di 33,2 miliardi di euro in attività nette sull'estero, simile a quello registrato nel periodo di riferimento precedente, sia di un aumento di 21,9 miliardi in attività nette denominate in euro, le quali si sono attestate a 238,0 miliardi di euro. I fattori autonomi dal lato delle passività sono rimasti quasi invariati a livello aggregato (in calo di 0,4 miliardi di euro). Mentre altri fattori autonomi e banconote in circolazione sono aumentati, rispettivamente, di 42,3 e 20,0 miliardi di euro, questi aumenti sono stati interamente compensati dai minori depositi delle amministrazioni pubbliche, che nel periodo in esame sono stati in media pari a 219,8 miliardi di euro, dopo aver raggiunto un massimo storico di 298,6 miliardi di euro nel sesto periodo di

<sup>22</sup> Le riserve ammissibili detenute dagli istituti di credito sono calcolate in base alla media dei saldi di fine giornata presenti nel conto corrente dell'istituto nel periodo di mantenimento. L'esenzione dai tassi di interesse negativi si applica alla liquidità in eccesso detenuta nelle partite correnti fino a un determinato coefficiente di moltiplicazione della riserva obbligatoria minima dell'istituto di credito. Il Consiglio direttivo ha fissato tale coefficiente iniziale a sei.

mantenimento delle riserve. Nel complesso i fattori autonomi netti, definiti come i fattori autonomi di assorbimento di liquidità dal lato delle passività meno i fattori autonomi di immissione di liquidità sul lato delle attività, sono scesi a 1.371,4 miliardi di euro.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 31 luglio 2019 al 29 ottobre 2019	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 30 ottobre al 17 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 18 dicembre al 28 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.380,2</b>	<b>(-0,4)</b>	<b>2.384,8</b>	<b>(-37,1)</b>	<b>2.375,0</b>	<b>(-9,8)</b>	<b>2.380,6</b>	<b>(+87,3)</b>
Banconote in circolazione	1.271,8	(+20,0)	1.262,9	(+10,1)	1.282,2	(+19,3)	1.251,8	(+17,8)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	219,8	(-62,7)	226,6	(-72,1)	211,8	(-14,7)	282,4	(+11,9)
Altri fattori autonomi <sup>1</sup>	888,7	(+42,3)	895,3	(+24,8)	880,9	(-14,4)	846,4	(+57,6)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>1.510,1</b>	<b>(+284,9)</b>	<b>1.528,0</b>	<b>(+272,7)</b>	<b>1.489,2</b>	<b>(-38,8)</b>	<b>1.225,2</b>	<b>(-17,2)</b>
<b>Riserve obbligatorie minime</b>	<b>134,3</b>	<b>(+1,7)</b>	<b>134,1</b>	<b>(+0,9)</b>	<b>134,5</b>	<b>(+0,3)</b>	<b>132,6</b>	<b>(+2,5)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>256,4</b>	<b>(-253,6)</b>	<b>257,9</b>	<b>(-198,7)</b>	<b>254,6</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>510,0</b>	<b>(-77,4)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come la somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 31 luglio 2019 al 29 ottobre 2019	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 30 ottobre al 17 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 18 dicembre al 28 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.009,1</b>	<b>(+55,1)</b>	<b>1.020,9</b>	<b>(+32,7)</b>	<b>995,4</b>	<b>(-25,5)</b>	<b>954,0</b>	<b>(+41,7)</b>
Attività nette sull'estero	771,1	(+33,2)	773,3	(+14,8)	768,6	(-4,7)	737,9	(+38,5)
Attività nette denominate in euro	238,0	(+21,9)	247,6	(+17,9)	226,9	(-20,7)	216,1	(+3,2)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>3.272,2</b>	<b>(-22,4)</b>	<b>3.284,3</b>	<b>(+5,1)</b>	<b>3.258,1</b>	<b>(-26,2)</b>	<b>3.294,6</b>	<b>(-46,6)</b>
Operazioni di mercato aperto	3.272,2	(-22,4)	3.284,3	(+5,1)	3.258,1	(-26,2)	3.294,6	(-46,4)
Operazioni d'asta	644,0	(-39,9)	665,5	(-5,0)	619,0	(-46,5)	683,9	(-31,1)
ORP	2,3	(-0,2)	1,8	(-0,2)	2,9	(+1,1)	2,5	(-2,6)
ORLT a tre mesi	3,4	(+0,5)	2,7	(-0,1)	4,3	(+1,6)	2,9	(-0,3)
OMRLT-II	589,8	(-87,3)	657,6	(-5,3)	510,8	(-146,8)	677,2	(-29,5)
OMRLT-III	48,5	(+47,2)	3,4	(+0,6)	101,1	(+97,7)	1,3	(+1,3)
Portafogli definitivi	2.628,2	(+17,5)	2.618,8	(+10,1)	2.639,1	(+20,3)	2.610,7	(-15,1)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,0	(-0,8)	2,3	(-0,5)	1,7	(-0,5)	2,8	(-0,3)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,9	(-0,3)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,0)	3,2	(-0,3)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	263,8	(+2,8)	262,9	(+2,3)	264,8	(+1,9)	260,9	(-0,8)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	47,9	(-4,9)	47,8	(-3,6)	47,9	(+0,0)	52,8	(-8,6)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	28,2	(+2,1)	27,9	(+1,7)	28,6	(+0,7)	26,1	(-0,1)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.099,9	(+12,3)	2.093,4	(+6,0)	2.107,6	(+14,3)	2.087,6	(-4,8)
Programma di acquisto di attività del settore societario	183,5	(+6,2)	181,6	(+4,2)	185,6	(+4,0)	177,3	(-0,4)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,2)

Fonte: BCE.

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 31 luglio 2019 al 29 ottobre 2019	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 30 ottobre al 17 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 18 dicembre al 28 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1</sup>	1.505,7	(-53,7)	1.498,4	(-69,0)	1.514,3	(+15,9)	1.559,5	(+48,2)
Fattori autonomi netti <sup>2</sup>	1.371,4	(-55,4)	1.364,3	(-69,9)	1.379,8	(+15,6)	1.426,9	(+45,6)
Liquidità in eccesso <sup>3</sup>	1.766,5	(+31,3)	1.785,9	(+74,0)	1.743,8	(-42,0)	1.735,2	(-94,5)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie minime.

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

3) Calcolate come somma fra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 31 luglio 2019 al 29 ottobre 2019	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 30 ottobre al 17 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 18 dicembre al 28 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,45	(-0,05)
EONIA <sup>1</sup>	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)	-0,408	(-0,04)
€STR <sup>2</sup>	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)	-0,496	(-0,05)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolato come €STR (Euro short-term rate) aumentato di 8,5 punti base a partire dal 1° ottobre 2019. Le differenze nelle variazioni mostrate per l'EONIA (Euro overnight index average) e l'€STR sono dovute ad arrotondamenti.

2) Nel calcolo delle medie precedenti al 30 settembre 2019 sono inclusi i dati pre-€STR.

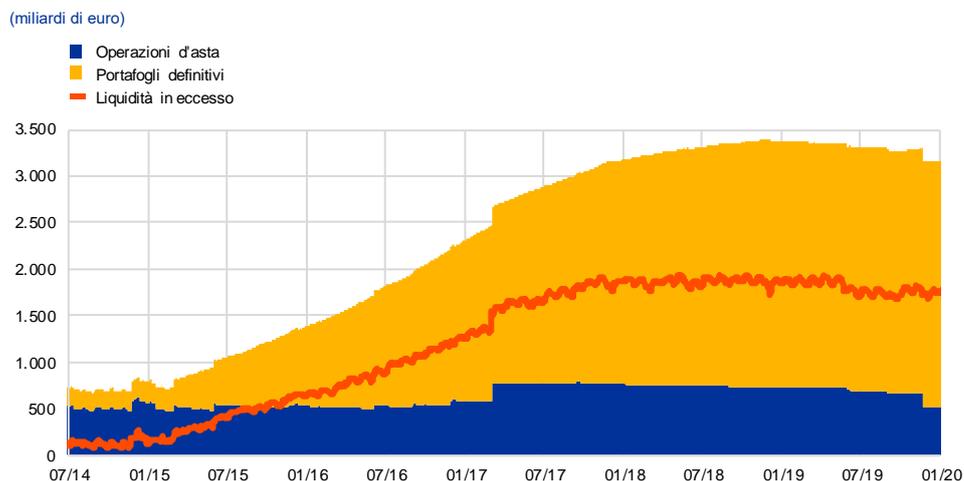
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e portafogli di politica monetaria, è sceso di 22,4 miliardi di euro, raggiungendo i 3.272,2 miliardi (cfr. il grafico A).** Come nel caso dei due precedenti periodi di mantenimento, tale diminuzione è dovuta principalmente a un calo della domanda nelle operazioni d'asta. Per contro, e a differenza dei precedenti periodi di riferimento nel 2019, la liquidità fornita attraverso portafogli di politica monetaria è nuovamente aumentata in seguito alla ripresa degli

acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a novembre 2019.

### Grafico A

Andamento della liquidità offerta nell'ambito delle operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 28 gennaio 2020.

#### **L'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è diminuito durante il periodo di riferimento, proprio come nel periodo precedente.**

La riduzione, di 39,9 miliardi, a 644,0 miliardi di euro è dovuta principalmente alla minore liquidità fornita tramite le OMRLT. Le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro hanno rimborsato volontariamente in media 87,3 miliardi di euro del finanziamento delle OMRLT II nel corso dei due periodi di mantenimento. Ciò ha superato l'assorbimento del nuovo finanziamento OMRLT III, che è aumentato in media di 47,2 miliardi di euro, per attestarsi su una media di 48,5 miliardi di euro durante il periodo in esame. Inoltre, l'offerta di liquidità mediante le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) è leggermente diminuita, passando da 2,5 a 2,3 miliardi di euro. La diminuzione media osservata sarebbe stata persino maggiore senza l'operazione ORP di fine anno, in cui sono stati assegnati 7,9 miliardi di euro. L'ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi ha registrato un lieve incremento, pari a 0,5 miliardi di euro.

#### **La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata di 17,5 miliardi, attestandosi a 2.628,2 miliardi di euro, per effetto della ripresa degli acquisti netti di attività.**

L'ammontare medio delle riserve detenute nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) è aumentato di 12,3 miliardi, raggiungendo i 2.099,9 miliardi di euro, e l'ammontare medio delle riserve detenute nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) è cresciuto di 6,2 miliardi, per attestarsi a 183,5 miliardi di euro. Inoltre, le riserve detenute nell'ambito del terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme, CBPP3) e del programma di acquisto di titoli garantiti da attività (asset-backed securities purchase

programme, ABSPP) sono aumentate rispettivamente di 2,8 e 2,1 miliardi di euro<sup>23</sup>. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) sono stati pari a 4,9 miliardi di euro nel periodo in esame.

## Eccesso di liquidità

**Poiché il fabbisogno aggregato di liquidità è diminuito, la liquidità media in eccesso è aumentata di 31,3 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente, fino a raggiungere 1.766,5 miliardi di euro (cfr. il grafico A).**

Nonostante la riduzione dell'offerta di liquidità attraverso le operazioni d'asta, la diminuzione dei fattori autonomi netti e la ripresa degli acquisti netti di attività hanno aumentato la liquidità in eccesso nell'area dell'euro.

**Inoltre, la composizione della liquidità in eccesso ha risentito dell'avvio del sistema a due livelli per la remunerazione della liquidità in eccesso detenuta nell'area dell'euro a partire dal settimo periodo di mantenimento.** Ciò è dovuto al fatto che solo i saldi detenuti nei conti correnti degli istituti di credito fino alla rispettiva quota massima sono esenti dalla remunerazione negativa al tasso applicato alle operazioni di deposito presso la banca centrale. Ciò ha portato a una nuova scrittura contabile dei fondi detenuti dagli istituti di credito: dai depositi presso la banca centrale, diminuiti di 253,6 miliardi di euro, ai loro conti correnti, aumentati di 284,9 miliardi di euro.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento l'€STR è rimasto sostanzialmente stabile.** I tassi sui depositi presso la BCE, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti invariati durante il periodo in esame. Di conseguenza, l'€STR è rimasto stabile nel settimo e ottavo periodo di mantenimento, rispettivamente a -53,9 e a -54,0 punti base. L'introduzione del sistema di remunerazione a due livelli non ha influito in modo significativo sul livello dell'€STR. L'EONIA, che da ottobre 2019 è calcolato come l'€STR più un differenziale fisso, si è mosso in parallelo con l'€STR.

---

<sup>23</sup> Nonostante il reinvestimento integrale, per ragioni operative potrebbero verificarsi limitati scostamenti temporanei in termini di dimensione e composizione complessive del PAA. Cfr. l'articolo [Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti](#) nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

## Le implicazioni delle misure di bilancio volte a far fronte ai cambiamenti climatici

a cura di Steffen Osterloh

**Il presente riquadro valuta l'impatto di alcune misure di bilancio finalizzate a ridurre le emissioni di gas serra sulla crescita e sull'inflazione nell'orizzonte temporale considerato dalle proiezioni degli esperti della BCE di marzo 2020.**

Gli attuali obiettivi in termini di riduzione delle emissioni a livello dell'UE e gli obiettivi strategici per il periodo 2021-2030 si basano sul quadro per le politiche dell'energia e del clima all'orizzonte 2030, adottato dal Consiglio europeo nel 2014. Tale quadro prevede obiettivi vincolanti per la riduzione delle emissioni di gas serra a livelli inferiori a quelli del 1990, ossia una riduzione delle emissioni pari al 20 per cento entro il 2020 e ad almeno il 40 per cento entro il 2030. Tra le politiche destinate a ridurre le emissioni di carbonio nell'Unione europea figurano: a) il sistema di scambio delle quote di emissione (EU Emissions Trading System, EU ETS), che interessa circa il 45 per cento delle emissioni di gas serra dell'UE e limita le emissioni prodotte, in particolare, in attività svolte nell'Unione europea, in Islanda, in Liechtenstein e in Norvegia e caratterizzate da un elevato consumo di energia, come quelle delle centrali elettriche, delle industrie ad alta intensità energetica e i voli tra gli aeroporti situati nello Spazio economico europeo (SEE); b) le misure nazionali adottate in settori che non rientrano nel sistema ETS, come quello dei trasporti, del riscaldamento e dell'agricoltura.

**Il sistema ETS dell'UE garantisce una riduzione annuale delle emissioni nei settori interessati, ma lascia un margine di incertezza in merito all'andamento dei prezzi delle quote di emissione.**

Il sistema ETS opera secondo il principio della limitazione e dello scambio ("cap and trade") delle emissioni, stabilendo un tetto massimo alla quantità totale di alcuni gas serra che possono essere emessi dagli impianti rientranti nel sistema e consentendo alle imprese di scambiare le loro quote di emissioni. Tale tetto si riduce nel tempo così che le emissioni totali diminuiscano. La percentuale di quote messe all'asta, ossia di quote che non vengono cedute gratuitamente alle imprese, è aumentata nel tempo, raggiungendo il 57 per cento nel periodo 2013-2020. Il prezzo che le imprese devono pagare per la parte di quote messe all'asta ha un effetto analogo a quello di un'imposta sul contenuto di carbonio dei fattori di produzione, in quanto ne accresce immediatamente i costi di produzione. La letteratura empirica mostra che gli incrementi dei costi dovuti all'aumento dei prezzi delle quote di emissione precedentemente acquistate nell'ambito del sistema ETS sono stati in gran parte trasferiti ai prezzi al consumo<sup>24</sup>.

**Negli ultimi due anni l'andamento dei prezzi delle quote nel sistema ETS ha probabilmente generato limitate pressioni inflazionistiche, anche se i mercati prevedono, al massimo, ulteriori moderati aumenti nell'arco dell'orizzonte di proiezione.** Dopo essersi mantenuto a livelli relativamente bassi pari, in media, a circa 6 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> tra il 2012 e il 2017, il prezzo delle quote di

<sup>24</sup> Cfr., ad esempio, Martin, R. et al., "The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?", *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 10, numero 1, 2016, pagg. 129-148.

emissione nel sistema ETS è aumentato in modo significativo, nel 2018 e nel 2019, alla fine del quale ha toccato i 25 euro a tonnellata. Tale aumento si è tradotto anche in un cospicuo incremento delle entrate pubbliche derivanti dalle quote messe all'asta e in costi aggiuntivi per le imprese. Ciò ha avuto effetti positivi sull'inflazione dell'area dell'euro nel 2018 e 2019 ed effetti negativi, sebbene molto contenuti, sulla crescita del PIL. Tuttavia, nonostante il razionamento delle quote di emissione attualmente in corso, i future sulle quote ETS non indicano al momento un ulteriore marcato incremento dei prezzi, il che suggerisce che nei prossimi anni non si prevede un forte impatto sui prezzi al consumo. Ciononostante, la volatilità dei prezzi delle quote di emissioni continua a rappresentare un fattore di rischio per lo IAPC.

**La riduzione delle emissioni nei restanti settori (non rientranti nel sistema ETS) è sancita dal cosiddetto regolamento sulla condivisione degli sforzi.** Tale regolamento stabilisce obiettivi annuali vincolanti in materia di emissioni di gas serra per gli Stati membri dell'UE nei periodi 2013-2020 e 2021-2030. Nel complesso, rispetto ai livelli del 2005, gli obiettivi nazionali mirano a conseguire collettivamente una riduzione di circa il 10 per cento entro il 2020 e del 30 per cento entro il 2030. A differenza di quanto avviene per i settori rientranti nel sistema ETS, per quelli non disciplinati da quest'ultimo sono gli Stati membri a essere responsabili dell'elaborazione di politiche volte a raggiungere gli obiettivi nazionali.

**In Germania è stato recentemente approvato un sistema nazionale di prezzi per le emissioni di carbonio prodotte dai settori non regolamentati dal sistema ETS dell'UE che dovrebbe avere effetti positivi sull'inflazione.** Il "pacchetto per il clima" concordato a dicembre 2019 prevede, fra l'altro, che nel 2021 venga introdotto un sistema nazionale di fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio per i settori dei trasporti e del riscaldamento degli edifici. Nell'ambito di tale sistema verrà inizialmente applicato un prezzo fisso che aumenterà progressivamente fino al 2025, per cui esso in una prima fase avrà effetti simili a quelli di un'imposta sulle emissioni di carbonio. Le proiezioni di dicembre 2019 riflettevano l'accordo inizialmente sottoscritto dalla coalizione, che per il 2021 stabiliva un prezzo iniziale di 10 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub>. Tra il 2021 e il 2022 è stato previsto un effetto positivo sullo IAPC, mentre l'effetto sul PIL dovrebbe essere contenuto<sup>25</sup>. L'impatto sui prezzi e sul PIL dovrebbe essere ridotto in quanto gran parte delle entrate provenienti dalla vendita delle quote sarà utilizzata per fornire forme di compensazione al settore industriale e ai consumatori, in particolare attraverso una diminuzione delle tariffe per l'erogazione di energia elettrica derivante da una riduzione dell'imposta applicata dalla legge tedesca in materia di energie rinnovabili (*Erneuerbare-Energien-Gesetz, EEG*), coerentemente con l'aumento dei prezzi delle emissioni di CO<sub>2</sub>. Inoltre, sarà incrementata la spesa per gli interventi a favore dell'ambiente. Le proiezioni di marzo 2020 integrano il pacchetto rivisto, che prevede un prezzo molto più elevato pari a 25 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> nel 2021, fino a 55 euro a tonnellata entro il 2025. Tuttavia, le implicazioni macroeconomiche di tale revisione dovrebbero essere contenute, poiché gli effetti dell'incremento del prezzo delle emissioni di CO<sub>2</sub> risulteranno attenuati per effetto dell'annunciato integrale impiego delle entrate

---

<sup>25</sup> Per una quantificazione, cfr. "The impact of the Climate Package on economic growth and inflation", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno, dicembre 2019.

aggiuntive al fine di diminuire ulteriormente le tariffe dell'energia elettrica attraverso una riduzione dell'imposta EEG.

**Nei prossimi anni sono previsti pochi aumenti delle imposte sulle emissioni di carbonio.** Insieme ai limiti alle emissioni di carbonio e ai sistemi per il loro scambio, le imposte che vengono applicate sul contenuto di carbonio dei combustibili sono considerate lo strumento più efficace in termini di costi al fine di ridurre tali emissioni. Un aumento progressivo e automatico dei prezzi di queste ultime volto a raggiungere gli obiettivi nazionali di riduzione consentirebbe alle famiglie e alle imprese di adattarsi gradualmente, ma in nessuno degli otto paesi dell'area dell'euro che hanno introdotto un'imposta sulle emissioni di carbonio esiste attualmente un tale meccanismo automatico. L'Irlanda ha approvato un pacchetto legislativo che per il 2020 prevede un aumento delle imposte sulle emissioni di carbonio dalle implicazioni di bilancio molto poco significative per l'intera area dell'euro e il governo ha manifestato l'intenzione di introdurre incrementi lineari dell'imposta fino al 2030. In Portogallo vige un meccanismo che lega l'aliquota dell'imposta sulle emissioni di carbonio al prezzo delle quote del sistema ETS dell'UE nell'anno precedente e che recentemente ha comportato alcuni aumenti. Nei restanti paesi non è attualmente previsto un incremento delle aliquote dell'imposta sulle emissioni di carbonio.

**Diversi paesi stanno pianificando aumenti delle imposte ambientali lungo l'orizzonte di proiezione, ma la loro entità complessiva è limitata a livello dell'area dell'euro.** Nei prossimi due anni più della metà dei paesi dell'area dell'euro intende aumentare le imposte ambientali diverse da quelle sulle emissioni di carbonio. Tali aumenti riguardano principalmente le accise sull'energia e sui carburanti, ma anche le imposte sui veicoli e sui biglietti aerei. L'aumento più consistente di tali imposte è previsto nei Paesi Bassi, anche se i loro effetti macroeconomici saranno ampiamente compensati da tagli alle imposte sull'energia. Negli altri paesi queste misure sono in genere contenute (nella quasi totalità dei casi l'aumento annuo è inferiore allo 0,1 per cento del PIL) e a livello aggregato dell'area dell'euro la loro entità è marginale. Inoltre, in alcuni casi verranno attuati interventi sulle imposte indirette con un effetto espansivo, ad esempio sgravi fiscali per incentivare l'utilizzo del trasporto pubblico, della mobilità elettrica o del GPL. Infine, il ricorso a misure sulle imposte dirette per favorire una transizione ecologica è molto limitato.

**Nel complesso, l'impatto delle misure per la tutela dell'ambiente sul PIL e sui prezzi dell'area dell'euro nel periodo 2020-2022 dovrebbe essere contenuto, ma nel medio termine l'inasprimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni potrebbe comportare un rischio al rialzo per le prospettive di inflazione.**

Sebbene nel 2021 e nel 2022 siano attesi alcuni effetti sull'inflazione dell'area dell'euro legati al pacchetto di misure adottato in Germania, al momento nessun altro Stato membro di grandi dimensioni sta concretamente pianificando l'introduzione di un simile sistema di prezzi per le emissioni di carbonio. Inoltre, non sono previsti effetti sostanziali in altri paesi che già applicano imposte su tali emissioni. Diversi Stati membri stanno programmando aumenti delle imposte ambientali, ma i loro effetti sulla crescita e sui prezzi nell'orizzonte di proiezione dovrebbero essere limitati per il complesso dell'area dell'euro. Tuttavia, nel medio periodo, l'impatto sui

prezzi degli interventi a favore dell'ambiente potrebbe aumentare per via di un possibile ulteriore inasprimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni nell'ambito del Green Deal europeo, annunciato dalla Commissione europea a dicembre 2019. Obiettivi più ambiziosi possono aumentare i prezzi delle quote di emissioni disciplinate dal sistema ETS dell'UE e potrebbero condurre all'attuazione di nuove misure nazionali con un impatto positivo sul livello generale dei prezzi, come un sistema nazionale per lo scambio delle quote di emissioni o imposte sul contenuto di carbonio.

# Articoli

## 1 Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro

a cura di Virginia Di Nino, Maurizio Michael Habib e Martin Schmitz

*Il presente articolo analizza il modo in cui le attività delle grandi imprese multinazionali incidono sul conto con l'estero dell'area dell'euro e, in generale, dei centri finanziari. La maggiore facilità con cui si possono trasferire oltre frontiera attività immateriali, profitti e centri direzionali pone delle sfide al sistema attuale delle statistiche internazionali e dell'analisi economica. In primo luogo, l'articolo mostra come le attività delle multinazionali sono registrate nelle statistiche sull'estero, nonché le difficoltà di misurazione di tali dati. In secondo luogo, l'articolo evidenzia l'impatto che le multinazionali hanno sul conto con l'estero dell'area dell'euro: ciò è evidente soprattutto nei saldi di conto corrente e negli investimenti diretti esteri dei centri finanziari dell'area, che spesso coinvolgono società veicolo finanziarie (SVF). Infine, l'articolo valuta la tendenza dei centri finanziari a segnalare avanzi di conto corrente, che potrebbero essere in parte attribuiti all'attività delle multinazionali. Iniziative multilaterali potrebbero contribuire a migliorare la trasparenza delle attività delle multinazionali e garantire lo scambio di informazioni tra paesi a fini statistici e fiscali.*

### 1 Introduzione

**L'ascesa di grandi e redditizie imprese globali e la mobilità delle attività immateriali<sup>26</sup> hanno accresciuto la rilevanza delle attività di trasferimento dei profitti d'impresa e costituiscono una sfida per l'attuale sistema delle statistiche sull'estero.** I bilanci delle grandi multinazionali<sup>27</sup> sono diventati molto consistenti: gli attivi di bilancio delle maggiori società quotate nei principali paesi avanzati, pari a centinaia di miliardi di dollari USA, hanno una dimensione simile al prodotto interno lordo di molte piccole economie aperte. Al fine di ridurre il proprio onere fiscale, le imprese multinazionali attuano una serie di strategie che includono il trasferimento degli utili in giurisdizioni a bassa pressione fiscale tramite transfer pricing<sup>28</sup> e lo spostamento di posizioni debitorie all'interno del gruppo; spesso ciò si

<sup>26</sup> Le attività immateriali comprendono beni intangibili come l'avviamento, i prodotti per la riconoscibilità del marchio e i prodotti della proprietà intellettuale (PPI). I PPI, quali licenze e brevetti, sono il frutto di varie interazioni di ricerca, sviluppo, sperimentazioni e innovazioni che portano a un patrimonio di conoscenze il cui utilizzo è limitato da leggi o altri strumenti di tutela (cfr. il [Sistema europeo dei conti \(European System of Accounts, ESA\) 2010](#)). Le attività di ricerca e sviluppo alla base dei prodotti della proprietà intellettuale sono registrate come investimenti fissi lordi.

<sup>27</sup> Le multinazionali sono imprese che producono beni o forniscono servizi in più paesi. La sede centrale di una multinazionale raramente è situata in più di un paese (il paese di origine); tuttavia esse possono operare in una pluralità di altri paesi (i paesi ospitanti).

<sup>28</sup> Con il termine "transfer pricing" ci si riferisce alle regole e ai criteri per determinare i prezzi delle transazioni interne all'impresa o tra imprese appartenenti allo stesso gruppo.

traduce in strutture finanziarie complesse e nella creazione di SVF in giurisdizioni caratterizzate da una pressione fiscale ridotta o inesistente. Questo genere di attività è estremamente difficile da tracciare; in particolare, la novità di fenomeni come la crescente rilevanza dei prodotti della proprietà intellettuale e la maggiore facilità di sceglierne strategicamente l'ubicazione, pongono sfide impegnative all'attuale sistema delle statistiche nazionali e internazionali basato sul concetto di residenza<sup>29</sup>.

**L'elusione fiscale attuata dalle multinazionali non è un fenomeno nuovo, ma la sua rapida crescita attira sempre più l'attenzione del mondo accademico e dei responsabili politici<sup>30</sup>.**

Quando registrano i redditi globali tra le affiliate, i gruppi multinazionali tengono conto degli incentivi fiscali. Da una rassegna di studi recenti su questo tema si ricava che per le imprese multinazionali una diminuzione di un punto percentuale dell'aliquota d'imposta societaria obbligatoria si associa a una crescita dell'1 per cento del reddito ante imposte<sup>31</sup>; per di più, l'impatto stimato risulterebbe crescente nel tempo. Il transfer pricing e la concessione di licenze sembrano essere i principali canali di elusione fiscale, forse anche più importanti della pianificazione finanziaria<sup>32</sup>. La tassazione internazionale può anche influenzare la geografia degli investimenti diretti esteri (IDE): un'imposta sul reddito societario più elevata in un determinato paese di investimento scoraggia l'acquisizione di imprese in tale paese, mentre una minore pressione fiscale può attrarre IDE connessi ad attività di trasferimento degli utili<sup>33</sup>. Un altro filone di ricerca è infine incentrato sulle ripercussioni che le attività di elusione fiscale hanno sulla misurazione della posizione patrimoniale sull'estero dei paesi e sulla ridotta capacità dei governi di tassare gli utili societari delle grandi imprese multinazionali<sup>34</sup>.

**Per contrastare l'aumento dell'elusione fiscale sono state lanciate varie iniziative politiche a livello internazionale.** L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) stima che ogni anno vadano persi globalmente 240 miliardi di dollari di entrate fiscali a causa dell'elusione fiscale delle multinazionali. Di conseguenza, l'OCSE e il G20 hanno sostenuto il progetto "Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)", che contiene un piano d'azione con 15 misure volte a limitare l'elusione fiscale internazionale<sup>35</sup>. Questa iniziativa coinvolge attualmente oltre 135 paesi, tra cui gli Stati membri dell'Unione europea (UE). L'UE ha sviluppato le raccomandazioni del progetto BEPS adottando due direttive anti-elusione fiscale, entrate in vigore tra il 2019 e il 2020. Il pacchetto di riforme

<sup>29</sup> Cfr. Avdjiev, S., Everett, M., Lane, P.R. e Shin, H.S., "Monitoraggio della presenza mondiale delle società internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018 (versione integrale disponibile solo in inglese).

<sup>30</sup> Cfr. ad esempio, Tørsløv, L., Wier, L. e Zucman, G., "The Missing Profits of Nations", *NBER working paper*, n. 24701, agosto 2018.

<sup>31</sup> Cfr. Beer, S. de Mooij, R e Liu, L., "International corporate tax avoidance: A review of the channels, magnitudes, and blind spots", *Journal of Economic Surveys*, numero speciale, gennaio 2019, pagg. 1-29.

<sup>32</sup> Cfr. Heckemeyer, J. H., Overesch, M., "Multinationals' profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 50, n. 4, 2017.

<sup>33</sup> Cfr. Arulampalam, W., Devereux, M.P. e Liberini, F., "Taxes and the location of targets", *Journal of Public Economics*, vol. 176, 2019, pagg. 161-178.

<sup>34</sup> Cfr. Zucman, G., "Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 4, autunno 2014, pagg. 121-148.

<sup>35</sup> Cfr. [OECD BEPS 2015 Final Reports](#).

dell'UE comprende misure concrete per ridurre l'elusione fiscale, migliorare la trasparenza fiscale e realizzare progressi verso la parità di condizioni per tutte le imprese dell'UE, ma anche nuovi obblighi di rendicontazione finanziaria per le multinazionali (cfr. il riquadro 1)<sup>36</sup>.

## Riquadro 1

### Elusione fiscale e trasparenza: iniziative politiche a livello internazionale e dell'UE

---

a cura di Maurizio Michael Habib e Martin Schmitz

A livello internazionale, l'OCSE, con il sostegno del G20, ha promosso lavori volti a limitare l'elusione fiscale. Il progetto BEPS di OCSE e G20, messo a punto nel 2015, propone misure per ridurre l'elusione fiscale; esso comprende anche nuovi requisiti per la rendicontazione finanziaria delle multinazionali, in particolare per la rendicontazione paese per paese entro il 2025. Molte delle raccomandazioni del progetto BEPS di OCSE e G20 sono state recepite a livello dell'UE con l'ampio pacchetto anti-elusione fiscale della Commissione europea<sup>37</sup>. Il pacchetto comprende anche la revisione della direttiva sulla cooperazione amministrativa, che propone la rendicontazione paese per paese tra le autorità fiscali degli Stati membri in merito alle principali informazioni di natura tributaria riguardanti le multinazionali che operano nell'UE.

Gli enti responsabili della compilazione delle statistiche devono cooperare strettamente a livello internazionale per garantire che le attività delle multinazionali siano registrate in modo coerente nei diversi paesi. Ciò implica che devono condividere oltre i confini nazionali i dati riservati sulle multinazionali e sulle loro affiliate. Il progetto pilota GNI MNE, avviato dal Comitato del sistema statistico europeo nel 2018, compie dei passi in questa direzione: mira a valutare congiuntamente la coerenza della rilevazione statistica tra le autorità statistiche nazionali, utilizzando un campione di 25 multinazionali in Europa.

Inoltre, alcune autorità statistiche nazionali hanno istituito "large case units" per monitorare le attività delle multinazionali a livello nazionale. Tuttavia, non esiste ancora un coordinamento formale a livello internazionale. L'ulteriore sviluppo dei codici identificativi delle persone giuridiche e dei registri delle imprese contribuirebbe a migliorare ulteriormente i conti nazionali e le statistiche di bilancia dei pagamenti<sup>38</sup>.

---

**Le tracce delle attività delle multinazionali sono particolarmente evidenti nelle statistiche sull'estero dei centri finanziari.** Poiché l'area dell'euro ospita alcuni importanti centri finanziari, il presente articolo esamina la dinamica dei loro conti con l'estero. Viene adottata una definizione operativa standard di centri finanziari sulla base della dimensione del loro stock di passività sull'estero rispetto al PIL. Si tratta

---

<sup>36</sup> Cfr. [Direttiva \(UE\) 2016/1164 del Consiglio, del 12 luglio 2016, recante norme contro le pratiche di elusione fiscale che incidono direttamente sul funzionamento del mercato interno \(GU L 193 del 19.7.2016, pag. 1\)](#) e [Direttiva \(UE\) 2017/952 del Consiglio, del 29 maggio 2017, recante modifica della direttiva \(UE\) 2016/1164 relativamente ai disallineamenti da ibridi con i paesi terzi \(GU L 144 del 7.6.2017, pag. 1\)](#).

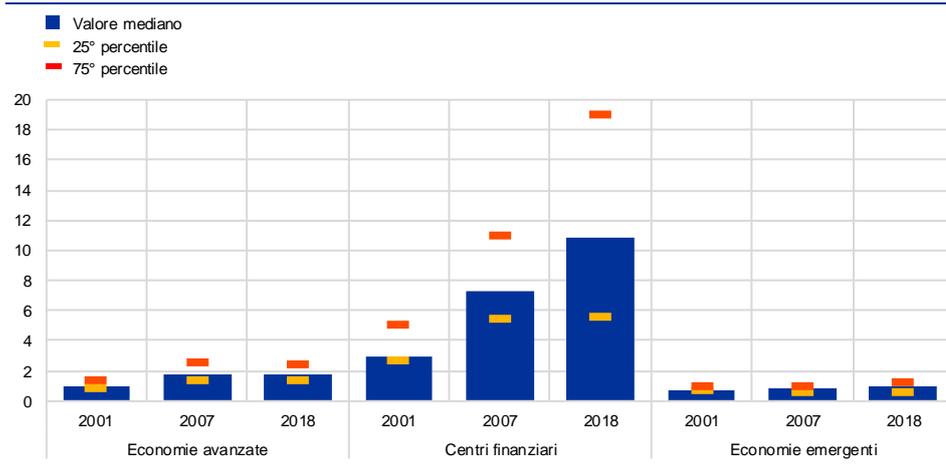
<sup>37</sup> Cfr. il [Pacchetto anti-elusione fiscale](#) della Commissione europea.

<sup>38</sup> Le iniziative in questo settore comprendono l'identificativo della persona giuridica (Legal Entity Identifier, LEI), l'anagrafe delle istituzioni finanziarie europee (Register of Institutions and Affiliates Database, RIAD), ovvero un registro delle imprese gestito dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC), e il registro degli eurogruppi (Eurogroup's Register, EGR), utilizzato a fini statistici per le multinazionali nell'UE e gestito dal Sistema statistico europeo.

quindi di economie in cui le attività finanziarie tendono a dominare l'attività economica nazionale. In particolare, i centri finanziari sono definiti come le dieci economie avanzate con il più elevato rapporto passività sull'estero/PIL su un ampio campione di oltre 60 paesi. Questi dieci centri finanziari includono sei economie dell'area dell'euro (Belgio, Cipro, Irlanda, Lussemburgo, Malta e Paesi Bassi) e quattro economie non appartenenti all'area dell'euro (Regione amministrativa speciale di Hong Kong, Singapore, Svizzera e Regno Unito)<sup>39</sup>. Il grafico 1 mostra il rapporto passività sull'estero/PIL per tre gruppi di paesi: economie avanzate (esclusi i centri finanziari), centri finanziari ed economie emergenti. A differenza dell'effetto prodotto sulle altre economie avanzate, la crisi finanziaria mondiale del 2008 non sembra aver intaccato la crescita dell'integrazione finanziaria internazionale dei centri finanziari. Nei centri finanziari il valore mediano delle passività sull'estero è aumentato da circa sette volte il PIL, prima della crisi finanziaria mondiale, a quasi undici volte il PIL alla fine del 2018; nello stesso intervallo di tempo la dispersione della distribuzione di questa statistica (passività sull'estero rispetto al PIL) è notevolmente aumentata.

### Grafico 1

#### Rapporto tra totale delle passività sull'estero e PIL



Fonti: statistiche della bilancia dei pagamenti dell'FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

### L'importanza delle imprese multinazionali nell'ambito dell'economia mondiale è aumentata nel corso del tempo, così come il ruolo dei centri finanziari.

È opportuno valutare se ciò abbia un impatto sugli squilibri di conto corrente, in particolare su quelli dei grandi centri finanziari. I centri finanziari hanno in genere forti

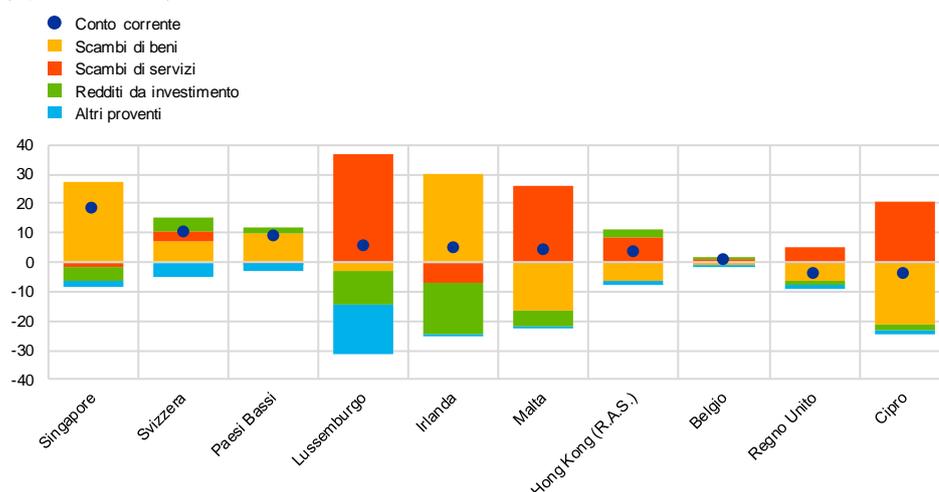
<sup>39</sup> Tali economie (ad eccezione del Regno Unito) sono anche i principali centri in termini di valore delle consistenze di investimenti diretti esteri (IDE) rispetto al PIL, che sono una componente della posizione sull'estero strettamente collegata alle attività delle multinazionali. Nel presente articolo, per individuare i centri finanziari ed escludere i paesi produttori di petrolio che tendono a segnalare ingenti attività lorde sull'estero, ci si concentra sulle passività lorde sull'estero anziché sulla somma di attività e passività, utilizzando le statistiche della bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le attività dei piccoli centri finanziari off-shore esulano dall'ambito del presente articolo, poiché le statistiche dettagliate di bilancia dei pagamenti non sono sempre disponibili. Inoltre, l'enorme dimensione della posizione finanziaria verso l'estero dei centri offshore rispetto al loro prodotto interno lordo falserebbe alcuni dei risultati mostrati nell'articolo. Va osservato che le economie avanzate classificate come centri finanziari non sono necessariamente considerate paradisi fiscali in termini di tassazione delle imprese. In generale, questi centri finanziari hanno aliquote d'imposta sulle imprese relativamente basse, ma non è sempre così. Ad esempio, le aliquote d'imposta societaria obbligatorie di Belgio, Paesi Bassi e Malta superano il tasso medio di tutte le altre economie del campione.

avanzi di conto corrente: tra i dieci considerati nel presente articolo, otto hanno registrato in media un avanzo di conto corrente negli ultimi due decenni. Tuttavia, ciascuno di essi ha un proprio modello di sviluppo, che si riflette nella diversa composizione del rispettivo conto corrente. Il grafico 2 mostra la scomposizione del conto corrente di questi paesi nelle voci principali dal 2010, quando il volume delle passività degli IDE ha iniziato a crescere rapidamente. Per il primo gruppo di economie (Singapore, Svizzera, Paesi Bassi e Irlanda) l'avanzo di conto corrente è principalmente il risultato di un ingente avanzo del saldo dei beni. Come spiegato nelle sezioni 2 e 3, le attività delle multinazionali (come il merchanting e la produzione a contratto) possono accrescere il saldo dei beni dei centri finanziari. Per un secondo gruppo di economie (Lussemburgo, Malta e Hong Kong) il surplus è dovuto principalmente al saldo dei servizi, a sua volta determinato dal settore dei servizi finanziari.

## Grafico 2

### Saldo medio di conto corrente dei centri finanziari tra il 2010 e il 2018

(in percentuale del PIL)



Fonti: statistiche della bilancia dei pagamenti dell'FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

### La corretta misurazione delle statistiche sull'estero, come quelle discusse nel presente articolo, è importante per le banche centrali.

Forti squilibri esterni possono destare preoccupazioni per la sostenibilità della crescita economica e la stabilità finanziaria, che possono incidere sulla politica monetaria e sulle politiche macroprudenziali. Ad esempio, le banche centrali monitorano i conti con l'estero per valutare il valore di equilibrio dei tassi di cambio, prendendo nota di possibili disallineamenti, perché una correzione improvvisa e significativa dei tassi di cambio può influenzare l'andamento dell'inflazione. Una rappresentazione distorta degli squilibri aggregati di conto corrente potrebbe inviare segnali errati ai responsabili delle politiche.

**Il presente articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 illustra il modo in cui le attività tipiche delle multinazionali sono registrate nelle statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero; inoltre pone in luce le sfide rilevanti che si incontrano nella misurazione di tali statistiche. La sezione 3 mira a valutare la

rilevanza quantitativa delle operazioni delle multinazionali per i conti con l'estero dei paesi dell'area dell'euro, in particolare distinguendo fra i centri finanziari e le altre economie dell'area e concentrandosi sugli aspetti del commercio e sulla composizione degli IDE dell'area dell'euro. La sezione 4 sintetizza e conclude l'articolo.

## 2 Registrazione dell'operatività delle imprese multinazionali nelle statistiche di bilancia dei pagamenti

### 2.1 Le origini delle difficoltà nella misurazione

**Le attività delle grandi multinazionali influenzano le statistiche di contabilità nazionale e, in particolare, dei conti con l'estero, creando in tal modo sfide per la compilazione statistica e l'analisi economica**<sup>40</sup>. Questa sezione esamina il modo in cui le attività tipiche delle multinazionali sono rilevate nelle statistiche della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero; mette inoltre in evidenza alcune delle relative sfide in materia di misurazione. Le strategie di pianificazione fiscale delle multinazionali influenzano principalmente i dati della bilancia dei pagamenti in tre modi: a) con il trasferimento degli utili verso affiliate in giurisdizioni a bassa pressione fiscale, che può comportare il trasferimento dei PPI o la manipolazione dei prezzi di trasferimento sugli scambi infragruppo; b) con la riallocazione infragruppo di passività obbligazionarie e legami finanziari; c) con il trasferimento di sedi centrali e sedi legali presso centri finanziari che offrono condizioni fiscali favorevoli. Questa sezione mostra anche il motivo per cui tali attività hanno implicazioni diverse per il conto corrente e per la posizione patrimoniale sull'estero dei paesi che ospitano le multinazionali e le loro affiliate.

**Le sfide in materia di misurazione sono causate dal conflitto tra le metodologie statistiche nazionali basate sulla residenza e l'operatività globale e gli assetti proprietari delle grandi multinazionali.** Le statistiche della bilancia dei pagamenti e dei conti nazionali, e i relativi processi di raccolta dei dati, si basano sul concetto di residenza, secondo cui ciascuna unità istituzionale<sup>41</sup> risiede in un unico territorio: il luogo in cui ha il proprio centro di interesse economico prevalente. Tuttavia, le multinazionali tendono a organizzare le proprie catene di produzione e le proprie strutture societarie in tutto il mondo, coinvolgendo numerosi soggetti giuridici, tra cui le SVF (cfr. il riquadro 2)<sup>42</sup>. I dati relativi a tali soggetti sono rilevati nelle statistiche nazionali della bilancia dei pagamenti dell'economia del paese in cui risiedono.

<sup>40</sup> Cfr. Stapel-Weber, S. et al., "Meaningful Information for Domestic Economies in the Light of Globalization - Will Additional Macroeconomic Indicators and Different Presentations Shed Light?", *NBER Working Paper*, n. 24859, 2018.

<sup>41</sup> Sono classificate come unità istituzionali: famiglie, società, istituzioni senza scopo di lucro, unità delle amministrazioni pubbliche e soggetti giuridici e sociali riconosciuti dalla normativa o dalla società, o altri soggetti che possono possederli o controllarli.

<sup>42</sup> La relazione 2015 della Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (UNCTAD) sugli investimenti mondiali indica che le multinazionali più grandi sono associate a una maggiore complessità dei loro assetti proprietari interni. Le 100 imprese multinazionali più importanti nell'indice di transnazionalità dell'UNCTAD hanno in media oltre 500 affiliate in più di 50 paesi, con sette livelli gerarchici, e coinvolgono 20 società di holding.

Di conseguenza, tali dati non sono consolidati a livello transfrontaliero con il paese di origine della multinazionale<sup>43</sup>.

## Riquadro 2

### Verso una rilevazione delle società veicolo finanziarie nelle statistiche transfrontaliere

---

a cura di Martin Schmitz

Negli ultimi anni l'utilizzo delle SVF da parte delle multinazionali è aumentato rapidamente<sup>44</sup>. Secondo una recente task force del Comitato della bilancia dei pagamenti (Balance of Payments Committee, BOPCOM) presso il Fondo monetario internazionale (FMI), una SVF è: a) un soggetto giuridico formalmente registrato o costituito, residente in un'economia e riconosciuto come unità istituzionale che non impiega personale o impiega un massimo di cinque dipendenti, ha una presenza fisica ridotta o nulla e una produzione ridotta o nulla nell'economia ospitante; b) controllata direttamente o indirettamente da non residenti; c) costituita al fine di ottenere vantaggi specifici dalla giurisdizione ospitante; d) una società che conclude quasi esclusivamente transazioni con non residenti e il cui bilancio finanziario è in gran parte di natura transfrontaliera<sup>45</sup>. La task force del BOPCOM dell'FMI ha proposto questa definizione di SVF concordata a livello internazionale con l'obiettivo di raccogliere dati transnazionali comparabili che identifichino in maniera distinta le SVF nelle statistiche sull'estero. Ciò è dovuto al fatto che le dimensioni di flussi e stock finanziari transfrontalieri connessi alle SVF sono in genere sovradimensionati rispetto all'economia nazionale di un paese, compromettendo l'analisi delle statistiche macroeconomiche nei paesi interessati.

Vi è una forte presenza di SVF in diversi paesi dell'area dell'euro. Tale gruppo di paesi comprende Cipro, Irlanda, Lussemburgo, Malta e Paesi Bassi, che fanno tutti parte del gruppo dei centri finanziari mostrato nel grafico 1. In queste economie le SVF hanno un impatto significativo sulla posizione patrimoniale sull'estero e sulle operazioni transfrontaliere, incidendo principalmente sugli IDE ma anche sugli investimenti di portafoglio e sugli altri investimenti. Inoltre, in alcuni casi, le SVF hanno attività non finanziarie (come i PPI) nel loro bilancio.

Le economie dell'UE in cui sono presenti SVF tendono ad avere il settore dei servizi legali, finanziari e di consulenza ben sviluppato<sup>46</sup>. Le multinazionali possono istituire SVF per organizzare il loro sistema di finanziamento interno, che richiede la disponibilità di fornitori di servizi altamente specializzati come avvocati, consulenti fiscali ed esperti del settore finanziario nelle economie che ospitano le SVF. Ad esempio, le strategie di elusione fiscale comportano spesso la costruzione di strutture societarie complesse che coinvolgono SVF in vari paesi UE.

---

<sup>43</sup> La BRI pubblica statistiche per i gruppi bancari internazionali consolidate nel loro paese di origine (nelle statistiche bancarie su base locale per nazionalità). Analogamente, Tissot ("[Globalisation and financial stability risks: is the residency-based approach of the national accounts old-fashioned?](#)" *BIS Working Papers*, n. 587, 2016) afferma che grandi gruppi multinazionali dovrebbero essere consolidati nel paese d'origine. Ciò richiederebbe la condivisione transfrontaliera di dati riservati, in quanto la rilevazione statistica è anch'essa organizzata secondo il principio della residenza.

<sup>44</sup> Cfr. Lane, P.R. e Milesi-Ferretti, G.M., "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Economic Review*, 66, 2018, pagg. 189–222.

<sup>45</sup> Cfr. il [Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#), del Comitato della bilancia dei pagamenti presso il Fondo monetario internazionale, 2018.

<sup>46</sup> Cfr. Jellema, T., Pastoris, F. e Picon-Aguilar, C., "A European perspective to observing and reporting on SPEs", *ISI World Statistics Congress*, 2019, e Galstyan, V., Maqui, E., McQuade, P., "[International debt and Special Purpose Entities: evidence from Ireland](#)", *Working Paper Series*, n. 2301, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2019.

La definizione di SVF delineata dalla task force del BOPCOM dell'FMI sarebbe utile per garantire la disponibilità di statistiche sull'estero coerenti a livello internazionale, con una scomposizione distinta per le società veicolo. Entro la fine del 2021, il BOPCOM della FMI intende pubblicare dati che identifichino in maniera distinta le SVF nelle statistiche transfrontaliere. Il conseguimento di questo obiettivo richiederebbe ulteriori indicazioni pratiche sull'applicazione della definizione di SVF che tengano conto della loro natura eterogenea e delle loro attività transfrontaliere.

---

**Le difficoltà in materia di misurazione sono accentuate dalla digitalizzazione e dalla crescente importanza dei PPI, particolarmente rilevanti per i centri finanziari.** Nel corso del tempo le strutture societarie delle multinazionali sono diventate sempre più dinamiche, a causa dei trasferimenti delle sedi centrali e dell'accresciuta rilevanza delle attività immateriali (quali brevetti e diritti d'autore), che possono essere spostate da un paese all'altro con maggiore facilità rispetto alle attività tangibili, come per esempio gli stabilimenti. Questi fenomeni possono avere notevoli effetti, in termini di grandezza e di volatilità degli indicatori statistici, che diventano particolarmente evidenti nelle economie in cui le operazioni e i bilanci delle multinazionali hanno dimensione elevata rispetto all'economia nazionale.

## 2.2 Le multinazionali e i saldi di conto corrente

**Per ricostruire l'effetto che l'operatività delle multinazionali ha sui conti con l'estero, occorre esaminare separatamente le varie componenti della bilancia dei pagamenti<sup>47</sup>.** In base all'identità della bilancia dei pagamenti, si afferma che

$$CA + KA + EO = FA \quad (1)$$

dove *CA* rappresenta il saldo del conto corrente, *KA* il saldo del conto capitale (che include principalmente trasferimenti di capitale e attività non finanziarie non prodotte), *EO* errori e omissioni (che rilevano eventuali discrepanze statistiche) e *FA* il saldo del conto finanziario<sup>48</sup>.

**Le attività delle multinazionali incidono su varie voci del saldo di conto corrente di un paese, la variabile chiave che registra il commercio, i flussi di reddito e i trasferimenti con controparti non residenti.** Il conto corrente è costituito dai saldi commerciali di *beni* e *servizi* nonché dei redditi (*redditi primari*) e dei trasferimenti (*redditi secondari*) transfrontalieri, con le prime tre voci direttamente interessate dalle operazioni delle multinazionali:

$$CA = Beni + Servizi + Redditi Primari + Redditi Secondari \quad (2)$$

**Gli accordi di produzione transfrontaliera e le operazioni di merchanting delle multinazionali possono incidere sulla componente "beni" del conto corrente.**

---

<sup>47</sup> Lane, P.R., "Risk Exposures in International and Sectoral Balance Sheet Data", *World Economics*, vol. 16, n. 4, 2015, pagg. 55-76.

<sup>48</sup> Il saldo del conto finanziario è definito in termini di deflussi finanziari netti, ossia gli acquisti netti di attività sull'estero da parte dei residenti di un'economia meno la variazione netta delle passività dei residenti nei confronti dei non residenti.

Ciò potrebbe coinvolgere filiazioni estere delle multinazionali (il cosiddetto offshoring o delocalizzazione) o una società straniera non collegata (outsourcing o esternalizzazione). Le statistiche di bilancia dei pagamenti si basano sul criterio di passaggio di proprietà economica. Ciò significa che, a differenza delle statistiche sul commercio internazionale che rilevano tutte le merci che attraversano il confine di un paese, gli scambi di merci registrati nelle statistiche della bilancia dei pagamenti comprendono anche la *produzione a contratto* e il *merchanting*. Nella *produzione a contratto*, la multinazionale incarica una società estera della produzione di un bene. Nel corso del processo di produzione, la multinazionale mantiene la proprietà degli input e pertanto non sono rilevati flussi commerciali nella bilancia dei pagamenti (fatta eccezione per l'importazione, da parte della multinazionale, dei servizi manifatturieri della società straniera che produce il bene). La bilancia dei pagamenti comprende, tuttavia, la vendita dei prodotti finali ai paesi terzi, in linea con il principio di cambio di proprietà. *Merchanting* è il processo mediante il quale una società acquista un bene da un'entità residente all'estero e successivamente la vende a un acquirente in un paese terzo senza che il bene attraversi la frontiera del paese in cui ha sede il soggetto venditore<sup>49</sup>. Se tali operazioni coinvolgono soggetti esteri appartenenti allo stesso gruppo, la determinazione dei loro prezzi ha un impatto decisivo su ammontare e localizzazione degli utili contabilizzati, secondo il ben noto concetto di transfer pricing<sup>50</sup>.

#### **Le attività commerciali delle multinazionali incidono sugli scambi di servizi, riflettendo la crescita dell'economia della conoscenza e della digitalizzazione.**

Poiché i PPI possono spesso essere facilmente trasferiti da un paese all'altro all'interno di un gruppo multinazionale, magari mediante una SVF, essi influenzano esportazioni e importazioni<sup>51</sup>. È difficile valutare i PPI ai prezzi di mercato e quindi le multinazionali possono avvalersene per eludere la tassazione. Ad esempio, una società di un gruppo multinazionale può detenere i PPI del gruppo, mentre altre società dello stesso gruppo pagano canoni e diritti d'autore per il loro utilizzo.

**Il saldo dei redditi primari, dominato dai flussi dei redditi da capitale, è un'altra voce del conto corrente interessata dalle attività delle multinazionali<sup>52</sup>.** I *redditi da capitale* registrano le entrate e le uscite generate dalle attività e passività sull'estero di un paese (come i dividendi e gli interessi) e possono essere ulteriormente scomposti nelle categorie funzionali della bilancia dei pagamenti (IDE, investimenti di portafoglio, altri investimenti e attività di riserva).

---

<sup>49</sup> La differenza tra il ricavo della vendita e l'acquisto del bene (al netto delle spese sostenute per finanziamento, assicurazione, immagazzinamento e trasporto) è registrata come esportazioni nette di merchanting nel saldo dei beni del paese di residenza della società.

<sup>50</sup> In molti paesi le autorità fiscali applicano il cosiddetto principio di piena concorrenza al transfer pricing (ovvero alle regole per la determinazione dei prezzi delle operazioni infragruppo). In base a tale principio, i prezzi delle transazioni infragruppo devono essere determinati allo stesso modo di quelli delle transazioni effettuate con imprese non collegate.

<sup>51</sup> Il commercio di PPI è incluso nella categoria degli altri servizi per le imprese della bilancia dei pagamenti, mentre i diritti d'autore e i canoni per l'uso di tali attività sono registrati come spese per l'utilizzo della proprietà intellettuale. Le attività immateriali non prodotte sono contabilizzate nel conto capitale della bilancia dei pagamenti.

<sup>52</sup> I redditi primari comprendono anche i *redditi da lavoro dipendente e altri redditi primari*.

**Le operazioni delle multinazionali sono particolarmente evidenti nei redditi da IDE<sup>53</sup>.** Il reddito da IDE proviene dalle sue componenti di partecipazioni azionarie e strumenti di debito. I proventi delle partecipazioni azionarie possono essere ulteriormente scomposti in dividendi (utili distribuiti agli investitori diretti) e utili reinvestiti (mantenuti nell'affiliata estera). È importante notare che la decisione dell'investitore diretto di reinvestire gli utili (ossia mantenerli in una filiazione estera) viene registrata due volte nella bilancia dei pagamenti con segno opposto: una volta come reddito da IDE e una volta come reinvestimento di pari entità nel conto finanziario. In pratica, le multinazionali possono utilizzare strutture societarie complesse per ottimizzare il loro onere fiscale: ad esempio concentrando gli utili reinvestiti in alcune giurisdizioni e organizzando strumenti di debito infragruppo. Oltre che sugli IDE, la proprietà transfrontaliera delle multinazionali può incidere anche sugli investimenti di portafoglio in titoli azionari. Nel caso degli investimenti in azioni, solo i dividendi sono registrati nel conto dei redditi, mentre gli utili non distribuiti non sono inclusi<sup>54</sup>.

**Le operazioni delle multinazionali descritte nel presente articolo incidono principalmente sulla composizione del saldo di conto corrente di un paese, lasciandone invariato il livello.** Supponiamo, ad esempio, che una società che risiede nel "paese A" fabbrichi un prodotto farmaceutico e lo esporti nel "paese B". Questo genererà un avanzo commerciale nel "paese A" e un disavanzo commerciale nel "paese B". Supponiamo ora che la società residente nel "paese A" decida di trasferire la produzione offshore a una controllata che risiede nel "paese C" (un centro finanziario) e che successivamente le merci vengano vendute al "paese B". Ciò implica, a parità di altre condizioni, che il conto corrente del "paese A" registra un profitto (dalla controllata nel "paese C") pari alle esportazioni nette registrate prima della decisione di trasferire la produzione offshore. Pertanto, il valore del saldo di conto corrente del "paese A" è lo stesso in entrambi i casi, ma la composizione viene modificata nel secondo caso perché un avanzo nei redditi da capitale sostituisce un avanzo commerciale.

**Al contrario, le strategie di ridomiciliazione delle multinazionali, cioè il trasferimento della sede centrale in un altro paese, possono avere un impatto significativo sui saldi nominali dei conti correnti<sup>55</sup>.** Anche se la ridomiciliazione di una multinazionale non è associata a un aumento dell'attività economica nel paese di residenza, il suo saldo di conto corrente può esserne influenzato in vari modi,

---

<sup>53</sup> Esiste un rapporto di IDE quando un investitore diretto estero detiene partecipazioni che gli attribuiscono un diritto di voto per il 10 per cento (o più) nell'impresa oggetto dell'investimento. Una volta stabilito il rapporto di IDE tra due soggetti, tutte le operazioni finanziarie tra loro intercorrenti sono registrate come IDE.

<sup>54</sup> L'asimmetria nel trattamento degli utili reinvestiti tra IDE e investimenti di portafoglio in titoli azionari è considerata, in alcuni studi, un elemento che genera distorsioni nel conto corrente. Cfr., ad esempio, il [discorso di Thomas J. Jordan del 23 novembre 2017 all'Università di Basilea](#) che rileva una distorsione al rialzo per l'avanzo di conto corrente svizzero, in quanto gli utili degli IDE (distribuiti e non) realizzati dalle multinazionali svizzere sono inclusi nel conto corrente svizzero. Poiché queste multinazionali sono in gran parte di proprietà di residenti non svizzeri attraverso investimenti azionari di portafoglio, solo i dividendi "lasciano" la Svizzera attraverso il conto dei redditi. Sebbene non siano registrati nel conto corrente, gli utili non distribuiti dovrebbero aumentare il valore di mercato delle multinazionali svizzere e quindi aumentare le passività azionarie di portafoglio nella posizione patrimoniale sull'estero della Svizzera.

<sup>55</sup> Per un esempio numerico dell'impatto del trasferimento di sede sul conto corrente, cfr. Avdjiev et al., "Tracking the international footprint of global firms", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.

ad esempio a causa dell'attribuzione delle esportazioni nette derivanti dalla produzione a contratto o dallo scambio di servizi connessi ai PPI. La voce dei redditi primari può subire variazioni a causa del diverso trattamento degli utili reinvestiti negli IDE e negli investimenti di portafoglio in titoli azionari. Il paese che ospita la sede centrale della multinazionale trasferita rileverà un miglioramento della *posizione netta degli IDE* e un deterioramento della *posizione netta della componente azionaria degli investimenti di portafoglio*, nella misura in cui i suoi azionisti risiedono al di fuori del paese che ospita la nuova sede centrale, il che di solito accade per i piccoli centri finanziari. Tuttavia, queste due posizioni che si compensano reciprocamente producono due diversi flussi di reddito. Gli utili reinvestiti provenienti dalle filiazioni estere sono rilevati come introiti e contribuiscono positivamente al saldo di conto corrente, mentre gli utili corrisposti agli azionisti stranieri delle multinazionali sono registrati soltanto se distribuiti come dividendi (in investimenti di portafoglio).

### 2.3 Multinazionali e conti finanziari e nazionali transfrontalieri

**Rispecchiando il conto corrente, le operazioni delle multinazionali influenzano anche il conto finanziario della bilancia dei pagamenti e le attività e passività sull'estero.** Le variazioni intervenute nella posizione patrimoniale netta sull'estero di un paese possono essere scomposte in operazioni finanziarie nette registrate nel conto finanziario (*FA*), rivalutazioni dovute a variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività (*REV*) e altre variazioni di volume (*OVC*)<sup>56</sup>.

$$IIP_t - IIP_{t-1} = FA_t + REV_t + OVC_t \quad (3)$$

**Le multinazionali hanno un impatto particolarmente rilevante sugli IDE, sia nelle posizioni patrimoniali sull'estero sia nel conto finanziario.** Tutte le operazioni relative agli investimenti diretti (come riduzioni della partecipazione azionaria o il reinvestimento degli utili) sono registrate nel conto finanziario e quindi si riverberano sulle posizioni patrimoniali sull'estero, come indicato nell'equazione (3). I trasferimenti di sede (ridomiciliazioni) che comportano movimenti transfrontalieri dei bilanci delle multinazionali, possono produrre *OVC* come definiti nell'equazione (3) e per questa via cambiare in modo sostanziale la posizione patrimoniale sull'estero di un paese.

**Infine, va osservato che le attività delle multinazionali incidono non solo sulle statistiche sull'estero, ma influenzano anche i più ampi conti nazionali.**

Un esempio in questo senso è l'Irlanda, dove i flussi di redditi da capitale legati a multinazionali ivi trasferite, l'ammortamento dei PPI e il leasing di aeromobili hanno avuto un forte impatto su PIL ed RNL del paese<sup>57</sup>. In conseguenza di ciò, l'Ufficio statistico centrale irlandese pubblica una serie di indicatori economici modificati

<sup>56</sup> Le altre variazioni di volume includono, ad esempio, riclassificazioni, svalutazioni, discontinuità derivanti da variazioni nelle fonti e nei metodi e cambiamenti di residenza delle società.

<sup>57</sup> Cfr. Lane, P.R., "Notes on the treatment of global firms in national accounts", *Economic Letter Series*, vol. 2017, n. 1, Central Bank of Ireland, 2017.

(come l'RNL\* e un conto corrente modificato CA\*) che escludono tali fenomeni e forniscono pertanto una visione più accurata degli andamenti economici interni.

### 3 Come le attività delle imprese multinazionali producono effetti sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

**Le attività delle multinazionali hanno un impatto sui conti con l'estero dell'area dell'euro, anche se questo varia notevolmente nei 19 paesi dell'area.**

L'aggregato della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro maschera l'impatto diversificato delle attività delle multinazionali sulle statistiche sull'estero di ciascun singolo paese. I paesi dell'area dell'euro possono essere suddivisi in due gruppi, che presentano notevoli differenze nei rispettivi conti con l'estero: sei economie che sono specializzate nell'offerta di servizi finanziari<sup>58</sup> e altre 13 economie che non lo sono.

**Le dimensioni, la composizione e la volatilità dei saldi di conto corrente e di conto finanziario dei centri finanziari dell'area dell'euro sono influenzate in modo significativo dall'operatività delle multinazionali.** La sezione 3.1 illustra alcuni fatti stilizzati sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, legati all'attività di società controllate specializzate, come le SVF nei centri finanziari, la cui ubicazione è determinata principalmente da considerazioni di natura fiscale, finanziaria e normativa. La sezione 3.2 si concentra poi sugli effetti che le SVF producono sugli IDE.

#### 3.1 Conto corrente dell'area dell'euro

**Se si confrontano composizione ed entità dei conti correnti dei centri finanziari con quelli di altre economie dell'area dell'euro, emergono cinque caratteristiche fondamentali.**

**In primo luogo, i centri finanziari dell'area dell'euro sono accomunati da una simile composizione dei conti correnti: presentano avanzi commerciali consistenti che sono in parte controbilanciati da disavanzi nei redditi.** Ciò è mostrato nel grafico 3 e corroborato dalle evidenze empiriche del riquadro 3, che si basano sul campione più ampio dei primi dieci centri finanziari mondiali. Gli avanzi commerciali dei centri finanziari spesso riflettono esportazioni con un grande valore aggiunto, come quelle relative alle licenze nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. La letteratura sulle catene globali del valore (CGV) ha stabilito che il valore aggiunto è principalmente generato in attività molto a monte (ad esempio, ricerca e sviluppo, progettazione e servizi finanziari) o in attività molto a valle (merchandising, logistica, diritti d'autore generati dalle licenze, marchi e marketing): i centri finanziari sembrano avere vantaggi comparati in molte di queste

<sup>58</sup> Il primo gruppo comprende Cipro, Lussemburgo, Irlanda, Paesi Bassi, Malta e Belgio. Come descritto nella sezione 1 del presente articolo, sono definiti centri finanziari in ragione dell'entità delle loro passività sull'estero rispetto al PIL.

attività<sup>59</sup>. Se la produzione è frammentata a livello internazionale, la ripartizione del valore aggiunto sulla rete dell'impresa può dar luogo a un assorbimento, da parte dei centri finanziari, di una parte significativa del valore aggiunto a livello globale. I disavanzi nei redditi possono anche riflettere la pratica di contabilizzare gli utili nei centri finanziari.

### Riquadro 3

#### Centri finanziari e squilibri di conto corrente

---

a cura di Maurizio Michael Habib

Il presente riquadro fornisce una valutazione empirica della dimensione degli squilibri di conto corrente nei centri finanziari rispetto agli altri paesi. Come osservato in tutto il presente articolo, le attività delle multinazionali ampliano le posizioni lorde sull'estero e i conti correnti dei centri finanziari, incidendo nel contempo anche sulla loro composizione. Inoltre i centri finanziari tendono a segnalare avanzi di conto corrente. In larga misura, tali fenomeni possono essere imputati alla concentrazione di attività finanziarie in un numero limitato di centri finanziari, che potrebbero non riflettere esclusivamente l'operatività delle multinazionali, ma anche quella delle banche, degli altri intermediari finanziari e di investitori individuali residenti nei centri finanziari. È quindi importante ampliare tale analisi alle varie componenti dei conti correnti dei centri finanziari, compresi il saldo dei beni, dei servizi e dei redditi da capitale.

I dati empirici confermano che gli avanzi di conto corrente dei centri finanziari, tenuto conto di altre potenziali determinanti del saldo di conto corrente, risultano particolarmente ampi da un punto di vista globale. I saldi di conto corrente e le loro voci principali, per un gruppo di oltre 60 paesi dall'inizio degli anni 2000, sono posti in un modello di regressione con una serie di covariate tradizionali, come la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita del PIL, le ragioni di scambio, il saldo petrolifero e il PIL pro capite. La tavola A riporta i risultati delle regressioni relative alla variabile dicotomica (dummy) che identifica i centri finanziari. In particolare, questa variabile è positiva e statisticamente significativa nelle prime due colonne della tavola A. Ciò conferma che, a parità di condizioni, i centri finanziari tendono ad avere avanzi di conto corrente e surplus commerciali: quest'ultimo è potenzialmente il risultato di attività di merchanting e produzione a contratto da parte delle multinazionali. I centri finanziari evidenziano ingenti avanzi del saldo dei servizi (cfr. la colonna (3) della tavola A), probabilmente in relazione ad attività finanziarie non necessariamente collegate alle multinazionali. I centri finanziari tendono invece a segnalare disavanzi più consistenti nel saldo dei redditi da capitale, perché la dummy nella colonna (4) è negativa e statisticamente significativa, fornendo ulteriore sostegno ai risultati relativi al saldo dei redditi delle economie dell'area dell'euro esposti nella sezione 3.1. Infine, un'ulteriore analisi, non inclusa in questa sede, suggerisce che la relazione positiva tra lo status di centro finanziario e il conto corrente (e quella negativa tra centro finanziario e redditi da capitale) si è rafforzata negli ultimi anni.

---

<sup>59</sup> Cfr. Cheng, K., Rehman, S., Seneviratne, D., Zhang, S., "Reaping the benefits from Global Value chains", FMI, 2015; "Mapping Global Value Chains", OCSE, 2013; *Interconnected Economies: benefiting from Global Value Chains*, OCSE, 2013.

## Tavola A

### Determinanti di conto corrente e centri finanziari

Variabile dipendente	(1) Conto corrente	(2) Scambi di beni	(3) Scambi di servizi	(4) Redditi da capitale
Dummy del centro finanziario	5,29*** (1,27)	4,63*** (0,87)	6,13*** (1,67)	-1,93*** (0,83)
Osservazioni	1.061	1.089	1.089	1.061
R al quadrato	0,36	0,57	0,26	0,34
Paesi	61	61	61	61

Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le variabili dipendenti sono misurate in percentuale del PIL utilizzando i dati annuali del periodo 2001-2018. Il modello di conto corrente nella colonna (1) comprende la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita del PIL, le ragioni di scambio, il saldo petrolifero e il PIL pro capite come variabili di controllo. Il modello per gli scambi di merci e servizi nelle colonne (2) e (3) comprende gli stessi regressori presenti in (1), esclusa la posizione patrimoniale netta sull'estero. Il modello per il saldo dei redditi da investimenti nella colonna (4) comprende solo il saldo petrolifero e la posizione patrimoniale netta sull'estero come variabili di controllo. Le regressioni "pooled" sono stimate con la correzione degli errori standard dei panel eteroschedastici di Prais-Winsten (riportati tra parentesi) e tenendo conto delle autocorrelazioni dei residui specifiche per il panel.

#### **In secondo luogo, i saldi negativi dei redditi registrati dai centri finanziari dell'area dell'euro riflettono in parte la redistribuzione dei profitti agli azionisti stranieri.**

La somma dei disavanzi dei redditi nei centri finanziari era pari al 5 per cento del loro PIL cumulato nel 2018, mentre l'avanzo primario delle altre economie dell'area dell'euro era pari all'1,6 per cento del PIL. Il valore aggiunto globale mantenuto nei centri finanziari è detenuto, in ultima analisi, da investitori stranieri che ricevono un utile al netto d'imposta registrato come un disavanzo nei redditi. Nella pratica, tuttavia, mentre i disavanzi aggregati nei redditi sono molto comuni nei centri finanziari dell'area dell'euro, non tutti derivano da redditi da IDE. Possono anche essere determinati dai redditi di portafoglio, come nel caso di Lussemburgo e Cipro. L'eterogeneità nella composizione del saldo dei redditi riflette diversi modelli di business, ossia diverse posizioni nette in investimenti diretti e di portafoglio, nonché la loro posizione nella rete mondiale dei capitali e in relazione ad altri centri finanziari.

#### **In terzo luogo, la pratica di trasferire il valore aggiunto nelle giurisdizioni a bassa imposizione fiscale dell'area dell'euro può anche gonfiare i loro avanzi commerciali, mentre produce l'effetto contrario nelle economie a imposizione fiscale più elevata.**

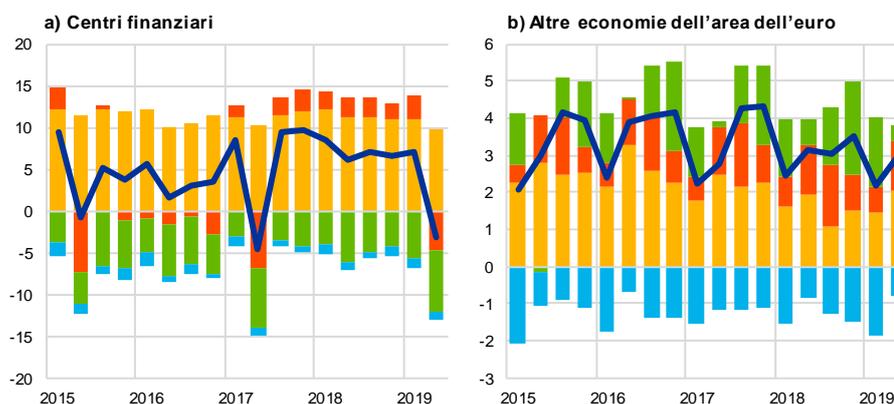
Ciò è suggerito dalla diversa scala degli assi verticali nel grafico 3. Le multinazionali perseguono varie strategie volte a eludere le imposte; esse, pur articolate in modo diverso, determinano infine il trasferimento del valore aggiunto oltre frontiera e incidono sui saldi commerciali dei paesi dell'area dell'euro.

### Grafico 3

#### Saldi di conto corrente dei centri finanziari e delle altre economie dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

- Saldo di conto corrente
- Saldo dei beni
- Saldo dei servizi
- Saldo dei redditi primari
- Saldo dei redditi secondari



Fonti BCE ed Eurostat

Note: i centri finanziari si riferiscono a Irlanda, Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Malta e Cipro. I conti finanziari dei due gruppi di paesi non sono compensati per i flussi infragruppo. Il grafico si basa su dati trimestrali. L'ultima osservazione disponibile è relativa al secondo trimestre del 2019.

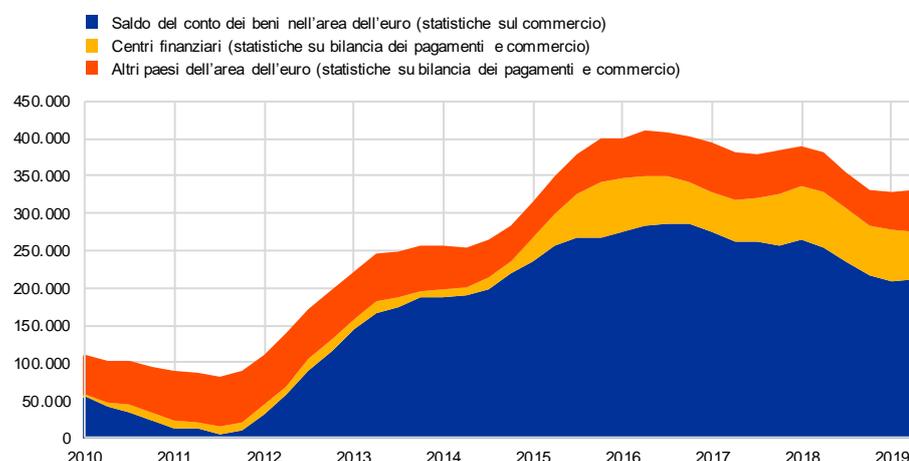
**Le evidenze disponibili mostrano che, di conseguenza, alla fine del 2018 l'avanzo commerciale dei centri finanziari dell'area dell'euro era pari al 13 per cento del loro PIL combinato.** Come mostrato nel grafico 3, ciò è in contrasto con un avanzo inferiore al 3 per cento nella media delle altre economie dell'area dell'euro. Inoltre, l'avanzo registrato dai centri finanziari si è triplicato nel corso dell'ultimo decennio, rispecchiando la crescita degli IDE nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti.

**In quarto luogo, la produzione a contratto e il merchanting effettuati da soggetti residenti nei centri finanziari hanno generato una discrepanza crescente tra le statistiche della bilancia dei pagamenti e le statistiche del commercio estero dei centri finanziari dell'area dell'euro.** I concetti diversi alla base della compilazione della bilancia dei pagamenti e delle statistiche di commercio estero determinano alcune differenze (cfr. la sezione 2.2). Nell'area dell'euro il divario tra queste due fonti è cresciuto nel tempo, in particolare dal 2015 (cfr. il grafico 4). Tra i paesi dell'area dell'euro, ai centri finanziari è attribuibile la maggior parte della crescente discrepanza, mentre la stessa si è mantenuta stabile per le altre economie. Ciò può essere in parte dovuto a prassi delle multinazionali come la ridomiciliazione e l'esternalizzazione delle attività di merchanting a filiazioni specializzate situate nei centri finanziari.

#### Grafico 4

Il saldo mercantile dell'area dell'euro: la crescente divergenza fra statistiche di bilancia dei pagamenti e statistiche di commercio estero

(milioni di euro)



Fonti: BCE ed Eurostat, elaborazioni a cura degli autori.

Note: l'area di colore blu corrisponde alle esportazioni nette dell'area dell'euro rilevate nelle statistiche del commercio nazionale. Le aree di colore giallo e arancione rappresentano la differenza tra le statistiche della bilancia dei pagamenti e le statistiche sull'interscambio, rispettivamente, nei centri finanziari e nelle altre economie dell'area dell'euro. Il gruppo di centri finanziari comprende Irlanda, Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Malta e Cipro. Il grafico si basa su dati trimestrali. L'ultima osservazione disponibile è relativa al secondo trimestre del 2019.

**In quinto luogo, l'avanzo commerciale dei centri finanziari è determinato principalmente da valore aggiunto generato altrove (ovvero dal valore aggiunto estero) e poi riesportato.** Ciò è in contrasto con il gruppo delle altre economie dell'area dell'euro, il cui avanzo commerciale cumulato riflette principalmente il valore aggiunto nazionale che è scambiato con i consumatori finali. Per una discussione più approfondita di questo aspetto, cfr. il riquadro 4.

#### Riquadro 4

Una rappresentazione dei saldi commerciali in termini di valore aggiunto: i centri finanziari a confronto con le altre economie dell'area dell'euro

a cura di Virginia Di Nino

I beni e i servizi che acquistiamo sono composti da input provenienti da diversi paesi di tutto il mondo. Di conseguenza, il saldo commerciale di ciascun paese può essere scomposto in termini di: a) valore aggiunto che lo stesso paese esportatore ha prodotto in ogni operazione rilevante e b) valore aggiunto prodotto dai suoi paesi partner in ogni operazione rilevante. Il primo è definito valore aggiunto interno (VA interno). Il secondo è noto come valore aggiunto estero (VA estero). Un'ulteriore utile distinzione può essere fatta tra le transazioni che riguardano direttamente il paese che assorbe la produzione (DIR) e le transazioni relative alle fasi intermedie delle catene globali del valore (CGV). Questa classificazione contribuisce a una migliore comprensione dei meccanismi che

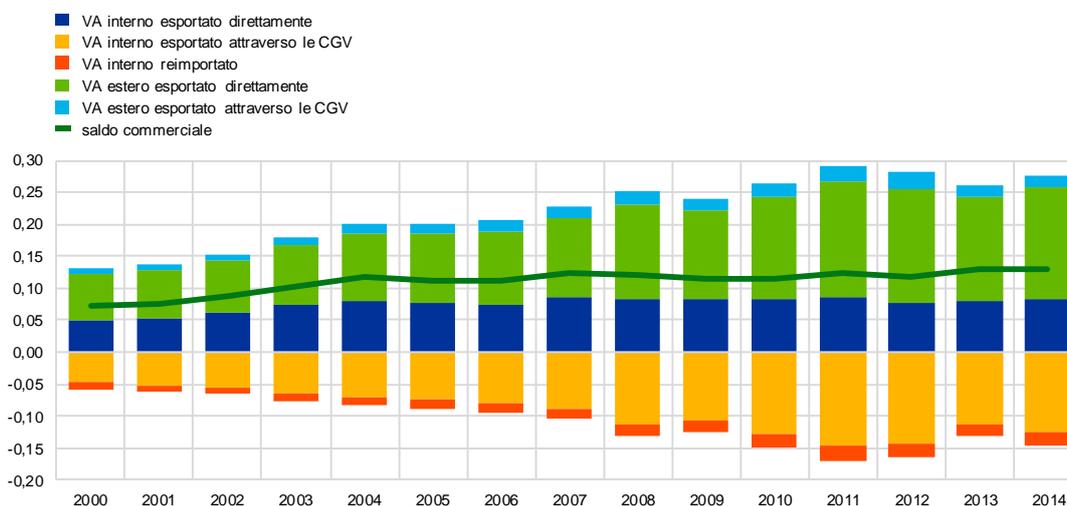
generano gli avanzi elevati dei centri finanziari nell'area dell'euro nonché il loro contributo alla creazione di valore aggiunto globale<sup>60</sup>.

I centri finanziari presentano generalmente consistenti avanzi commerciali in valore aggiunto proveniente da altri paesi, che attraversa le frontiere di questi centri finanziari prima di raggiungere i consumatori finali all'estero (VA estero esportato direttamente). In altre parole, mentre i centri finanziari importano molto poco VA estero che viene assorbito dal mercato interno, essi riesportano grandi quantità di VA estero direttamente ai consumatori finali di altri paesi, cfr. gli istogrammi verdi del grafico A. Ciò non accade altrove. In particolare, nelle altre economie dell'area dell'euro gli avanzi commerciali riflettono in primo luogo il valore aggiunto interno direttamente scambiato con i consumatori finali (VA interno esportato direttamente), come indicato dagli istogrammi blu del grafico B.

## Grafico A

### Saldo commerciale del valore aggiunto per i centri finanziari dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

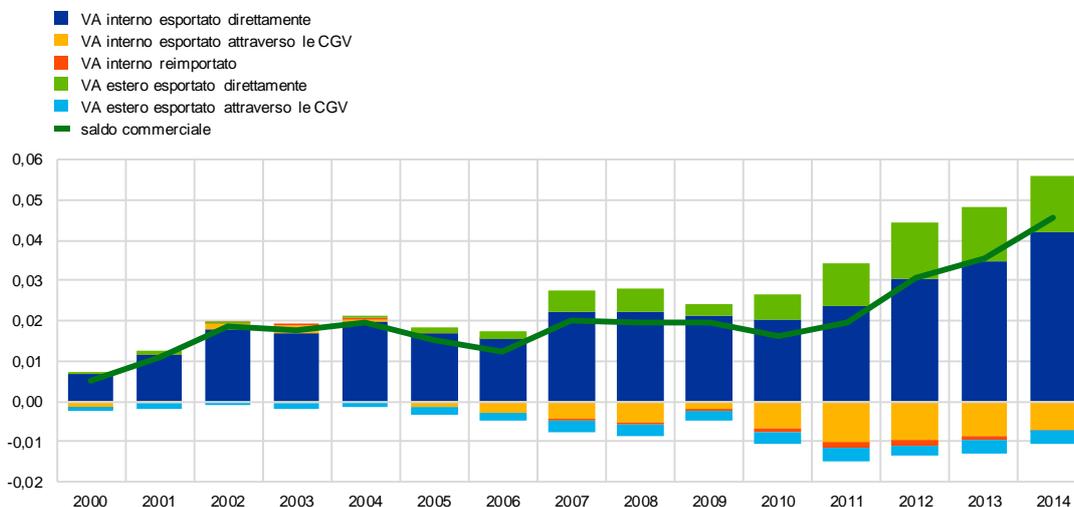


<sup>60</sup> Le evidenze presentate in questo riquadro si basano sul World Input-Output Database (WIOD) che utilizza le statistiche della bilancia dei pagamenti come fonte di base. La scomposizione segue la metodologia usata in Borin, A. e Mancini, M., "Una scomposizione delle esportazioni bilaterali per cogliere il contenuto di valore aggiunto", *Temì di discussione (Economic working papers)*, n. 1026, Banca d'Italia, luglio 2015. L'esercizio si concentra su quattro componenti principali del saldo commerciale: a) il valore aggiunto interno assorbito dall'importatore diretto (VA interno esportato direttamente); b) il valore aggiunto interno esportato e ulteriormente riesportato sotto forma di valore aggiunto estero nella catena delle CGV (VA interno esportato attraverso le CGV); c) il valore aggiunto estero esportato direttamente nel paese consumatore finale (VA estero esportato direttamente); d) il valore aggiunto estero che viene ulteriormente esportato da paesi terzi nella CGV (VA estero esportato attraverso le CGV), che raggiunge solo indirettamente l'economia di assorbimento finale. Il saldo commerciale del valore aggiunto interno esportato all'estero è una categoria residuale che è riflessa e assorbita nel paese d'origine (VA interno reimportato).

## Grafico B

### Saldo commerciale del valore aggiunto per le altre economie dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: dati WIOD ed elaborazioni a cura degli autori.

Nota: i centri finanziari comprendono Paesi Bassi, Belgio, Irlanda, Lussemburgo, Malta e Cipro.

Inoltre, i centri finanziari presentano generalmente ampi disavanzi nel saldo del valore aggiunto interno che viene ulteriormente riesportato (VA interno esportato attraverso le CGV). Ciò riflette il fatto che i centri finanziari tendono a collocarsi nelle ultime fasi della catena di produzione in quanto sono più a valle, ossia più vicini ai consumatori finali, rispetto a qualsiasi altro partecipante alla rete produttiva globale.

Sebbene il valore aggiunto interno esportato verso i consumatori finali (VA interno esportato direttamente) sia la componente dominante nel saldo commerciale delle altre economie dell'area dell'euro, è interessante osservare che la stessa componente presenta tuttavia una dimensione più che doppia nei centri finanziari (cfr. gli istogrammi blu dei grafici A e B). Il contributo interno dei centri finanziari alla produzione in più fasi di beni e servizi è principalmente in attività immateriali, il cui valore viene aggiunto nell'ultima fase e costituisce la differenza tra il prezzo finale e il prezzo di fabbrica di un prodotto.

Se l'elusione fiscale è uno dei principali fattori che influenzano i saldi commerciali dei centri finanziari, ci si aspetterebbe che tali saldi riflettano in primo luogo i saldi bilaterali con paesi a imposizione fiscale più elevata che non sono centri finanziari. Le pratiche di manipolazione dei prezzi commerciali riguardano principalmente le relazioni commerciali bilaterali tra centri finanziari e non finanziari (ad esempio economie con pressione fiscale bassa e alta), il che si traduce in avanzi commerciali selettivi. Di conseguenza, una scomposizione più dettagliata dei saldi commerciali bilaterali, espressa in termini di contenuto di valore aggiunto, mostra che i centri finanziari hanno ingenti avanzi commerciali solo nei confronti delle giurisdizioni a tassazione più elevata, in particolare le economie dell'area dell'euro (mentre i saldi verso gli altri centri finanziari sono più equilibrati).

In conclusione, l'analisi del saldo commerciale in termini di valore aggiunto mostra che i centri finanziari sono anche snodi di transazioni reali. Una piccola parte dei loro scambi complessivi è

destinata al consumo interno, mentre una parte significativa risponde a diversi scopi, tra cui l'elusione della tassazione sugli utili.

### 3.2 Gli investimenti diretti esteri dell'area dell'euro

**Gli IDE rappresentano una componente molto importante del conto finanziario dell'area dell'euro.** Negli ultimi anni hanno acquisito rilievo a seguito della sorprendente espansione delle operazioni lorde veicolate dai centri finanziari dell'area dell'euro (cfr. il grafico 5). L'aumento dei flussi di IDE lordi a sua volta riflette le attività delle multinazionali, come discusso nella presente sottosezione.

**La dimensione dei flussi di IDE lordi che attraversano i centri finanziari è così grande da essere determinante per l'andamento aggregato degli IDE lordi nell'intera area dell'euro.** Gli IDE che transitano nei centri finanziari sono, in media, tra due e tre volte più elevati di quelli rilevati dalle altre economie dell'area dell'euro. Sono anche tre volte più volatili. Su base netta, tuttavia, i flussi di IDE delle altre economie dell'area dell'euro sono più importanti per determinare l'aggregato della posizione netta sull'estero dell'area dell'euro (cfr. il grafico 5).

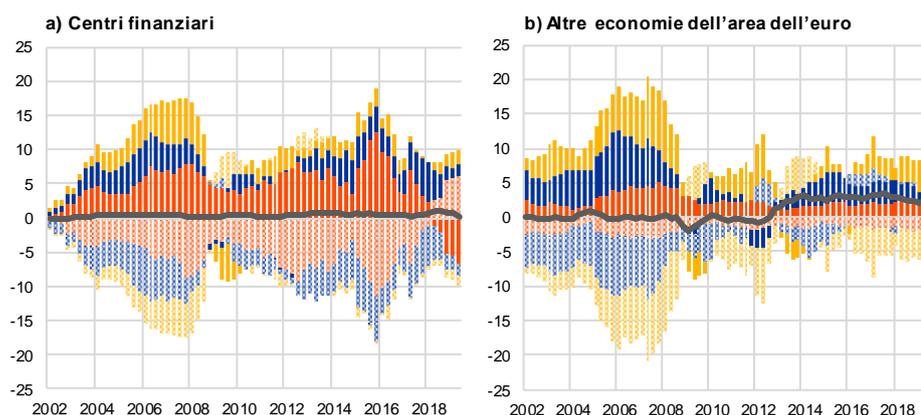
#### Grafico 5

##### Saldi dei conti finanziari

##### Attività e passività lorde (scala invertita)

(percentuale del PIL dell'area dell'euro)

- Conto finanziario
- Portafoglio
- IDE
- Rimanenza



Fonti: BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i centri finanziari si riferiscono a Irlanda, Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Malta e Cipro. Le passività sono raffigurate in scala invertita sui valori negativi dell'asse verticale e sono identificate da istogrammi dello stesso colore delle attività, ma con una sfumatura più chiara. I conti finanziari dei due gruppi di paesi non sono compensati per i flussi infragrupo. I dati dei Paesi Bassi sono disponibili a partire dal 2003, quelli di Malta partire dal 2004 e quelli di Cipro dal 2008. I grafici si basano su dati trimestrali. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019.

**In conseguenza dell'attività delle multinazionali, le operazioni di IDE lorde nell'area dell'euro sono diventate meno stabili e meno prevedibili rispetto a quando gli IDE consistevano principalmente in fusioni e acquisizioni e**

**investimenti greenfield**<sup>61</sup>. Inoltre, la volatilità dei flussi di IDE lordi nell'area dell'euro, un tempo considerata una fonte stabile di finanziamento esterno, ha superato quella degli altri flussi finanziari nel periodo successivo alla crisi (cfr. il grafico 5). Di contro, nello stesso periodo, la volatilità dei flussi di IDE lordi nelle altre economie dell'area dell'euro è diminuita rispetto ai valori precedenti la crisi.

**Un altro elemento caratterizzante degli IDE è la forte correlazione positiva tra attività e passività lorde, in particolare nei centri finanziari.** Il grado molto alto di comovimento dei flussi in entrata e in uscita degli IDE è determinato dal passaggio di capitali attraverso i centri finanziari come tappa verso altre destinazioni (cfr. il grafico 5)<sup>62</sup>. Sono stati progettati complessi schemi internazionali di investimento per trarre vantaggio da condizioni favorevoli in ambito fiscale e legale; ciò rende i centri finanziari altamente interconnessi consentendo loro, inoltre, di preservare i propri modelli di business.

**La maggior parte delle operazioni di IDE nei centri finanziari sono effettuate da società finanziarie affiliate o holding di multinazionali, comprese le SVF.**

Di fatto, le operazioni delle altre istituzioni finanziarie (che comprendono questi soggetti) dominano le dimensioni e le dinamiche degli IDE nei centri finanziari, mentre le imprese non finanziarie determinano i flussi lordi di attività e passività nelle altre economie dell'area dell'euro (cfr. il grafico 6). Secondo la task force dedicata dell'FMI (cfr. il riquadro 2), le SVF sono costituite dalle multinazionali al preciso scopo di accedere a mercati di capitali o servizi finanziari sofisticati, isolare la proprietà dai rischi finanziari, e/o ridurre gli oneri normativi e fiscali e/o salvaguardare la riservatezza delle loro operazioni e di uno o più dei loro proprietari<sup>63</sup>. I centri finanziari dell'area dell'euro offrono molti di questi vantaggi. In particolare, essi hanno sviluppato strumenti finanziari sofisticati, come i prodotti cartolarizzati. Le SVF situate nei centri finanziari dell'area dell'euro detengono in genere i titoli azionari delle multinazionali, gestiscono il loro debito societario e allocano finanziamenti tra le società capogruppo e le affiliate<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> Il coefficiente di variazione è stato calcolato separatamente sulla base dei raggruppamenti di paesi (centri finanziari e altre economie dell'area dell'euro) per i periodi precedenti alla crisi e successivi al 2009. Un aumento potrebbe essere individuato solo nella volatilità delle operazioni delle controllate SVF residenti nei centri finanziari. Questo risultato non è determinato da uno specifico centro finanziario, ma emerge come un modello comune degli IDE in questo gruppo di economie.

<sup>62</sup> Cfr. Blanchard, O. e Acalin, J., "What Does Measured FDI Actually Measure?", *Peterson Institute for International Economics Policy Brief 16-17*, ottobre 2016.

<sup>63</sup> Cfr. *Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities*, FMI, 2018.

<sup>64</sup> Le SVF strutturano diverse forme di cartolarizzazione di debiti societari, quali i titoli di debito obbligazionari garantiti in cui il debito è garantito da altre attività che compensano l'investitore per il rischio di default o da obbligazioni ad alto rendimento (obbligazioni garantite) o attraverso dei credit default swap con cui gli investitori sono risarciti in caso di inadempienza del debito. Cfr. Hira, A., Gaillard, N., Cohn, T. H., *The failure of Financial Regulation: Why a Major Crisis Could Happen Again*, Palgrave, 2019.

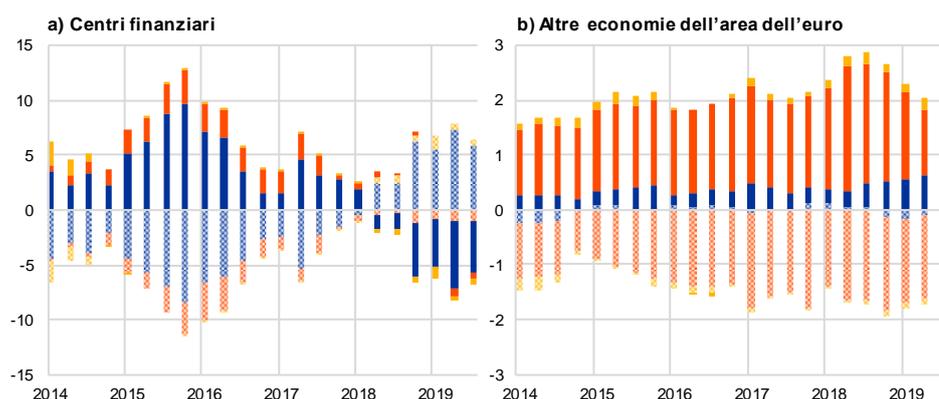
## Grafico 6

Flussi lordi di IDE nei centri finanziari dell'area dell'euro a confronto con le altre economie dell'area, per settore del residente

### Attività e passività lorde (scala invertita)

(percentuale del PIL dell'area dell'euro)

- Altre istituzioni finanziarie
- Società non finanziarie
- Istituzioni finanziarie monetarie



Fonte: BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i centri finanziari dell'area dell'euro si riferiscono a Irlanda, Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi e Cipro (Malta è esclusa per questioni legate alla disponibilità dei dati). Le passività sono raffigurate in scala invertita sui valori negativi dell'asse verticale e sono rappresentate da istogrammi dello stesso colore delle attività, ma con una sfumatura più chiara.

### Le SVF convogliano capitale di provenienza europea e mondiale in tutto il mondo, anche mediante sistemi di cartolarizzazione.

Alcune SVF operano mettendo in comune i debiti della capogruppo e spesso trasferendo i titoli garantiti da attività a una terza filiazione, giuridicamente distinta, che può essere residente in un altro centro finanziario collocato all'interno o all'esterno dell'area dell'euro. Quest'insieme di operazioni finanziarie infragruppo rappresenta una parte degli utili delle SVF e di altre filiazioni presenti nei centri finanziari e costituisce un altro possibile canale per il trasferimento degli utili. Infine, nella misura in cui tali sistemi di cartolarizzazione consistono in operazioni finanziarie infragruppo, né le attività né il rischio sottostante le attività cartolarizzate escono dal bilancio consolidato a livello di gruppo.

### Le multinazionali non solo esercitano un impatto significativo sulla dimensione dei flussi lordi di IDE, ma possono anche essere all'origine di asimmetrie nella misurazione delle posizioni sull'estero bilaterali.

Tali asimmetrie sono particolarmente marcate nel caso dei redditi da IDE bilaterali registrati nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 5).

## Riquadro 5

Asimmetrie nel conto corrente dell'area dell'euro e degli Stati Uniti: il ruolo dei redditi da investimenti diretti esteri in presenza di imprese multinazionali

a cura di Fausto Pastoris e Martin Schmitz

Nel contesto dei recenti dibattiti sulle politiche commerciali fra gli Stati Uniti e i loro partner, i responsabili politici e i media rivolgono una sempre maggiore attenzione ai saldi bilaterali di conto

corrente. Tuttavia, l'interpretabilità delle statistiche sulle partite correnti bilaterali può essere influenzata dall'esistenza di asimmetrie bilaterali<sup>65</sup>.

Secondo i dati della BCE, nel 2018 l'area dell'euro ha registrato un avanzo delle partite correnti bilaterali pari a 131 miliardi di euro nei confronti degli Stati Uniti, mentre secondo i dati dello statunitense Bureau of Economic Analysis (BEA) (cfr. il pannello a) del grafico A) l'avanzo dell'area dell'euro ammontava a soli 40 miliardi di euro<sup>66</sup>. Stando ai dati BEA, l'avanzo dell'area dell'euro era inferiore di circa 90 miliardi di euro, per via di un minore avanzo nel saldo dei beni (per 23 miliardi di euro) e di deficit più ampi nei servizi e nei redditi primari (rispettivamente di 17 e 55 miliardi di euro)<sup>67</sup>. Il pannello b) del grafico A rivela che l'asimmetria nei conti correnti è aumentata nel corso del tempo, in gran parte a causa del saldo dei redditi primari, in particolar modo quelli relativi agli IDE.

La divergenza nella registrazione dei redditi da IDE è particolarmente evidente. Nel 2018 si è creata una situazione paradossale, in cui sia l'area dell'euro (secondo i dati della BCE) sia gli Stati Uniti (secondo i dati del BEA) riportavano saldi dei redditi positivi l'uno nei confronti dell'altro (cfr. il pannello a) del grafico B). Una differenza significativa si osserva nei redditi da IDE versati agli investitori statunitensi in relazione ai loro investimenti nell'area dell'euro, con la BCE che registra un valore di circa 85 miliardi di euro più basso rispetto all'ammontare corrispondente riportato dal BEA. Invece i redditi percepiti dai residenti nell'area dell'euro per i propri IDE negli Stati Uniti nel 2018 erano relativamente coerenti (con una divergenza di circa 18 miliardi di euro)<sup>68</sup>. L'elevata discrepanza tra i redditi da IDE pagati dall'area dell'euro agli Stati Uniti scaturisce principalmente dai dati sugli investimenti diretti statunitensi nei Paesi Bassi, in Lussemburgo e in Irlanda.

---

<sup>65</sup> Tali asimmetrie si verificano quando le esportazioni indicate come provenienti dal "paese A" e dirette al "paese B" non corrispondono alle importazioni segnalate in arrivo nel "paese B" dal "paese A".

<sup>66</sup> Ai fini di questa analisi, i dati comunicati dalla BEA sono stati convertiti dal dollaro statunitense all'euro, utilizzando il tasso di cambio medio del rispettivo periodo di riferimento.

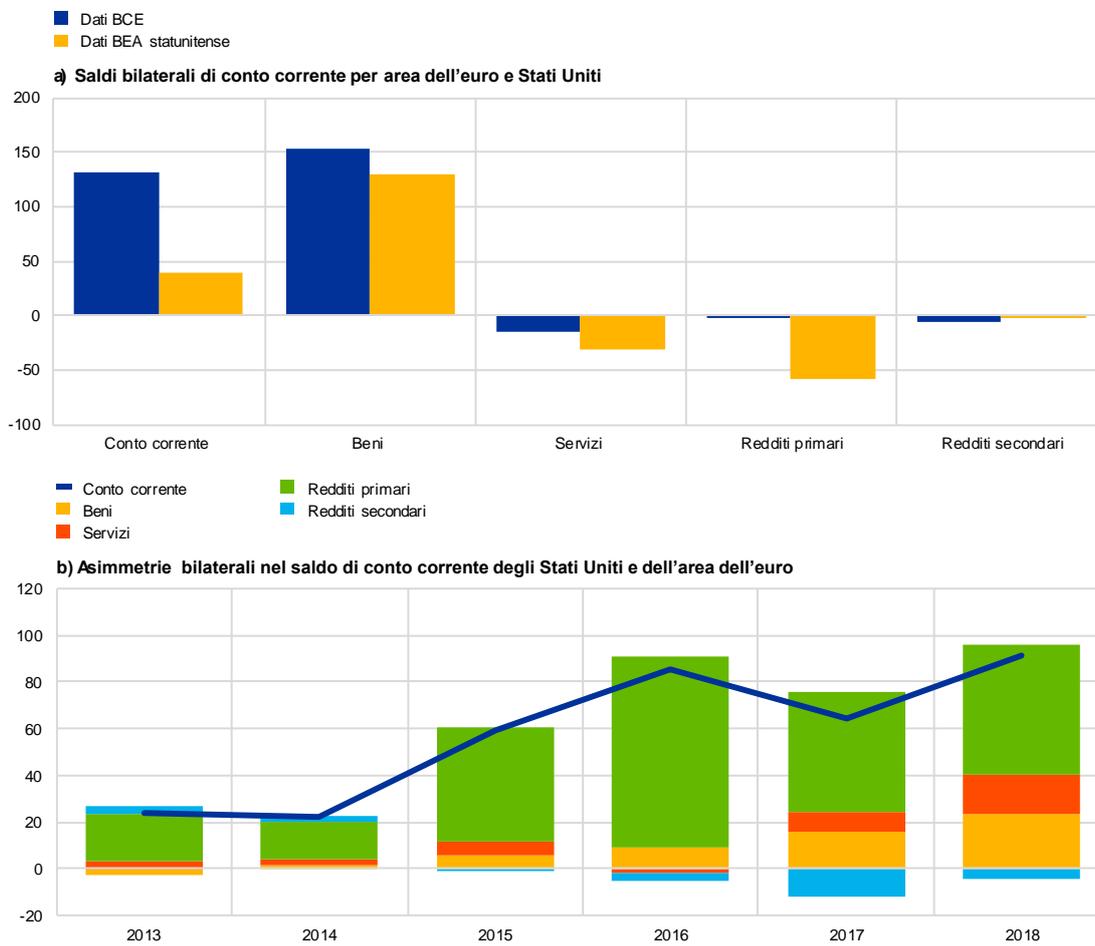
<sup>67</sup> Secondo i dati della BEA, il disavanzo dei redditi secondari dell'area dell'euro è stato minore (di 15 miliardi di euro), riducendo così in qualche misura lo scarto complessivo del saldo di conto corrente.

<sup>68</sup> I dati sui redditi da IDE bilaterali di fonte BEA vengono registrati secondo un criterio direzionale e sono quindi organizzati a seconda del fatto che il reddito derivi da un investimento in uscita (investimenti diretti statunitensi all'estero) o da un investimento in entrata (investimenti diretti esteri negli Stati Uniti). I dati sui redditi da IDE bilaterali della BCE sono registrati sulla base di un principio attivo/passivo, che classifica il reddito come attività o passività. Tale differenza nei principi di registrazione non rileva per quanto riguarda il *saldo* dei redditi.

## Grafico A

### Saldi bilaterali delle partite correnti Stati Uniti/area dell'euro

(pannello a): miliardi di euro; 2018; pannello b): miliardi di euro)



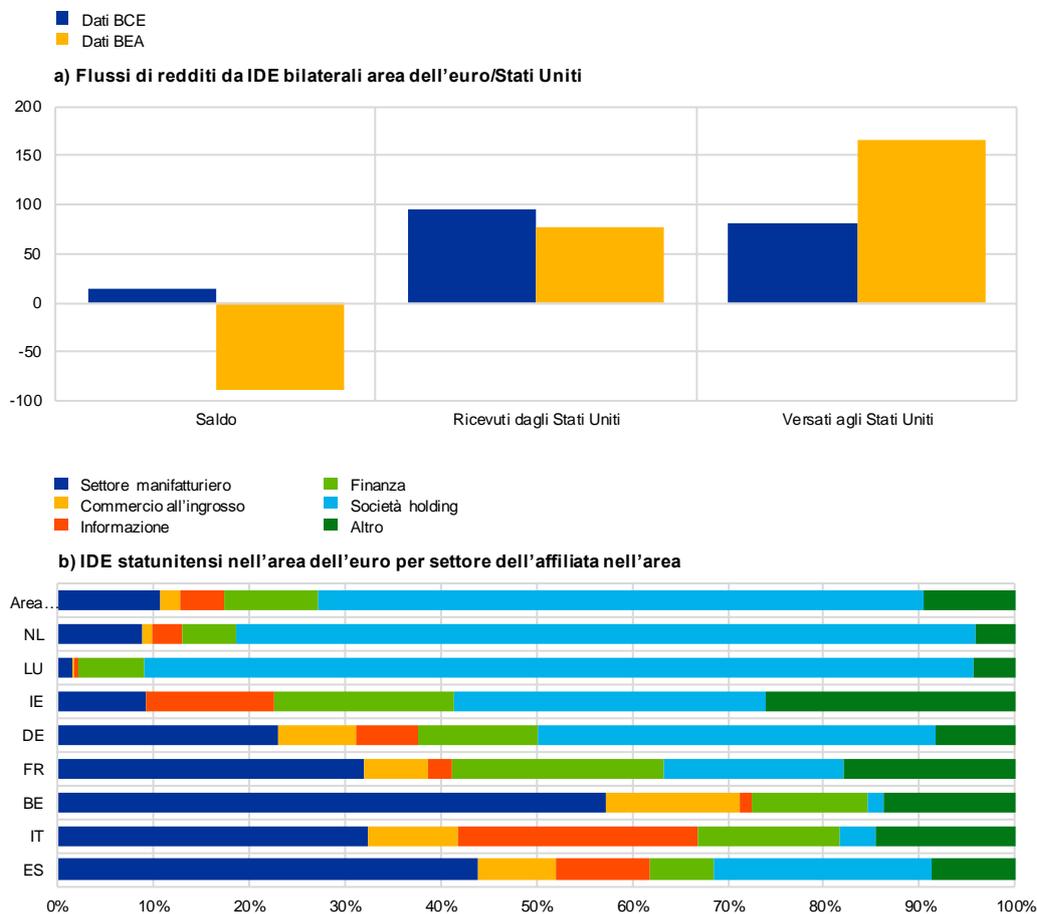
Fonte: BCE e BEA.

Note: le asimmetrie bilaterali sono calcolate prendendo i dati della BCE e sottraendo i dati analoghi di fonte BEA; un valore positivo indica che il saldo relativo all'area dell'euro indicato dalla BCE è superiore all'analogo valore segnalato dalla BEA.

## Grafico B

### IDE fra area dell'euro e Stati Uniti

(pannello a): miliardi di euro; pannello b): percentuale sul totale; 2018)



Fonte: BCE e BEA.

Note: valori del saldo positivi indicano un avanzo per l'area dell'euro nel pannello a). "Altro" comprende le attività minerarie, le istituzioni di deposito, i servizi professionali e tecnici, gli altri tipi di attività industriali e le attività industriali non classificate nel pannello b). L'area dell'euro rappresentata nel pannello b) si basa su dati BEA per Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna.

Le multinazionali statunitensi spesso ricorrono a catene di controllo articolate, con molteplici rapporti di IDE in diversi paesi dell'area dell'euro, complicando così la stima dei redditi da IDE. Secondo i dati del BEA (cfr. il pannello b) del grafico B), oltre il 60 per cento degli IDE statunitensi nell'area dell'euro è costituito da investimenti in società holding, mentre solo il 10 per cento circa raggiunge direttamente le imprese manifatturiere dell'area dell'euro. Le holding, che spesso sono SVF, possono rappresentare il primo collegamento tra le multinazionali degli Stati Uniti e le loro filiazioni nell'area dell'euro. È importante notare che il reddito generato da tali holding comprende anche gli utili realizzati da altre entità inserite nelle catene di controllo delle multinazionali (note come affiliate controllate indirettamente)<sup>69</sup>. Registrare tali entrate, in particolare per quanto riguarda gli utili non distribuiti, rappresenta una sfida per gli statistici in quanto richiede un accesso completo ai bilanci delle multinazionali e ai loro rapporti di proprietà. Le differenze nelle informazioni disponibili sulle multinazionali statunitensi possono in parte dar conto del perché i redditi da IDE

<sup>69</sup> Laddove esiste una catena di controllo di investimenti diretti che ha più di un collegamento gerarchico verso l'estero, gli utili derivanti dagli investimenti diretti dovrebbero rispecchiare il reddito proveniente sia dalle imprese dirette che da quelle indirette. Il reddito percepito lungo tutta la catena di controllo deve essere registrato nell'impresa d'investimento diretto che è controllata in maniera diretta.

versati agli investitori statunitensi appaiano inferiori nelle statistiche europee rispetto alle statistiche statunitensi.

Differenze nel modo in cui vengono individuati i paesi che sono la controparte immediata possono pure contribuire alle asimmetrie osservate nei redditi da IDE. La complessità delle strutture societarie delle multinazionali rende difficile per gli statistici definire con precisione i collegamenti con i paesi controparte. Vi sono alcune evidenze che suggeriscono l'esistenza di differenze tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro, per il fatto che i paesi dell'area dell'euro imputano quote consistenti dei redditi da IDE a controparti immediate collocate in centri finanziari offshore (in linea con i principi statistici internazionali). Successivamente, questi flussi di reddito saranno probabilmente trasferiti verso gli Stati Uniti<sup>70</sup>; il BEA potrà quindi indicare che tale reddito proviene in parte direttamente dall'area dell'euro (anziché da centri offshore).

Sono attivi diversi gruppi di lavoro tra i compilatori della bilancia dei pagamenti che monitorano e analizzano le asimmetrie osservate nei paesi dell'area dell'euro in relazione agli Stati Uniti, in particolare nel contesto dei flussi di reddito da IDE.

---

## 4 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo ha analizzato il modo in cui le attività delle grandi imprese multinazionali incidono sui conti con l'estero dell'area dell'euro e, in generale, dei centri finanziari.** In primo luogo, l'articolo ha esposto come le attività delle multinazionali vengono rilevate nelle statistiche sull'estero, nonché le difficoltà di misurazione di tali dati. In secondo luogo, l'articolo ha illustrato l'influenza che le multinazionali hanno sui conti con l'estero dell'area dell'euro, particolarmente evidente nei saldi di conto corrente e negli investimenti diretti esteri dei centri finanziari dell'area, spesso con il coinvolgimento di società veicolo finanziarie. Da ultimo, le economie dei centri finanziari generalmente segnalano avanzi di conto corrente che possono essere attribuiti, in parte, alle attività delle multinazionali.

**Le iniziative multilaterali volte a migliorare la trasparenza delle attività delle multinazionali sono necessarie per garantire lo scambio di informazioni fra paesi, sia per finalità fiscali che statistiche.** Tali iniziative dovrebbero aiutare le autorità nazionali a intervenire contro l'elusione fiscale. Inoltre, una stretta cooperazione internazionale tra i compilatori di statistiche, che preveda anche la condivisione di informazioni potenzialmente riservate, contribuirebbe a garantire una registrazione delle attività delle multinazionali coerente fra i vari paesi, migliorando in tal modo la qualità e l'uniformità delle statistiche macroeconomiche. In particolare, tali iniziative potrebbero aiutare a fare chiarezza distinguendo, all'interno della bilancia dei pagamenti, le operazioni effettuate dalle SVF nel contesto degli investimenti diretti esteri.

---

<sup>70</sup> Cfr. ad esempio *Explaining Ireland's FDI Asymmetry with the United States* e Howell, K, et al., *Current Account Asymmetries in EU-US Statistics*, Eurostat e BEA, marzo 2019.

## 2 Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro elaborate dalla BCE

a cura di Marta Bańbura e Lorena Saiz

### 1 Introduzione

**La valutazione in tempo reale degli andamenti dell'attività economica riveste un'importanza fondamentale per la conduzione della politica monetaria.**

Facilita l'individuazione tempestiva dei cambiamenti nelle dinamiche economiche di fondo alla luce dei dati più recenti e contribuisce a una più ampia valutazione delle prospettive economiche e dei rischi associati. È parte integrante dell'analisi economica nell'approccio a due pilastri della Banca centrale europea (BCE) per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Una stima tempestiva e affidabile delle condizioni economiche costituisce inoltre un elemento fondamentale per la valutazione dell'orientamento della politica monetaria, dati i ritardi nella trasmissione delle misure adottate nel suo ambito.

**La pubblicazione delle stime ufficiali relative alla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro risente di un certo sfasamento temporale ma è possibile valutarne l'andamento corrente e a breve termine sulla base di indicatori a elevata frequenza e tempestivi.** Il PIL in termini reali è il principale indicatore dell'attività economica reale. È disponibile, tuttavia, soltanto con cadenza trimestrale e per l'area dell'euro la sua prima stima ufficiale, la stima rapida preliminare, viene pubblicata unicamente circa 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento. Al fine di colmare tale divario temporale, presso la BCE e altre istituzioni sono stati sviluppati modelli econometrici in grado di sfruttare un vasto insieme di dati per produrre stime in tempo reale del PIL per il trimestre corrente e per i trimestri successivi. Le previsioni a breve termine si basano generalmente su dati ricavati dai mercati finanziari e dalle indagini presso imprese e consumatori o su dati settoriali (provenienti, ad esempio, dall'industria, dal commercio al dettaglio o dal settore estero). Tali variabili predittive sono spesso disponibili con frequenza mensile, settimanale o giornaliera e vengono pubblicate con ritardi più contenuti.

**Lo sviluppo di strumenti quantitativi per le previsioni a breve termine dell'attività economica presenta varie sfide.** In primo luogo, tali strumenti devono combinare informazioni provenienti da dati raccolti a frequenza diversa. In secondo luogo, devono far fronte al "profilo frastagliato" dei dati dovuto al fatto che tipologie di dati differenti sono pubblicate con ordini di ritardo variabile. Ad esempio, i dati relativi alla produzione industriale nell'area dell'euro sono pubblicati circa sei settimane oltre il termine del mese di riferimento, mentre i dati desunti dalle indagini qualitative e dai mercati finanziari sono spesso disponibili già alla fine del periodo di riferimento. In terzo luogo, data l'ampia quantità di indicatori potenzialmente utili, gli approcci econometrici dovrebbero essere in grado di stimare in maniera affidabile numerosi parametri. In quarto luogo, molti indicatori sono successivamente soggetti a revisione e, di conseguenza, la loro prima versione può incorporare notevoli imprecisioni o errori di misurazione. In quinto luogo, i dati possono essere

contaminati da valori anomali causati da eventi eccezionali (ad esempio scioperi, condizioni meteorologiche atipiche) o da modifiche delle proprietà statistiche nel corso del tempo, dovute a variazioni metodologiche o cambiamenti economici strutturali.

**Ulteriori sfide in materia di previsioni in tempo reale sono emerse con chiarezza durante e dopo la crisi finanziaria mondiale.** La grande maggioranza dei modelli, inclusi quelli utilizzati allora presso la BCE per le previsioni a breve termine<sup>71</sup>, non è riuscita a prevedere i tempi e l'entità della Grande recessione. Tali modelli, inoltre, hanno sistematicamente sopravvalutato la forza della successiva ripresa. All'epoca sono state proposte diverse spiegazioni per tale deludente capacità predittiva; tra esse figuravano i cambiamenti nelle relazioni strutturali tra le variabili economiche, i valori estremi di alcuni indicatori che non erano coerenti con le ipotesi dei modelli, l'insufficiente copertura dei dati provenienti dai mercati finanziari e la non linearità delle relazioni tra l'economia reale e il settore finanziario. Oltre ad affrontare tali carenze, le raccomandazioni per coloro che elaborano i modelli includevano lo sviluppo di strumenti migliori per valutare i rischi e definire paradigmi economici adeguati<sup>72</sup>.

**L'insieme dei modelli attualmente utilizzati presso la BCE per le previsioni a breve termine della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è frutto di un'approfondita revisione eseguita nel 2015.** I modelli si basano su un insieme di dati di medie dimensioni comprendente circa 30 indicatori mensili. Un'impostazione econometrica multivariata e una copertura relativamente ampia di vari aspetti dell'economia dell'area dell'euro forniscono un quadro per interpretare i dati più recenti e rivedere le previsioni. Le previsioni sono elaborate mediante procedure automatizzate (ossia non influenzate da giudizi soggettivi) e possono essere prodotte in pochi minuti. Oltre alle previsioni puntuali, l'insieme dei modelli è in grado di fornire anche distribuzioni predittive (grafici a ventaglio). Queste ultime possono essere utilizzate per valutare in tempo reale il grado di incertezza che caratterizza le prospettive a breve termine o i rischi a esse legati.

**Le previsioni a breve termine del PIL in termini reali basate sui modelli forniscono informazioni importanti per le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE**<sup>73</sup>. Producendo stime quantitative della crescita del PIL reale in anticipo rispetto alla pubblicazione dei dati ufficiali e fornendo una valutazione delle "novità" macroeconomiche a partire dal completamento dell'esercizio precedente, esse costituiscono un utile punto di partenza per l'aggiornamento della stima di base relativa alla crescita del PIL nel breve termine. Le distribuzioni predittive, inoltre, forniscono un input basato su modelli per valutare i rischi complessivi che caratterizzano le proiezioni del PIL elaborate dagli esperti.

<sup>71</sup> Cfr. *Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2008 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>72</sup> Cfr., ad esempio, Kenny, G. e Morgan, J., "Some lessons from the financial crisis for the economic analysis", *Occasional Paper Series*, n. 130, BCE, 2011.

<sup>73</sup> Cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016.

**L'articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 illustra il quadro di riferimento metodologico del pacchetto di modelli utilizzati presso la BCE per le previsioni a breve termine del PIL in termini reali. La sezione 3 presenta una valutazione della capacità predittiva dei modelli. La sezione 4 analizza due interessanti elementi del pacchetto di modelli: l'analisi delle novità e le distribuzioni predittive. La sezione 5, infine, chiude la trattazione con i principali insegnamenti ricavati e descrive le sfide attuali, gli ulteriori affinamenti previsti e i nuovi orientamenti di lavoro.

## 2 Quadro di riferimento metodologico

**In letteratura sono state proposte varie tipologie di modelli per le previsioni a breve termine del PIL in termini reali, tra cui le equazioni "bridge", i modelli fattoriali dinamici a frequenza mista, i modelli vettoriali autoregressivi a frequenza mista e i modelli con indicatori a frequenza mista (Mixed Data Sampling, MIDAS).** Nel tempo sono state solitamente utilizzate equazioni "bridge" che mettono in relazione il PIL con alcuni indicatori mensili chiave aggregati a frequenza trimestrale, completando le osservazioni mancanti per il trimestre in esame con modelli "ausiliari". Tra gli approcci più recenti figurano i modelli fattoriali dinamici a frequenza mista e i modelli vettoriali autoregressivi a frequenza mista, che consentono l'impiego di un unico tipo di modello per tutte le informazioni disponibili. Infine, i modelli MIDAS permettono di combinare dati con frequenze diverse in uno schema di regressione mediante l'imposizione di una struttura di ritardi parsimoniosa. Le varie tipologie di modello offrono vantaggi differenti, in particolare per ciò che concerne la robustezza rispetto alle discontinuità strutturali e a valori estremi dei dati o la possibilità di interpretare le revisioni apportate alle previsioni<sup>74</sup>.

**La revisione dei modelli di previsione a breve termine della BCE, eseguita nel 2015, è stata motivata dal deteriorarsi della loro capacità predittiva (relativa) durante e dopo la crisi finanziaria mondiale.** Il pacchetto di modelli utilizzati all'epoca includeva (diverse versioni di) equazioni "bridge" e modelli fattoriali dinamici a frequenza mista su vasta scala. Entrambe le tipologie di modello hanno evidenziato rilevanti errori di previsione durante la crisi e, in seguito, una distorsione positiva (sovrastima sistematica), sebbene le criticità più marcate interessassero i modelli fattoriali. Una delle ragioni alla base della distorsione positiva è stata l'insufficiente copertura del settore dei servizi e del calo del contributo del settore industriale al valore aggiunto nell'area dell'euro. Vi si aggiungeva la difficoltà di stimare in maniera affidabile le relazioni tra un'ampia serie di variabili, alla luce del loro diverso comportamento durante la crisi finanziaria (in particolare, con riferimento ai dati qualitativi rispetto ai dati quantitativi<sup>75</sup>). La capacità predittiva dei modelli

<sup>74</sup> Per una trattazione approfondita e un elenco di riferimenti relativi ai diversi approcci di modellizzazione, cfr. Bańbura, M., Giannone, D., Modugno, M. e Reichlin, L., "Now-casting and the real-time data flow", in Elliott, G. e Timmermann, A. (ed.), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2A, North Holland, 2013, pagg. 195-236.

<sup>75</sup> L'attributo "qualitativo" è generalmente applicato agli indicatori che riflettono le aspettative del mercato, in particolare ai dati desunti dalle indagini e dai mercati finanziari. Per contro, gli indicatori "quantitativi" spesso misurano determinate componenti del PIL in maniera diretta (ad esempio la produzione industriale).

fattoriali a frequenza mista si è dimostrata più sensibile a tali cambiamenti strutturali rispetto a quella delle equazioni “bridge”.

**Il pacchetto di modelli di previsione a breve termine attualmente in uso si basa sulle equazioni “bridge”, in considerazione della capacità predittiva relativamente migliore da queste evidenziata all’indomani della crisi finanziaria.**

I modelli includono due tipologie di equazioni “bridge”: a) equazioni basate su dati “quantitativi”, che mettono in relazione il PIL alla produzione industriale (al netto delle costruzioni) e al valore aggiunto nei servizi; b) equazioni basate su dati “qualitativi”, che mettono in relazione il PIL all’indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers’ Index, PMI) relativo al prodotto e all’indice PMI relativo alle costruzioni<sup>76</sup>. Entrambe le tipologie incorporano la prospettiva dell’“offerta” nella misurazione del PIL in termini reali<sup>77</sup>, dato che il livello di dettaglio delle informazioni è più completo e tempestivo e la relazione con il PIL è più stabile rispetto alla prospettiva della “domanda”. Di conseguenza, la prospettiva dell’offerta si traduce in previsioni più accurate. Le previsioni per il valore aggiunto (trimestrale) nel settore dei servizi sono ottenute mediante un’equazione “bridge” ausiliaria.

**Le variabili predittive mensili incluse nelle equazioni “bridge” sono a loro volta calcolate utilizzando modelli “ausiliari” e incorporano informazioni ricavate da altre variabili mensili.**

Dato che le equazioni “bridge” generalmente includono solo un numero limitato di variabili predittive, l’unica maniera per sfruttare una serie più ampia (e più tempestiva) di informazioni in tale contesto è impiegare modelli ausiliari mensili per elaborare previsioni relative a tali variabili predittive<sup>78</sup>. I modelli ausiliari per le equazioni “bridge” sono costituiti da modelli vettoriali autoregressivi di tipo bayesiano e modelli fattoriali dinamici a frequenza mensile. Entrambe le tipologie di modello consentono di incorporare un gran numero di variabili.

**L’insieme di dati comprende circa 30 indicatori.** Ne fanno parte la produzione industriale e le indagini sulle imprese per diversi settori, gli indicatori mensili delle vendite al dettaglio, la disoccupazione, il commercio estero e i dati relativi ai mercati finanziari. L’insieme di dati può essere considerato di dimensioni “medie” ed è notevolmente ridotto rispetto a quello alla base dei modelli fattoriali a frequenza mista utilizzati in precedenza. Le valutazioni condotte sulle previsioni nell’ambito del processo revisionale hanno mostrato che una disaggregazione molto granulare, tipica delle serie di dati di grandi dimensioni, non aumenta l’accuratezza delle previsioni<sup>79</sup>.

<sup>76</sup> Cfr. de Bondt, G.J., “A PMI-based Real GDP Tracker for the Euro Area”, *Journal of Business Cycle Research*, vol. 15, n. 2, 2019, pagg. 147-170.

<sup>77</sup> Cfr. Hahn, E. e Skudelny, F., “Early estimates of euro area real GDP growth – a bottom-up approach from the production side”, *Working Paper Series*, n. 975, BCE, dicembre 2008.

<sup>78</sup> Cfr. Bulligan, G., Golinelli, R. e Parigi, G., “Forecasting monthly industrial production in real-time: from single equations to factor-based models”, *Empirical Economics*, vol. 39, n. 2, 2010, pagg. 303-336.

<sup>79</sup> Tale risultato è in linea con le conclusioni esposte, ad esempio, in Bańbura, M., Giannone, D. e Reichlin, L., “Large Bayesian vector autoregressions”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n. 1, 2010, pagg. 71-92, e in Bańbura, M., Giannone, D. e Reichlin, L., “Nowcasting”, in Clements, M.P. e Hendry, D.F. (ed.), *The Oxford Handbook of Economic Forecasting*, 2011.

**Le previsioni si ricavano come media delle previsioni elaborate dai singoli modelli.** La combinazione tra due tipologie di equazione “bridge” e cinque modelli ausiliari dà origine a dieci differenti modelli per il PIL. Per le previsioni puntuali si considera la media delle previsioni derivanti dal singolo modello. Mettere insieme le singole previsioni ne accresce l’accuratezza, anche rispetto alla versione più efficiente del modello<sup>80</sup> (cfr. di seguito). Le distribuzioni predittive (densità) sono prodotte mediante simulazioni e la densità predittiva combinata è calcolata come media delle densità predittive del singolo modello. Maggiori dettagli tecnici sono contenuti nel riquadro 1.

## Riquadro 1

Il pacchetto di modelli di previsione a breve termine del PIL in termini reali nell’area dell’euro: alcuni dettagli tecnici

I modelli utilizzati appartengono alla famiglia delle equazioni “bridge”. Un’equazione “bridge” è un modello di regressione lineare in cui la variabile dipendente è la variabile di interesse a bassa frequenza (ad esempio, il PIL trimestrale) e i regressori sono le variabili predittive a più elevata frequenza (ad esempio, la produzione industriale mensile) aggregate alla frequenza inferiore. Nel caso dei modelli di previsione a breve termine del PIL in termini reali nell’area dell’euro descritti nell’articolo, le equazioni sono definite come segue:

$$y_t^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \varepsilon_t^Q,$$

dove  $y_t^Q$  è la variabile dipendente, in questo caso la crescita del PIL reale sul trimestre precedente, e  $X_{i,t}^Q$  sono le variabili predittive (fino a  $k$  per equazione “bridge”). I modelli includono due tipologie di equazioni “bridge”. Le variabili predittive nella prima equazione “bridge” sono la crescita trimestrale della produzione industriale e la crescita trimestrale del valore aggiunto nel settore dei servizi; nella seconda equazione esse sono la media trimestrale del PMI composito relativo al prodotto e la differenza trimestrale del PMI relativo al prodotto nel settore delle costruzioni<sup>81</sup>.  $\varepsilon_t^Q$  è il residuo della regressione,  $\alpha$  è l’intercetta e  $\beta_i$  sono i coefficienti di regressione. Per il valore aggiunto nei servizi è utilizzata un’equazione “bridge” ausiliaria che include la domanda attesa di servizi desunta dalle indagini della Commissione europea. Le equazioni sono stimate mediante tecniche di regressione standard (minimi quadrati ordinari). Il campione di stima inizia nel 1985 o successivamente, a seconda della disponibilità dei dati nella specifica equazione (o nel modello “ausiliario”, cfr. di seguito).

Per ottenere le previsioni relative al PIL dalle equazioni descritte sono necessarie le previsioni relative alle variabili predittive mensili per i trimestri di interesse. Queste ultime sono calcolate utilizzando modelli “ausiliari” multivariati a frequenza mensile: modelli vettoriali autoregressivi

<sup>80</sup> Cfr. Kuzin, V., Marcellino, M. e Schumacher, C., “[Pooling versus model selection for nowcasting GDP with many predictors: empirical evidence for six industrialized countries](#)”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, n. 3, 2013, pagg. 392-411.

<sup>81</sup> Cfr., ad esempio, de Bondt, G.J., op. cit., per maggiori dettagli sulla seconda equazione. Si noti che le due equazioni determinano una maggiore accuratezza delle previsioni rispetto alla media di (una grande quantità di) equazioni “bridge” a variabile singola.

(vector autoregressions, VAR) e modelli fattoriali dinamici (dynamic factor models, DFM)<sup>82</sup>. I primi sono stimati con metodi bayesiani, impiegando una specificazione in differenze prime con sei ritardi e una distribuzione a priori di tipo Minnesota con grado di informatività dipendente dalla dimensione del modello<sup>83</sup>. I secondi sono stimati mediante il criterio di massima verosimiglianza, utilizzando l'algoritmo EM (aspettativa e massimizzazione)<sup>84</sup>. La specificazione include un unico fattore comune, che segue un processo autoregressivo di ordine due e un processo autoregressivo di ordine uno per le componenti idiosincratice. Entrambe le tipologie di modello possono trattare un ampio insieme di variabili. Vengono presi in considerazione modelli VAR di tre dimensioni (con 2, 22 o 28 variabili) e modelli DFM di due dimensioni (con 22 e 28 variabili). Al fine di gestire il profilo frastagliato determinato dai differenti tempi di pubblicazione delle variabili, i modelli sono rappresentati nello spazio degli stati e, per ottenere le previsioni relative alle variabili mensili e le ponderazioni delle novità (cfr. la sezione 4), sono impiegati il filtro e l'interpolatore di Kalman.

Le variabili per le equazioni "bridge" e per i modelli "ausiliari" mensili sono state selezionate sulla base di diversi criteri, tra cui l'analisi di correlazione, la capacità previsiva all'interno e al di fuori del campione, la stabilità e la significatività dei coefficienti di regressione, nonché i metodi di regolarizzazione come le regressioni LASSO<sup>85</sup>. I risultati hanno confermato i precedenti riscontri emersi in letteratura, secondo i quali non è necessario un livello molto elevato di disaggregazione (100 o più serie) per ottenere la massima accuratezza predittiva.

Il calcolo delle distribuzioni predittive (densità) dei modelli si basa sull'utilizzo del campionatore di Gibbs e dell'interpolatore di simulazione (al fine di gestire il profilo frastagliato dei dati)<sup>86</sup>.

Le previsioni di densità dei singoli modelli sono combinate linearmente con l'attribuzione di pesi uguali alle singole densità. Combinazioni di densità normali producono distribuzioni in grado di adattarsi a caratteristiche non standard quali "code pesanti" o asimmetrie. Nel caso delle previsioni puntuali, mettere insieme le previsioni di densità tutela anche dall'incertezza nella selezione del modello<sup>87</sup>.

---

<sup>82</sup> Ciò si traduce in una maggiore accuratezza delle previsioni rispetto all'utilizzo del modello ARIMA univariato per ogni variabile predittiva mensile, in linea con quanto esposto in Rünstler, G. e Sédillot, F., "Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data", *Working Paper Series*, n. 276, BCE, settembre 2003.

<sup>83</sup> Cfr. Bańbura et al., "Large Bayesian vector autoregressions", op. cit.

<sup>84</sup> Cfr. Bańbura, M. e Modugno, M., "Maximum likelihood estimation of dynamic factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n. 1, 2014, pagg. 133-160.

<sup>85</sup> Si noti che la selezione degli indicatori non è stata effettuata in tempo reale, bensì nel campione. Tuttavia, poiché la serie di dati è stata congelata all'inizio del 2015, la valutazione iniziata nel 2015 è effettivamente condotta in tempo reale. Il metodo LASSO e tecniche simili sono stati utilizzati per la selezione delle variabili per le equazioni "bridge" in, ad esempio, Bulligan, G., Marcellino, M. e Venditti, F., "Forecasting economic activity with targeted predictors", *International Journal of Forecasting*, vol. 31, n. 1, 2015, pagg. 188-206.

<sup>86</sup> Cfr. Durbin, J. e Koopman, S.J., "A simple and efficient simulation smoother for state space time series analysis", *Biometrika*, vol. 89, n. 3, 2002, pagg. 603-615.

<sup>87</sup> Geweke e Amisano hanno dimostrato che mettere insieme le densità di previsione produce previsioni migliori, anche se la serie di modelli da combinare esclude il modello "corretto". Cfr. Geweke, J. e Amisano, G., "Optimal prediction pools", *Journal of Econometrics*, vol. 164, n. 1, 2011, pagg. 130-141.

### 3 Qualità delle previsioni

**È stata condotta una valutazione in tempo reale dell'accuratezza predittiva dei modelli a partire dalla loro introduzione e su un periodo più lungo che inizia nel 2005.** A tal fine, le serie storiche di dati in tempo reale risalenti al 2005 sono ricostruite sulla base delle informazioni archiviate nello Statistical Data Warehouse (SDW) della BCE<sup>88</sup>. Per ogni trimestre del campione di valutazione vengono considerati 12 orizzonti di previsione. Le prime previsioni si ottengono cinque mesi prima della prima pubblicazione ufficiale. Le previsioni successive sono prodotte a intervalli bimensili, fino a due settimane prima della pubblicazione della stima rapida preliminare<sup>89</sup>. Ad esempio, nel ciclo di previsione per il secondo trimestre dell'anno, le prime previsioni sono realizzate alla fine di gennaio e le ultime nella seconda settimana di luglio. La valutazione si concentra sulla distorsione e sulla radice dell'errore quadratico medio delle previsioni. Le previsioni sono valutate rispetto alle stime rapide ufficiali e agli ultimi dati disponibili relativi alla crescita del PIL reale rispetto al trimestre precedente.

**L'accuratezza predittiva dei modelli è confrontata con le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.** Ai fini della valutazione, si adotta una convenzione per cui tali proiezioni sono finalizzate a metà del secondo mese di ogni trimestre (che corrisponde all'orizzonte di previsione a 1,5 e a 4,5 mesi, rispettivamente, per il trimestre corrente e per quello successivo) e restano invariate nel periodo intercorrente<sup>90</sup>.

**L'accuratezza dei modelli migliora con la disponibilità di nuove informazioni e gli stessi competono relativamente bene con le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.** Il grafico 1 mostra la radice dell'errore quadratico medio (REQM) e la distorsione per le previsioni ricavate dai modelli (linee di colore chiaro) e per le proiezioni (linee di colore scuro) rispetto alle stime rapide ufficiali (linee rosse) e alle ultime serie storiche di dati (linee blu) relative alla crescita del PIL per i 12 orizzonti di previsione considerati. Il periodo di valutazione si estende dal primo trimestre del 2015 al secondo trimestre del 2019<sup>91</sup>. Nel complesso, l'accuratezza delle previsioni basate sui modelli è lievemente inferiore a quella delle proiezioni. La precisione delle previsioni ricavate dai modelli migliora gradualmente al diminuire dell'orizzonte previsivo e le previsioni si dimostrano particolarmente utili su orizzonti a brevissimo termine dopo la finalizzazione delle proiezioni. Sia le previsioni sia le proiezioni sono più accurate

<sup>88</sup> Per una data e un codice di identificazione dell'indicatore determinati, è possibile recuperare dall'SDW la serie temporale di dati disponibile a tale data. Le serie storiche di dati in tempo reale, pertanto, riflettono sia gli ordini di ritardo nella pubblicazione, sia le revisioni apportate ai dati (a differenza delle serie storiche di dati in pseudo tempo reale, che riflettono solo il primo dei due elementi).

<sup>89</sup> Ciò ricalca la frequenza e l'orizzonte di previsione degli aggiornamenti regolari delle previsioni a breve termine presso la BCE. Essi sono generalmente effettuati due volte al mese, in seguito alla pubblicazione dei dati sulla produzione industriale e delle indagini qualitative, che avviene, rispettivamente, a metà e alla fine di ogni mese. Le previsioni sono sempre pubblicate per i due trimestri successivi.

<sup>90</sup> L'accuratezza delle proiezioni riportate nel grafico 1, pertanto, si modifica a metà del secondo mese di ogni trimestre, allorché una nuova proiezione diviene disponibile. Le proiezioni sono generalmente completate tra la metà e la fine del secondo mese di ogni trimestre.

<sup>91</sup> Dato che i modelli non subiscono variazioni dal 2015, si tratta di una valutazione effettivamente condotta in tempo reale al di fuori del campione.

e caratterizzate da minore distorsione quando sono confrontate con la stima rapida anziché con gli ultimi dati disponibili relativi al PIL.

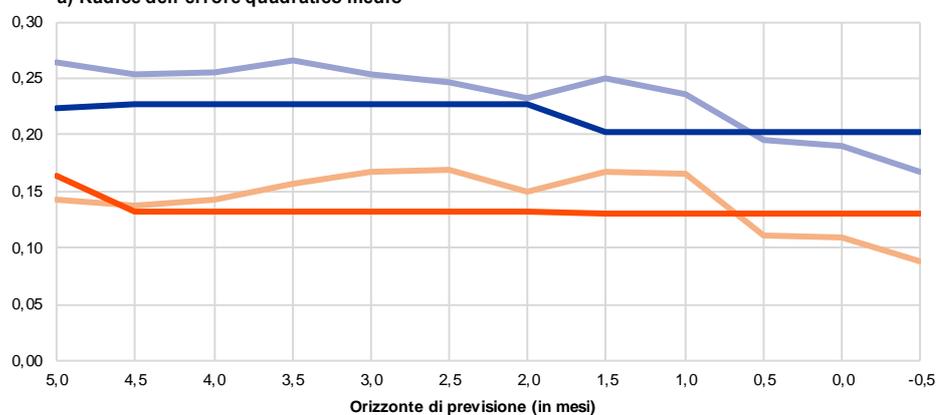
### Grafico 1

Accuratezza delle previsioni di PIL ricavate dai modelli e delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE tra il primo trimestre del 2015 e il secondo trimestre del 2019

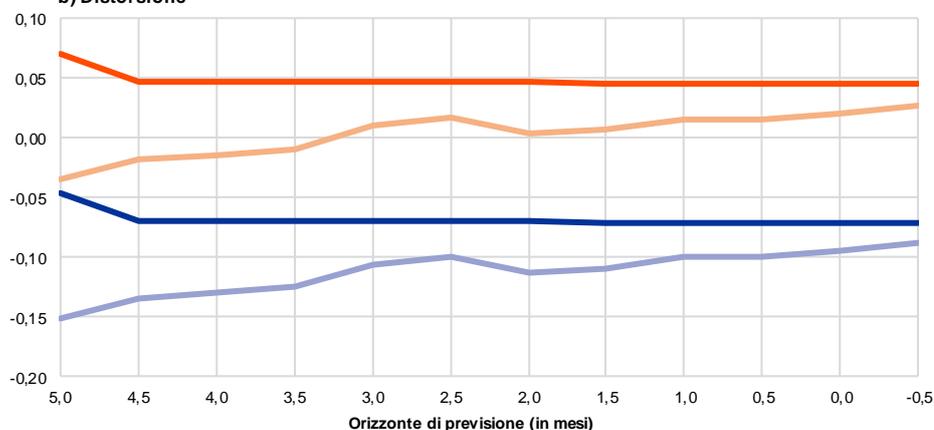
(punti percentuali)

- Modelli vs stima rapida
- Modelli vs ultima serie storica di dati
- Proiezioni vs stima rapida
- Proiezioni vs ultima serie storica di dati

#### a) Radice dell'errore quadratico medio



#### b) Distorsione



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: si valuta per ogni trimestre una sequenza di 12 aggiornamenti previsivi in tempo reale. L'orizzonte di previsione (indicato sull'asse orizzontale) è definito come la distanza (in mesi) tra la fine del trimestre di riferimento e la data in cui le previsioni sono state elaborate. Si considera per convenzione che le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE siano finalizzate intorno alla metà del secondo mese di ciascun trimestre (1,5 o 4,5 mesi prima della fine del trimestre di riferimento). La distorsione è definita come la differenza media tra le previsioni e il dato effettivo. Le previsioni basate sui modelli e le proiezioni sono valutate rispetto alla stima rapida ufficiale di crescita del PIL (pubblicata a metà del secondo mese del trimestre successivo) e rispetto all'ultima serie storica di dati disponibile sulla crescita del PIL in termini reali.

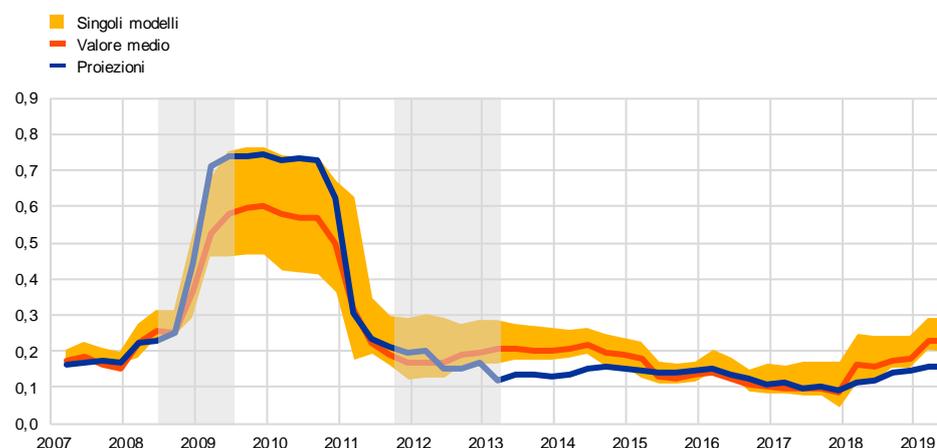
**I modelli, inoltre, mostrano risultati relativamente soddisfacenti quando sono valutati su un periodo più esteso.** Il periodo di valutazione appena considerato è relativamente breve e caratterizzato da minore volatilità rispetto, ad esempio, al periodo precedente, che includeva la crisi finanziaria e del debito sovrano. Concentrandosi sulle REQM per l'orizzonte a 1,5 mesi con la stima rapida come variabile di riferimento, il grafico 2 presenta l'evoluzione dell'accuratezza delle

previsioni a partire dal 2005 su una finestra di otto trimestri. È possibile formulare diverse osservazioni. In primo luogo, non sorprende che il periodo della crisi finanziaria sia stato caratterizzato da errori di previsione molto più ampi, sia per i modelli sia per le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Per contro, gli errori non sono stati particolarmente consistenti durante la crisi del debito sovrano. In secondo luogo, le previsioni medie basate sui modelli risultano più precise delle proiezioni in alcuni periodi (in particolare durante la crisi finanziaria, ma non nel periodo più recente)<sup>92</sup>. Infine, la media delle previsioni ricavate da diversi modelli generalmente offre risultati altrettanto soddisfacenti rispetto al migliore modello di ciascun mese (che varia nel tempo) e rappresenta, pertanto, una buona forma di tutela dall'incertezza del modello.

## Grafico 2

### Evoluzione dell'accuratezza delle previsioni dal 2005

(punti percentuali, REQM su una finestra mobile di otto trimestri)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le REQM su una finestra mobile di otto trimestri. Le proiezioni sono aggiornate a metà del secondo mese del trimestre di riferimento (orizzonte di previsione di 1,5 mesi), intorno alla data di finalizzazione delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. La variabile di riferimento è la stima rapida ufficiale della crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente. Per "media" si intende la REQM mobile delle previsioni medie puntuali (ricavate da dieci modelli differenti). Per "singoli modelli" si intende l'intervallo dato dalla REQM (mobile) minima e massima dei singoli modelli. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione nell'area dell'euro (la Grande recessione e la crisi del debito sovrano), individuate dal Business Cycle Dating Committee del CEPR.

## 4 Analisi delle novità e misura dei rischi

### 4.1 Analisi delle novità

**L'attuale sistema consente di mettere in relazione le revisioni delle previsioni di crescita del PIL con andamenti inattesi rispetto al modello o con nuove informazioni contenute negli indicatori pubblicati mensilmente.** Tale analisi, detta analisi delle novità basata sui modelli, costituisce un elemento importante per

<sup>92</sup> È opportuno rilevare che, sebbene la stima e le previsioni ricavate dai modelli siano effettuate utilizzando dati in tempo reale, la specificazione e la scelta delle variabili nei nuovi modelli sono state eseguite dopo la crisi, beneficiando quindi dell'analisi retrospettiva per il periodo di valutazione precedente al 2015.

il monitoraggio dei dati. Per ciascun indicatore, la novità (o andamento inatteso) è definita come differenza tra il valore rilevato e quello atteso (previsto), ossia come l'errore di previsione del modello. È possibile esprimere la differenza tra due previsioni del PIL consecutive, ovvero la revisione delle previsioni, come media ponderata delle novità contenute nei dati pubblicati nell'intervallo compreso tra i due aggiornamenti delle previsioni (che si somma all'effetto della revisione dei dati storici e delle nuove stime dei parametri)<sup>93</sup>. I fattori di ponderazione riflettono la volatilità media e la rilevanza per il PIL della novità; il segno ad essa associato indica se è stato rilevato un valore migliore o peggiore del previsto (novità "positive" o "negative").

**È possibile scomporre le revisioni delle previsioni per i singoli trimestri al fine di individuare il ruolo di specifici (gruppi di) indicatori.** Il grafico 3 illustra questo tipo di analisi applicata al secondo trimestre 2019 a titolo di esempio. La linea verde rappresenta l'evoluzione delle previsioni (medie puntuali) a partire dall'inizio del mese di febbraio fino alla metà di luglio, circa due settimane prima della pubblicazione della stima rapida preliminare del PIL reale relativa al trimestre in questione. Gli istogrammi indicano le novità sulla base dei modelli o gli eventi che determinano la revisione delle previsioni nell'intervallo compreso tra i loro successivi aggiornamenti. È possibile notare un considerevole ridimensionamento delle prospettive economiche a fine marzo, riconducibile alle novità negative contenute nei dati desunti dalle indagini. Successivamente, le sorprese positive nei dati ricavati dalle indagini portano a rivedere le prospettive al rialzo. A partire dalla fine di maggio, la stima per il periodo in corso si stabilizza in prossimità del dato effettivo (stima rapida preliminare).

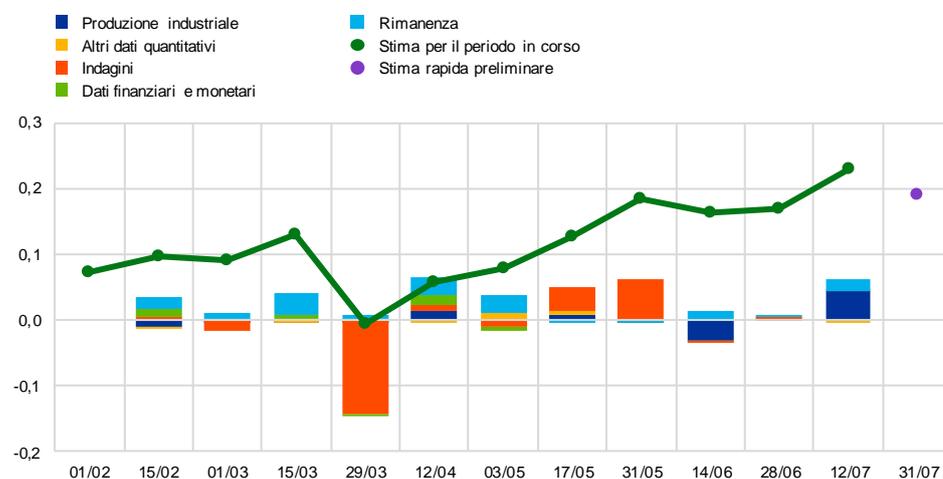
---

<sup>93</sup> Cfr. Bańbura et al., " [Now-casting and the real-time data flow](#)", op. cit. Affinché l'analisi sia significativa, occorre che le novità si basino su modelli multivariati che incorporano gli indicatori più rilevanti tenendo conto delle differenze in termini di tempestività e di forza del segnale. Le novità analizzate qui si basano su modelli e assomigliano concettualmente, anche se non coincidono esattamente, alle "sorprese del mercato" (ovvero le differenze rispetto alle aspettative del mercato).

### Grafico 3

#### Novità sulla base dei modelli e revisioni delle previsioni di crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2019

(variazioni percentuali sul trimestre e contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la linea verde rappresenta le previsioni puntuali medie (ricavate da dieci modelli diversi) della crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2019 contenute negli aggiornamenti alle diverse previsioni (indicati sull'asse orizzontale). Negli istogrammi è indicata la scomposizione delle revisioni delle previsioni tra gli aggiornamenti consecutivi rispetto alle novità provenienti da diversi gruppi di dati: "produzione industriale" (indicatori di produzione settoriale), "altri dati quantitativi" (tasso di disoccupazione, commercio estero, commercio al dettaglio, immatricolazioni di nuove autovetture), "indagini" (indagini della Commissione europea e indagini presso i responsabili degli acquisti), "dati finanziari e monetari" (indicatori monetari, finanziari e relativi al credito). Il termine "rimanenza" raccoglie gli effetti delle revisioni dei dati e delle nuove stime dei parametri.

## 4.2 Densità predittive

**La posizione e la forma delle distribuzioni predittive dei modelli consentono di valutare l'incertezza relativa alle previsioni puntuali nonché la direzione e l'intensità del rischio cui sono soggette le previsioni provenienti da fonti diverse, come le proiezioni elaborate dagli esperti.** Ad esempio, quando il centro della densità predittiva del modello (rappresentato dalla sua moda o dalla sua mediana) si trova a sinistra di una previsione alternativa, segnala rischi al ribasso per quest'ultima e viceversa. Di conseguenza, i movimenti a sinistra o a destra della densità predittiva modificano la valutazione della direzione dei rischi. Per contro, le variazioni della forma della distribuzione (ossia dispersione o concentrazione) implicano variazioni del livello di incertezza. Nell'analisi in tempo reale, via via che vengono acquisite informazioni aggiuntive nel corso del ciclo di previsione, generalmente la concentrazione della densità predittiva aumenta e ciò implica una riduzione dell'incertezza relativa alla previsione centrale. Non si può tuttavia escludere che la pubblicazione di uno o più indicatori possa rendere la sua distribuzione più piatta, a causa dell'interpretazione divergente da parte dei diversi modelli, e quindi aumentare l'incertezza.

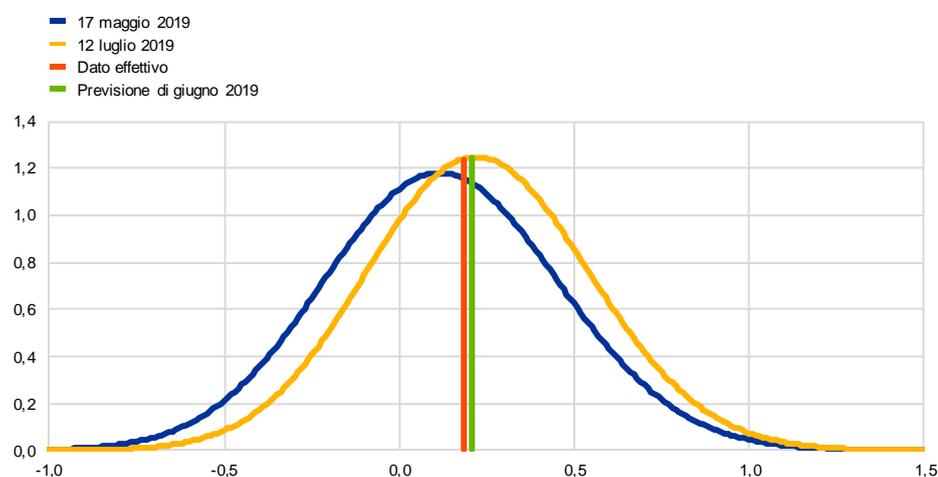
**A titolo di esempio, le distribuzioni predittive indicano che, sulla base di tali modelli, inizialmente ci fossero rischi al ribasso per le proiezioni del PIL relative al secondo trimestre del 2019 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2019 e che la valutazione dei rischi sia diventata più neutra, man mano che si sono resi disponibili maggiori dati.** Il grafico 4 presenta le densità

predittive dei modelli per il secondo trimestre del 2019 ottenute con i dati disponibili il 17 maggio 2019 (a ridosso della finalizzazione della proiezione elaborata dagli esperti a giugno 2019) e il 12 luglio 2019. In un primo tempo, i modelli suggerivano rischi al ribasso per le previsioni, in quanto la probabilità di un risultato inferiore era superiore al 50 per cento (ossia pari al 60 per cento). Quando, a metà luglio, si sono rese disponibili più informazioni, la distribuzione si è spostata verso destra e la sua concentrazione è aumentata, indicando rischi più bilanciati (dato che la probabilità di un risultato superiore o inferiore al valore previsto era pari al 50 per cento circa) e inferiori.

#### Grafico 4

##### Previsioni di densità relative alla crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2019

(asse orizzontale: variazioni percentuali trimestrali, asse verticale: densità)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu e la linea gialla rappresentano le previsioni di densità (combinata) relative alla crescita del PIL in termini reali dei rispettivi aggiornamenti delle previsioni. La combinazione riguarda le densità di dieci modelli diversi attraverso una combinazione lineare che attribuisce pesi uguali alle previsioni. La linea verde corrisponde alle previsioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2019 e la linea rossa rappresenta la stima rapida preliminare.

## 5 Osservazioni conclusive e nuovi orientamenti

**I cambiamenti nelle relazioni economiche causati dall'evoluzione del contesto economico rappresentano una sfida per i modelli di previsione in generale e per gli strumenti di previsione a breve termine in particolare.** Tra gli esempi significativi di mutamenti strutturali figurano i cambiamenti climatici, i ribilanciamenti intersettoriali, gli andamenti della produttività, gli effetti delle gravi recessioni e, più in particolare per l'area dell'euro, i cambiamenti nel settore automobilistico.

**Dall'esperienza acquisita presso la BCE in relazione alle previsioni a breve termine dell'attività economica reale basate sui modelli è possibile trarre diversi insegnamenti su come affrontare queste e altre sfide.** In primo luogo, è importante disporre di diversi modelli e valutarne regolarmente i risultati, in quanto potrebbero deteriorarsi nel tempo. In secondo luogo, la combinazione di previsioni ricavate da modelli differenti generalmente contribuisce a migliorare la capacità

predittiva contro il rischio di errori di specificazione. In terzo luogo, è importante includere informazioni riguardanti tutti i maggiori settori dell'economia, ma non è necessario utilizzare dati con un livello di disaggregazione molto elevato. Un numero medio di indicatori pertinenti e tempestivi sembra essere sufficiente a cogliere le informazioni sugli andamenti dell'attività reale nel breve termine. Infine, è importante saper interpretare le revisioni delle prospettive e comunicare l'incertezza che caratterizza le previsioni. Permangono, tuttavia, margini di miglioramento sotto diversi aspetti.

**Una criticità è rappresentata dall'elevato grado di dipendenza dei modelli di previsione a breve termine dai dati ricavati dalle indagini.** Le indagini forniscono informazioni qualitative (ovvero opinioni o percezioni) da campioni relativamente piccoli di imprese o consumatori. La loro particolare rilevanza è determinata dal ritardo temporale contenuto con cui sono pubblicate. Tuttavia, la loro relazione con gli indicatori quantitativi (hard) può variare nel tempo, riflettendo distorsioni di campionamento (ad esempio, la distorsione di sopravvivenza, soprattutto dopo la crisi) o il fatto che gli intervistati possono modificare i parametri di riferimento utilizzati per le loro valutazioni (ad esempio, il valore della crescita delle vendite che può essere considerato un miglioramento nei risultati dell'impresa)<sup>94</sup>. Pertanto, determinare una corrispondenza tra i livelli dei dati desunti dalle indagini e i tassi di crescita economica non è immediato. All'inizio del 2018, ad esempio, i dati delle indagini si collocavano su livelli storicamente elevati<sup>95</sup>, mentre la crescita del PIL reale nell'area dell'euro subiva un notevole rallentamento. Per contro, alcune indagini delineavano prospettive alquanto negative per il 2019, mentre i dati quantitativi hanno rivelato una capacità di tenuta lievemente superiore alle attese.

**È possibile utilizzare modelli e indicatori alternativi per migliorare ulteriormente l'accuratezza e la robustezza dei modelli attualmente impiegati.**

Tra gli esempi figurano i modelli a parametri variabili in grado di tener conto in maniera flessibile delle relazioni che cambiano nel tempo<sup>96</sup>. È in corso di approfondimento, inoltre, l'utilità di indicatori e metodi alternativi, in particolare di algoritmi di apprendimento automatico e "big data". L'espressione "big data" è piuttosto ampia. In questo contesto include dati su vasta scala e quasi in tempo reale provenienti da Internet (ad esempio volumi di dati relativi alle ricerche online<sup>97</sup>, dati ricavati da social network come Twitter e Facebook, articoli di giornale) o dati di grande volume provenienti da fonti non ufficiali (ad esempio, dalle piattaforme di negoziazione e dai sistemi di pagamento). I big data consentono di utilizzare una più ampia gamma di indicatori in grado di offrire informazioni nuove e diversamente non reperibili, utili all'elaborazione delle previsioni. Ad esempio, gli indicatori di fiducia ricavati dai testi potrebbero rivelarsi particolarmente utili, in quanto sono ottenibili automaticamente a elevata frequenza e a costi inferiori rispetto agli

<sup>94</sup> Cfr. Gayer C. e Marc B., "A 'New Modesty'? Level Shifts in Survey Data and the Decreasing Trend of 'Normal' Growth", *European Economy Discussion Paper*, 083, Commissione europea, luglio 2018.

<sup>95</sup> Cfr. il riquadro *Il recente dinamismo degli indicatori basati sulle indagini: implicazioni per la profondità e l'ampiezza della crescita del PIL in termini reali* nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

<sup>96</sup> Cfr., ad esempio, Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. e Petrella, I., "Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n. 2, 2017, pagg. 343-356.

<sup>97</sup> Cfr., ad esempio, Ferrara, L. e Simoni, A., "When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage", *Working Papers*, n. 2019-04, Center for Research in Economics and Statistics, 2019.

indicatori di fiducia basati sulle indagini, oltre a poter essere desunti da grandi campioni di giornali per evitare distorsioni<sup>98</sup>. Occorre tenere presente, al contempo, che considerare un'ampia serie di variabili esplicative comporta rischi di sovra-parametrizzazione (overfitting), senza determinare necessariamente miglioramenti sul piano dell'accuratezza predittiva al di fuori del campione. È possibile affrontare alcune di queste sfide mediante algoritmi di apprendimento automatico, che hanno anche il vantaggio di cogliere potenzialmente relazioni non lineari complesse. Questi rappresentano alcuni interessanti orientamenti per il lavoro futuro.

---

<sup>98</sup> Cfr., ad esempio, Thorsrud, L.A., “[Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle](#)”, *Journal of Business & Economic Statistics*, 2018.

### 3 Il programma di approfondimento dell'Unione economica e monetaria: la situazione ad oggi

a cura di Sander Tordoior, Jacopo Carmassi, Sebastian Hauptmeier e Malte Jahning<sup>99</sup>

**Questo articolo offre una panoramica dei progressi compiuti, sotto vari punti di vista, nell'approfondimento dell'Unione economica e monetaria (UEM).**

L'inizio di una nuova legislatura per l'Unione europea (2019-2024) fornisce una naturale e opportuna occasione per fare il punto sui passi avanti compiuti verso il completamento dell'architettura dell'UEM.

**In risposta alla crisi finanziaria mondiale di oltre un decennio fa, le ultime due legislature dell'UE hanno registrato progressi significativi in tale ambito.**

È stata creata un'unione bancaria che prevede una vigilanza condivisa sulle maggiori banche europee a livello sovranazionale e un quadro comune di gestione e risoluzione delle banche in difficoltà. È stato istituito il Meccanismo europeo di stabilità (MES) per sostenere i paesi dell'area dell'euro interessati da crisi economiche profonde e sono stati apportati vari adeguamenti alle norme comuni che disciplinano le politiche di bilancio ed economiche a livello nazionale.

**Non è tuttavia opportuno adagiarsi sui risultati raggiunti: affinché sia in grado di far fronte agli shock economici avversi, l'UEM deve rafforzarsi ulteriormente.**

Una maggiore condivisione dei rischi da parte dei privati (per cui imprese e famiglie diversificano le proprie attività su base transfrontaliera grazie a mercati bancari e dei capitali integrati) può contribuire ad attenuare le recessioni a livello locale nella misura in cui consente la compensazione degli shock locali con redditi generati altrove. A livello pubblico, una maggiore condivisione dei rischi - per mezzo di alcune forme di politiche di bilancio o meccanismi di protezione pubblica (backstop) condivisi posti a tutela della stabilità finanziaria in tempi di crisi - può altresì favorire il contenimento delle recessioni sia a livello locale che dell'intera area dell'euro. Nell'area dell'euro, tuttavia, la condivisione del rischio in ambito pubblico e privato continua a essere più limitata rispetto a quanto avviene in altre unioni monetarie, come ad esempio gli Stati Uniti. Al tempo stesso potrebbero essere ulteriormente rafforzati i meccanismi di governance che contribuiscono ad assicurare politiche solide a livello nazionale e a prevenire effetti di contagio indesiderati tra i paesi dell'area dell'euro.

**Per il prossimo futuro si prevedono decisioni concrete e ulteriori interventi su una serie di aspetti riguardanti l'UEM.** Sono compresi interventi riguardanti l'unione bancaria e l'unione dei mercati dei capitali (UMC) che, in quanto incomplete, lasciano margini per un ulteriore miglioramento della stabilità e dell'integrazione dei mercati bancari e dei capitali in Europa. Altre iniziative comprendono la riforma del MES nell'ambito delle attività di gestione delle crisi e l'istituzione di uno strumento di bilancio per la convergenza e la competitività (budgetary instrument for convergence

<sup>99</sup>. Preziosi contributi sono stati forniti anche da Giovanni Di Iasio, Joachim Eule, Donata Faccia, Alessandro Giovannini, Anastasia Koutsomanoli-Filippaki, Rebecca Segall, Pär Torstensson e David Sondermann.

and competitiveness, BICC) che miri a sostenere i paesi dell'area dell'euro che intendono investire e attuare riforme al fine di rafforzare la struttura delle rispettive economie. La Commissione europea sta inoltre rivedendo il quadro di riferimento per la governance economica e di bilancio che coordina le politiche nazionali e sta lavorando a una proposta per un regime europeo di riassicurazione contro la disoccupazione che rafforzi la capacità di tenuta dell'area dell'euro nelle fasi di rallentamento economico.

**La BCE condivide particolarmente l'obiettivo di aumentare la tenuta dell'architettura istituzionale dell'area dell'euro.** Solide politiche di bilancio anticicliche, una buona capacità di tenuta in termini finanziari e una condivisione transfrontaliera dei rischi sia da parte pubblica che privata sono tutti fattori che la BCE considera importanti per consentire una più efficace trasmissione della politica monetaria con minori effetti indesiderati, per migliorare l'allineamento dei cicli economici nell'area dell'euro, per dare sostegno alla politica monetaria e rafforzare la vigilanza bancaria europea.

**In questo contesto, il presente articolo fornisce una panoramica dei diversi aspetti del programma di approfondimento dell'UEM e identifica una serie di questioni ancora irrisolte.**

## 1 Introduzione

**Il completamento dell'architettura istituzionale dell'UEM costituirà una sfida importante per l'UE nel corso della legislatura 2019-2024.** A maggio 2019 è stato eletto un nuovo Parlamento europeo e il nuovo presidente della Commissione, Ursula von der Leyen, ha reso note le priorità del proprio programma a luglio 2019, prima di assumere la carica il 1° dicembre 2019 insieme al nuovo collegio dei commissari. Nel frattempo i capi di Stato o di governo dell'UE hanno definito dieci priorità per l'Unione europea per il periodo 2019-2024 in un documento redatto a Sibiu il 9 maggio 2019<sup>100</sup>.

**La responsabilità della riforma dell'architettura dell'UEM è condivisa tra tutte le istituzioni dell'UE e gli Stati membri.** La Commissione svolge un ruolo chiave nel presentare proposte (tra cui progetti legislativi) che vengono adottate dal Consiglio ECOFIN (costituito dai ministri delle finanze dell'UE dei 27 Stati membri) generalmente in collaborazione con il Parlamento europeo. In termini politici, l'Eurogruppo (costituito dai ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro, alle cui riunioni talvolta prendono parte anche i ministri delle finanze di paesi non appartenenti all'area dell'euro) è il principale consesso in cui vengono definiti gli orientamenti strategici e gli interventi per l'approfondimento dell'architettura dell'area dell'euro. In ultima istanza, le decisioni politiche sull'UEM vengono adottate nel corso dei Vertici euro, in occasione dei quali si riuniscono tutti i capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro. Nel caso di aree di intervento intergovernative (ad esempio all'interno del MES) si applicano processi decisionali differenti. La BCE partecipa a tali consessi dell'UE e dell'area dell'euro in qualità di consulente per le

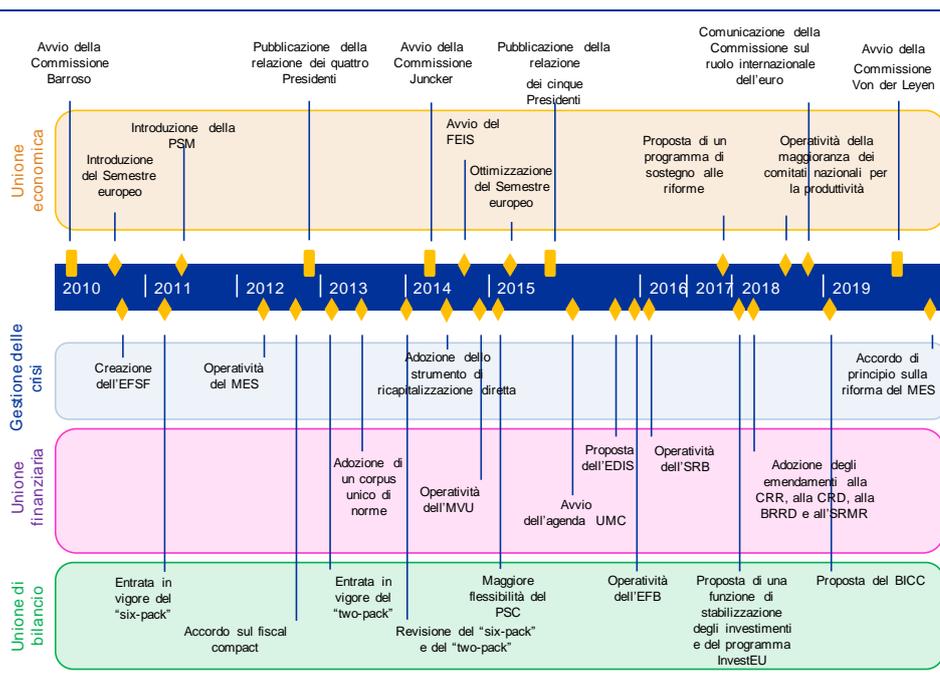
---

<sup>100</sup> Cfr. la [Dichiarazione di Sibiu](#).

riforme relative all'UEM, che sono pertanto il risultato dell'interazione tra i diversi attori sopra enunciati e le rispettive competenze nel processo legislativo.

**Nelle ultime due legislature dell'UE sono stati compiuti notevoli progressi nell'architettura dell'UEM (cfr. la figura 1).** L'introduzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e del Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM) ha realizzato due dei tre pilastri dell'unione bancaria, mentre il terzo pilastro, costituito da un sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS), è rimasto incompleto. Tali progressi hanno fatto seguito alle innovazioni introdotte in ambito istituzionale durante la crisi — come la creazione del MES, le riforme delle regole di bilancio e la definizione della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) — allo scopo di far fronte a perniciosi squilibri macroeconomici. Tutte le iniziative sopramenzionate hanno rappresentato tappe fondamentali del percorso verso una riduzione dei rischi finanziari e macroeconomici, una migliore condivisione dei rischi e una più efficace trasmissione della politica monetaria nei diversi paesi dell'area dell'euro.

**Figura 1**  
Calendario delle riforme dell'architettura dell'UEM dal 2010



Fonte: BCE, in base a <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/emu-deepening/emu-glossary/>.

Note: "PSM" si riferisce alla Procedura per gli squilibri macroeconomici; "FEIS" indica il Fondo europeo per gli investimenti strategici; "EFSF" è l'acronimo di European Financial Stability Facility; "MES" indica il Meccanismo europeo di stabilità; "SRB" indica il comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board); "CRR" si riferisce al regolamento sui requisiti patrimoniali (Capital Requirements Regulation); "CRD" indica la direttiva sui requisiti patrimoniali (Capital Requirements Directive); "BRRD" fa riferimento alla direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive); "SRMR" indica il regolamento relativo al Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism Regulation); "EDIS" si riferisce al sistema europeo di assicurazione dei depositi (European Deposit Insurance Scheme); "PSC" indica il Patto di stabilità e crescita; "EFB" è il Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche (European Fiscal Board); "BICC" si riferisce allo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività (Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness); "six-pack" indica un pacchetto di sei regolamenti finalizzati a rafforzare il PSC e a istituire la PSM, mentre "two-pack" indica i due regolamenti aggiuntivi volti a rafforzare il ciclo della sorveglianza di bilancio nell'UEM; il "fiscal compact" è un trattato intergovernativo sull'ancoraggio delle regole di bilancio nelle costituzioni degli Stati membri.

**Il processo di approfondimento dell'UEM, tuttavia, sembra aver perso lo slancio iniziale.** La condivisione del rischio da parte pubblica e privata nell'area dell'euro continua a essere più limitata rispetto a quanto avviene in altre unioni

monetarie, come gli Stati Uniti. Senza l'EDIS l'unione bancaria rimane incompleta e sono necessari ulteriori progressi per la creazione di una reale unione dei mercati dei capitali. Sul versante del bilancio, l'area dell'euro continua a non disporre di una capacità di bilancio centralizzata che favorisca la stabilizzazione macroeconomica. Nel contempo, si potrebbero rafforzare ulteriormente i meccanismi volti a garantire politiche solide a livello nazionale. Secondo molti il Patto di stabilità e crescita (PSC) richiede una semplificazione volta a rendere più efficaci e anticicliche le regole di bilancio dell'UE e a migliorare la responsabilizzazione a livello nazionale; il tasso di attuazione delle riforme strutturali nell'ambito del Semestre europeo e l'efficacia della PSM restano insoddisfacenti. Assieme al perseguimento di politiche economiche robuste<sup>101</sup> all'interno dell'area dell'euro, una UEM più solida e completa (che includa anche un'unione dei mercati dei capitali più avanzata) sarebbe inoltre di sostegno al ruolo internazionale dell'euro<sup>102</sup>.

**L'approfondimento dell'UEM è solo una delle sfide a cui la Commissione, il Consiglio e il Parlamento europeo devono far fronte.** Le dichiarazioni ufficiali della nuova Commissione indicano che verrà dato particolare risalto anche alle politiche ambientali, ai processi migratori e alla digitalizzazione, oltre che alle questioni demografiche e alle tensioni di carattere mondiale<sup>103</sup>. Questo orientamento riflette le mutate priorità dei cittadini europei, come segnalato dall'Eurobarometro nell'autunno del 2019<sup>104</sup>. La Dichiarazione di Sibiu, in cui i capi di Stato o di governo europei hanno stabilito l'agenda strategica dell'UE per il periodo 2019-2024<sup>105</sup>, contiene un riferimento all'approfondimento dell'UEM nella sezione intitolata "Sviluppare la nostra base economica: il modello europeo per il futuro". Il nuovo presidente del Consiglio Charles Michel avrà il compito di dare seguito a tale dichiarazione e ha già indicato la riforma dell'UEM come questione di particolare rilievo ai fini del rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro<sup>106</sup>. Accanto a questioni quali gli investimenti, l'occupazione e le disuguaglianze, il Parlamento europeo ha rilevato l'esigenza di compiere ulteriori progressi su tutti gli aspetti legati all'approfondimento dell'UEM e ha chiesto alla Commissione di formulare proposte al riguardo<sup>107</sup>.

<sup>101</sup> Cfr. Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N. (a cura di), "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, 2018.

<sup>102</sup> Cfr. il documento della BCE "The international role of the euro", di giugno 2019, e la comunicazione della Commissione europea del 5 dicembre 2018 dal titolo "Towards a stronger international role of the euro".

<sup>103</sup> Per informazioni dettagliate sulle priorità politiche della Commissione per il periodo 2019-2024, cfr. [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024_it).

<sup>104</sup> In particolare, il 34 per cento degli intervistati nell'area dell'euro (il dato è rimasto invariato rispetto alla precedente indagine di sei mesi prima) considera l'immigrazione un problema urgente per l'UE, mentre il 38 per cento cumulato (3 punti percentuali in più rispetto all'indagine precedente) ritiene i cambiamenti climatici e le tematiche ambientali prioritarie a livello di UE. Per contro, solo il 18 per cento degli intervistati (percentuale invariata rispetto all'indagine precedente) ha identificato la situazione economica come prioritaria e solo il 15 per cento (3 punti percentuali in meno rispetto alla precedente edizione) ritiene fondamentale la questione dei conti pubblici degli Stati membri.

<sup>105</sup> Cfr. [https://www.consilium.europa.eu/media/39275/it\\_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/39275/it_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf).

<sup>106</sup> Cfr. le considerazioni di Charles Michel al termine della riunione del Consiglio europeo del 13 dicembre 2019: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019/>.

<sup>107</sup> Cfr., ad esempio, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312_IT.html).

### **Per il prossimo futuro sono previste ulteriori decisioni e lavori di**

### **approfondimento su vari aspetti dell'approfondimento dell'UEM.**

Il Vertice euro del 13 dicembre 2019 ha fatto il punto sul lavoro in via di svolgimento in relazione all'unione bancaria: al gruppo di lavoro di alto livello su un sistema europeo di assicurazione dei depositi è stato dato l'incarico, sotto l'egida dell'Eurogruppo, di formulare proposte volte a definire un piano d'azione per il completamento dell'unione bancaria. Ha inoltre preso atto della prevista riforma del MES (su cui è stato raggiunto un accordo ad alto livello in occasione della riunione dell'Eurogruppo di dicembre 2019) e delle principali caratteristiche del BICC. Per il resto del 2020, i programmi di lavoro dei vari consessi dell'UE prevedono che il pacchetto di riforme del MES sia ratificato dai parlamenti nazionali, che il BICC venga disciplinato dal Parlamento europeo e dal Consiglio con adeguate normative e che il forum di alto livello istituito dalla Commissione presenti proposte sulle nuove priorità per l'unione dei mercati dei capitali. È inoltre probabile che continuino i lavori per la definizione di un ampio pacchetto di misure sull'unione bancaria, che venga intrapresa dalla Commissione una revisione del quadro di riferimento per la governance economica e di bilancio, che prosegua il confronto tecnico su una capacità di bilancio per l'area dell'euro e che sia presentata una nuova proposta relativa a un regime europeo di riassicurazione contro la disoccupazione. Nella sezione che segue verranno forniti ulteriori dettagli su questi diversi ambiti di lavoro.

## **2 Stato di avanzamento dei diversi elementi dell'architettura dell'UEM**

### **La struttura e l'approccio propugnati nelle relazioni dei quattro e dei cinque Presidenti, rispettivamente nel 2012 e nel 2015, forniscono un punto di partenza utile per un'analisi della situazione attuale<sup>108</sup>.**

Tali relazioni, redatte dai Presidenti della Commissione europea, del Consiglio europeo, dell'Eurogruppo, della Banca centrale europea e, nel caso della relazione dei cinque Presidenti, del Parlamento europeo, definiscono un piano d'azione di ampio respiro. In entrambe le relazioni la proposta di architettura è stata strutturata sul presupposto di quattro unioni (finanziaria, di bilancio, economica e politica) e sul riconoscimento dell'importanza dell'interazione tra di esse. Ad esempio, i progressi in materia di unione bancaria ridurrebbero il rischio di retroazione negativa tra banche in difficoltà e solidità di bilancio degli stati sovrani, ridimensionando in tal modo anche il fabbisogno di denaro pubblico e la condivisione pubblica del rischio<sup>109</sup>. Al contempo, le condivisioni del rischio da parte pubblica e privata non vengono considerate come alternative, bensì come soluzioni complementari. Le relazioni dei quattro e dei cinque Presidenti hanno inoltre combinato proposte volte a conseguire una riduzione dei rischi con altre proposte che incoraggiano una maggiore condivisione dei rischi, riconoscendo che, se concepita in modo adeguato, la condivisione porta a una riduzione dei rischi stessi. Tali relazioni hanno infine proposto un approccio di consolidamento dell'UEM che collega condivisione e riduzione dei rischi all'interno di un piano d'azione di ampio respiro, con un calendario ben definito e una chiara

<sup>108</sup>. Cfr. la [relazione dei quattro Presidenti](#) e la [relazione dei cinque Presidenti](#).

<sup>109</sup>. Cfr. l'articolo [Condivisione dei rischi nell'area dell'euro](#), nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

suddivisione in tappe. Si tratta di una visione largamente basata sul concetto di resilienza e sul desiderio di rafforzare la tenuta dell'area dell'euro in caso di nuove crisi<sup>110</sup>. Sebbene questo tipo di prospettiva olistica continui a profilarsi sullo sfondo e costituisca un utile parametro di riferimento, è importante comprendere che, nella pratica, i dibattiti nei vari consessi dell'UE tendono ora a seguire un approccio più specifico per ciascun tema all'ordine del giorno. Di conseguenza, le sezioni che seguono analizzano individualmente i diversi temi, raggruppandoli tuttavia in modo analogo a quanto avviene nelle relazioni dei quattro e dei cinque Presidenti.

## 2.1 Unione bancaria

**La crisi finanziaria ha messo in luce la necessità di apportare miglioramenti strutturali al quadro istituzionale europeo per salvaguardare la stabilità finanziaria e creare condizioni di parità concorrenziale in tutta l'area dell'euro.**

La relazione dei quattro presidenti di giugno 2012 proponeva l'istituzione di un assetto finanziario integrato, basato su un corpus unico di norme, con un'unica autorità di vigilanza bancaria europea e un quadro comune di garanzia dei depositi e di risoluzione. Dalla relazione emergeva la necessità di un'unica autorità di vigilanza bancaria in grado di assicurare l'applicazione uniforme delle norme prudenziali e di far sì che le banche di tutti gli Stati membri fossero vigilate con il medesimo livello di efficienza.

**La relazione dei quattro Presidenti conteneva anche proposte in materia di risoluzione per il settore bancario e di assicurazione dei depositi.** La relazione proponeva l'istituzione di un sistema di risoluzione europeo (finanziato principalmente con contributi delle banche) in grado di garantire l'applicazione armonizzata delle misure di risoluzione alle banche sottoposte alla vigilanza europea, con l'obiettivo di assicurare la liquidazione ordinata degli istituti insolventi e proteggere il denaro dei contribuenti. Infine, in materia di assicurazione dei depositi, la relazione promuoveva l'introduzione di una dimensione europea nei sistemi nazionali di garanzia dei depositi per le banche soggette alla vigilanza europea, allo scopo di aumentare la credibilità degli accordi esistenti e garantire una protezione sufficiente per i depositanti.

**La relazione dei cinque Presidenti, pubblicata a giugno 2015, ha ribadito i punti principali della relazione dei quattro Presidenti in merito all'unione bancaria, includendo però anche una nuova e più dettagliata proposta per l'EDIS.**

La relazione invocava la necessità di istituire l'EDIS come terzo pilastro dell'unione bancaria al fine di accrescere la capacità di tenuta alle crisi future, dal momento che l'attuale assetto composto da sistemi nazionali di garanzia dei depositi veniva ritenuto vulnerabile agli shock locali di grandi dimensioni, in particolare quando lo stato sovrano interessato e il settore bancario nazionale erano considerati entrambi fragili. Nella relazione veniva inoltre sostenuto che un sistema europeo avrebbe probabilmente avuto, nel tempo, una maggiore neutralità di bilancio rispetto ai

---

<sup>110</sup> La cosiddetta "relazione 7+7", redatta di recente da sette economisti francesi e sette economisti tedeschi, ha prodotto argomentazioni analoghe. Cfr. Bénassy-Quéré et al., ["Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform"](#), *CEPR Policy Insights*, n. 91, 2018.

sistemi nazionali, in quanto i rischi si sarebbero diffusi maggiormente e i contributi al fondo europeo di assicurazione dei depositi (ex ante e basati sul rischio) sarebbero provenuti da un insieme di istituzioni finanziarie molto più ampio. Pur riconoscendo che l'istituzione dell'EDIS con piene funzioni avrebbe richiesto del tempo, la relazione si è espressa a favore dell'adozione, come punto di partenza, di una serie di misure concrete basate sul quadro di riferimento esistente, ad esempio concependo l'EDIS come sistema di riassicurazione per i sistemi nazionali di garanzia dei depositi.

**Come originariamente proposto nelle relazioni dei quattro e dei cinque Presidenti, l'unione bancaria dovrebbe prevedere tre pilastri (come illustrato nella tavola 1): a) un sistema comune di vigilanza nell'ambito dell'MVU; b) schemi di risoluzione comuni nell'ambito dell'SRM; c) una garanzia comune dei depositi nell'ambito dell'EDIS (non ancora istituita).**

L'unione bancaria trae fondamento da un corpus unico di norme che si basa sugli essenziali contributi forniti dalle diverse autorità europee di vigilanza (AEV), con l'Autorità bancaria europea (ABE) che ha una responsabilità specifica per il settore bancario. Il meccanismo di vigilanza unico ha il compito di garantire la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo, promuovere l'integrazione e la stabilità finanziaria e assicurare una vigilanza omogenea. Tali obiettivi vengono conseguiti adottando un approccio uniforme per la gestione delle attività di vigilanza ordinarie, introducendo azioni di vigilanza e misure correttive armonizzate e garantendo un'applicazione coerente delle normative e delle politiche di vigilanza. L'SRM e la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) hanno rafforzato il quadro di riferimento per la gestione delle crisi nell'area dell'euro, con l'obiettivo di ridurre i costi di futuri dissesti bancari a carico dei contribuenti e dell'economia reale e di affrontare il rapporto banche-sovrano. Quanto al terzo pilastro, la Commissione europea ha presentato una proposta relativa all'EDIS a novembre 2015. Tale proposta prevedeva un processo graduale, che partiva dalla riassicurazione (secondo cui il fondo europeo di assicurazione dei depositi sarebbe intervenuto solo a seguito dell'esaurimento delle risorse dei regimi nazionali, e solo entro certi limiti), per addivenire all'istituzione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi a pieno titolo (in virtù del quale il fondo europeo sarebbe intervenuto immediatamente, con piena copertura di tutti i fabbisogni finanziari correlati alle funzioni di assicurazione dei depositi). Tuttavia, su tale questione non è ancora stato raggiunto un accordo e il dibattito è ancora in corso. L'istituzione del terzo pilastro dell'unione bancaria è fondamentale per garantire una protezione uniforme dei depositi in tutta l'area dell'euro, indipendentemente dal luogo in cui ha sede la banca. Ciò consentirà, a sua volta, di preservare la fiducia dei depositanti, prevenire le corse agli sportelli e salvaguardare la stabilità finanziaria, fungendo in tal modo da complemento al pilastro della vigilanza. Contribuirà inoltre ad affrontare il rapporto banche-sovrano, poiché solleverà i governi nazionali dall'intervenire a sostegno dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi, e fungerà, in tal modo, da complemento al pilastro della risoluzione. Tutti e tre i pilastri dell'unione bancaria saranno pertanto tra loro complementari e si rafforzeranno vicendevolmente. È quindi essenziale che venga definito il terzo pilastro, a completamento dell'architettura dell'unione

bancaria. Il completamento dell'unione bancaria è stato auspicato anche da osservatori esterni, quali l'FMI<sup>111</sup>.

## Tavola 1

### Stato di avanzamento dell'unione bancaria

Concluso	In corso	Auspicabile ma non ancora avviato
<b>Primo pilastro: Meccanismo di vigilanza unico</b>		
<b>Istituzione dell'MVU</b>	Misure per il pieno superamento della frammentazione normativa	
<b>Requisiti patrimoniali (CRR/CRD)</b>	Iniziative per conciliare gli interessi delle autorità di vigilanza del paese d'origine e del paese ospitante per i gruppi bancari transfrontalieri	
<b>Secondo pilastro: Meccanismo di risoluzione unico (SRM)</b>		
<b>Istituzione dell'SRM</b>	Meccanismo di copertura dell'SRF	
<b>Adozione della BRRD</b>	Adeguamento dei sistemi per la gestione delle crisi  Liquidità in risoluzione  Sistema per la liquidazione delle banche di tutte le dimensioni	
<b>Terzo pilastro: Sistema europeo di assicurazione dei depositi</b>		
<b>Armonizzazione dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi</b>	Piena attuazione dell'EDIS	
<b>Altri elementi</b>	Trattamento regolamentare delle esposizioni sovrane e delle attività sicure comuni	

Fonte: BCE.

### L'MVU è stato istituito rapidamente, è diventato operativo dopo solo due anni dalla relazione dei quattro Presidenti e ha compiuto progressi importanti.

Invero, i progressi e i risultati ottenuti dall'MVU sono stati riconosciuti da numerosi osservatori esterni, tra cui la Commissione europea nella sua relazione sull'MVU di ottobre 2017<sup>112</sup> e l'FMI nella sua valutazione sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro del 2018<sup>113</sup>. Tali risultati includono l'armonizzazione delle prassi di vigilanza e miglioramenti significativi per una serie di indicatori di rischio come le riserve di capitale, le riserve di liquidità e i crediti deteriorati.

### Anche l'istituzione del secondo pilastro dell'unione bancaria è avvenuta rapidamente e rappresenta una tappa fondamentale nel processo di

<sup>111</sup> Cfr., ad esempio, la [valutazione sulla stabilità del sistema finanziario nell'area dell'euro del 2018](#) dell'FMI.

<sup>112</sup> Cfr. la [relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sul Meccanismo di vigilanza unico istituito a seguito del Regolamento \(UE\) n. 1024/2013](#) secondo cui, in base all'analisi dei documenti e ai colloqui con le parti interessate, la Commissione giunge a una valutazione complessivamente positiva dell'applicazione del regolamento sull'MVU e dei primi anni di attività della BCE nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza. Il primo pilastro dell'unione bancaria è ora pienamente attuato ed è operativo, con evidenti benefici in termini di parità di condizioni e fiducia derivanti dalla vigilanza integrata degli enti creditizi.

<sup>113</sup> Secondo la valutazione citata alla nota 13, *la vigilanza bancaria nell'area dell'euro è notevolmente migliorata in seguito alla creazione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU). Da una valutazione dettagliata a fronte dei principi fondamentali di Basilea emerge che l'MVU ha raggiunto la propria indipendenza operativa ed efficacia, intensificando le attività di vigilanza nel quadro di un'armonizzazione di livello elevato. L'MVU ha inoltre condotto una sofisticata analisi dei rischi nel processo di fissazione degli obiettivi di capitale per i singoli enti.*

### **rafforzamento del sistema europeo per la risoluzione delle crisi bancarie.**

L'SRM, in seno al quale si collocano il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) e il Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund, SRF), che interviene per finanziare le risoluzioni in caso di necessità, sono operativi dal 2016. L'SRF raggruppa i contributi ricevuti dagli enti creditizi all'interno dell'unione bancaria e ha un obiettivo di capienza pari ad almeno l'1 per cento del totale dei depositi protetti di tutti gli enti creditizi autorizzati negli Stati membri partecipanti; obiettivo che deve essere raggiunto entro la fine del 2023. Sotto la supervisione delle autorità di risoluzione delle crisi, le banche stanno rafforzando la loro capacità di assorbimento delle perdite, come richiesto dai requisiti minimi di fondi propri e passività ammissibili (minimum requirements for own funds and eligible liabilities, MREL). Le passività MREL comprendono il capitale regolamentare, ma anche passività di altro tipo (ad esempio le obbligazioni non garantite), considerate in grado di assorbire perdite e contribuire al fabbisogno di ricapitalizzazione in caso di risoluzione. In occasione del Vertice euro tenutosi a giugno 2018 si è convenuto che il MES avrebbe fornito all'SRF un meccanismo di copertura comune sotto forma di linea di credito revolving, a partire dal 2024. Tale meccanismo avrà lo stesso valore dell'SRF (ovvero l'1 per cento dei depositi protetti), raddoppiando così le risorse disponibili per sostenere e facilitare la risoluzione delle crisi bancarie. Nel corso del Vertice euro di dicembre 2018 è stato inoltre stabilito che il meccanismo di copertura potrà essere introdotto prima del 2024 se il rischio nei bilanci delle banche sarà stato ridotto in misura sufficiente. Si sta lavorando affinché tale meccanismo diventi operativo.

### **Nonostante i progressi finora compiuti, l'unione bancaria rimane incompleta.**

Tra le questioni in sospeso figurano la frammentazione normativa, le lacune nei sistemi per la gestione delle crisi (ad esempio la mancanza di un regime di insolvenza armonizzato), l'assenza di un sistema comune di assicurazione dei depositi e la mancanza di un quadro comune per la fornitura di liquidità nelle procedure di risoluzione. Alcuni di questi elementi sono tra loro collegati, e a giugno 2019 è stato costituito un gruppo di lavoro di alto livello per un sistema europeo di assicurazione dei depositi (composto da membri del Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo) incaricato di svolgere ulteriori lavori tecnici e individuare un percorso di transizione verso la risoluzione delle questioni in sospeso e il conseguimento di un'unione bancaria stabile (cfr. la tavola 1 per una panoramica dei vari elementi). Alla riunione dell'Eurogruppo del 4 dicembre 2019, il presidente del gruppo di lavoro di alto livello ha presentato diverse proposte<sup>114</sup>, di seguito riportate.

- Dovrebbe essere istituito un sistema europeo di assicurazione dei depositi che inizialmente soddisfi unicamente il fabbisogno di liquidità per poi arrivare a coprire anche le perdite, in linea con i progressi compiuti in materia di riduzione dei rischi. Nella fase iniziale si potrebbe adottare un approccio ibrido che preveda un sostegno di liquidità da fornirsi entro certi limiti e sia fondato sui sistemi di garanzia dei depositi nazionali esistenti, con l'istituzione graduale di

---

<sup>114</sup> Per informazioni più dettagliate su tali proposte, cfr. la lettera inviata all'Eurogruppo dal presidente del gruppo di lavoro: <https://www.consilium.europa.eu/media/41644/2019-12-03-letter-from-the-hlwg-chair-to-the-peg.pdf>.

un fondo centralizzato. In una fase successiva, l'EDIS potrebbe anche coprire le perdite in misura crescente.

- Il trattamento regolamentare delle esposizioni sovrane (regulatory treatment of sovereign exposures, RTSE) dovrebbe essere riformato con gradualità. In un primo momento si potrebbero rafforzare ulteriormente i requisiti di vigilanza (secondo pilastro) e trasparenza (terzo pilastro). In seguito a ulteriori analisi e a una valutazione dell'impatto, i contributi all'EDIS basati sul rischio potrebbero altresì tenere conto delle esposizioni sovrane e tale trattamento regolamentare potrebbe comprendere anche l'introduzione graduale dei requisiti di concentrazione per le esposizioni sovrane. Tale introduzione graduale di misure terrebbe in debito conto il possibile impatto sui mercati nazionali del debito e sulla stabilità finanziaria. Sarebbe inoltre opportuno condurre ulteriori indagini su un "portafoglio sicuro europeo" (ovvero sulle attività sicure e sul ruolo da esse svolto nel settore bancario).
- **Sono state anche presentate proposte in relazione ai sistemi per la gestione delle crisi e al consolidamento transfrontaliero.** Tali proposte invitavano, tra l'altro, ad armonizzare il diritto fallimentare, a formalizzare degli accordi di sostegno all'interno dei gruppi bancari dell'UE (tramite l'istituzione di un meccanismo formale di sostegno delle filiazioni da parte delle società madri), a eliminare gradualmente le opzioni e le discrezionalità nazionali che non hanno più ragione di esistere, a rivedere la governance dell'SRB e ad agevolare l'attività bancaria transfrontaliera. Tali misure dovrebbero assicurare che i dissesti bancari possano essere affrontati in modo efficace e senza salvataggi (bailout), mantenendo condizioni di parità concorrenziale e preservando la stabilità finanziaria. È stato inoltre suggerito che l'integrazione finanziaria venga rafforzata mediante la riduzione degli ostacoli prudenziali e non prudenziali che si frappongono all'attività bancaria transfrontaliera tra Stati membri.

**Alla riunione dell'Eurogruppo c'è stato un ampio riconoscimento del valore delle proposte di rafforzamento dell'UEM contenute nel rapporto del gruppo di esperti di alto livello.** Al gruppo di lavoro di alto livello e al Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo è stato chiesto di proseguire l'attività su tutti i fronti. Ulteriori lavori saranno svolti anche dalle istituzioni e dai competenti gruppi di lavoro del Consiglio.

**Proseguiranno inoltre i lavori nei consessi europei competenti in materia di fornitura di liquidità alle banche in risoluzione.** Quando le banche in dissesto sono sottoposte a risoluzione, le parti ancora vitali possono essere risolte e ristrutturate, rientrando nel mercato come entità a sé stanti o come parte di un gruppo bancario più ampio. In questa fase di transizione esse potrebbero temporaneamente non avere accesso al mercato della liquidità di cui necessitano per ripristinare appieno la propria operatività. Per questo motivo in altre giurisdizioni (come nel Regno Unito e negli Stati Uniti) sono stati istituiti sistemi pubblici volti a fornire liquidità alle banche in risoluzione. Sebbene siano concepiti in modo diverso a seconda delle giurisdizioni, tali sistemi generalmente fanno affidamento sulla liquidità della banca centrale, sostenuta da garanzie di bilancio. A livello di area

dell'euro non esiste una funzione di questo tipo; ciò implica, di fatto, un ripiego sulle soluzioni nazionali.

**Le soluzioni nazionali, tuttavia, non tengono conto del fatto che le grandi banche dell'area dell'euro sono oramai vigilate a livello europeo e ciò crea un disallineamento tra responsabilità e controllo.** Le soluzioni nazionali, inoltre, rischiano di alimentare il nesso banche-sovrano, in quanto le autorità di bilancio potrebbero dover soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche facendo ricorso a garanzie di bilancio nazionali. Si sta lavorando a una soluzione adeguata per tale questione all'interno dell'unione bancaria; a tal riguardo si profilano diverse possibilità. Poiché il fabbisogno di liquidità delle banche in risoluzione può talvolta essere ingente, è essenziale, al fine di agevolare la risoluzione e preservare la fiducia, disporre di risorse sufficienti che eccedano, in caso di necessità, le disponibilità previste dall'SRF e dal relativo meccanismo di copertura. Tuttavia, nel valutare le possibili soluzioni che coinvolgono l'Eurosistema, è importante considerare che quest'ultimo può fornire liquidità solo a fronte di garanzie adeguate.

**Ci si attende che il Consiglio e il Parlamento europeo proseguano e amplino i lavori sulle iniziative legislative concernenti l'unione bancaria e la regolamentazione bancaria.** Ciò comprenderà le proposte avanzate nella precedente legislatura e non ancora realizzate (come un insieme di regolamenti/direttive in materia di garanzie e di recupero e risoluzione dei sistemi di compensazione con controparte centrale), nonché nuove iniziative e revisioni della normativa esistente (compresi l'attuazione di Basilea III e alcuni aspetti del corpus unico di norme correlati ai requisiti patrimoniali e alla risoluzione)<sup>115</sup>.

## 2.2 Unione dei mercati dei capitali

**La relazione dei cinque Presidenti ha inoltre auspicato un ulteriore sviluppo dell'UMC.** L'idea è che il buon funzionamento dei mercati dei capitali possa consolidare la condivisione dei rischi a livello transfrontaliero attraverso una maggiore integrazione dei mercati azionari e obbligazionari. Una migliore condivisione dei rischi a livello privato e una maggiore integrazione dei mercati possono anche fungere da ammortizzatore contro gli shock sistemici nel settore finanziario. Le imprese (comprese quelle di piccole e medie dimensioni, PMI) avrebbero inoltre accesso, oltre al credito bancario, anche a una più diversificata gamma di prodotti finanziari.

**Gli obiettivi del progetto dell'UMC, come definiti nel piano d'azione del 2015 della Commissione<sup>116</sup>, sono molteplici; il principale di essi può tuttavia essere individuato nella creazione di un "mercato dei capitali più forte" all'interno dell'UE.** In origine il progetto dell'UMC prendeva vita, essenzialmente, dalla considerazione che, rispetto ad altre unioni monetarie, l'area dell'euro era caratterizzata da mercati dei capitali meno sviluppati e integrati, circostanza che

<sup>115</sup> Per aggiornamenti sui progressi delle iniziative legislative, cfr. <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train>

<sup>116</sup> Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

impediva di godere di una serie di vantaggi economici. La piena attuazione dell'UMC (che insieme all'unione bancaria potrebbe gettare le basi per un'unione finanziaria) "consentirebbe di mobilitare capitali in Europa, convogliandoli verso tutte le imprese" e "consoliderebbe l'integrazione finanziaria" attraverso una "migliore condivisione dei rischi a livello transfrontaliero, mercati più liquidi e fonti di finanziamento diversificate"<sup>117</sup>. Nella sua risposta al Libro verde della Commissione del 2015<sup>118</sup>, l'Eurosistema ha osservato che "l'unione dei mercati dei capitali integra potenzialmente l'unione bancaria, rafforzando al contempo l'Unione economica e monetaria (UEM) e il mercato unico". Osservatori esterni come l'FMI avanzano argomentazioni analoghe<sup>119</sup>.

**La maggior parte delle proposte elencate nel piano d'azione del 2015 sono state attuate nell'ultimo periodo legislativo, ma occorre fare di più.** Ad esempio, sono stati compiuti pochi progressi su questioni fondamentali quali la tassazione e l'armonizzazione dei quadri normativi in materia di insolvenza. In particolare, le riforme volte a eliminare il vantaggio che i codici tributari riservano all'indebitamento rispetto al capitale di rischio rimangono incomplete e le procedure per il recupero delle ritenute fiscali sulle plusvalenze patrimoniali risultano tuttora eterogenee tra i diversi paesi dell'area dell'euro. Riguardo alla legislazione in materia di insolvenza, vi è ancora disallineamento sul recupero delle garanzie e sull'assegnazione delle gerarchie dei creditori. In altri settori, invece, le ambizioni iniziali si sono significativamente ridimensionate. Ciò è vero, ad esempio, per il riesame delle autorità europee di vigilanza (AEV) — in particolare per quanto riguarda le competenze dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) — la vigilanza delle controparti centrali come definita nel Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR 2.2) e l'istituzione di un prodotto pensionistico paneuropeo. Sebbene sia possibile che in alcuni settori le misure necessitino semplicemente di più tempo per una completa attuazione, sembra improbabile che l'originario piano d'azione del 2015 sia sufficiente, di per sé, a realizzare mercati dei capitali veramente integrati. In particolare, saranno necessari ulteriori interventi in relazione alla convergenza delle normative, all'armonizzazione dei prodotti e dei processi dei mercati dei capitali e allo sviluppo di prassi comuni in materia di vigilanza (per una panoramica, cfr. la tavola 2).

---

<sup>117</sup> Ibidem.

<sup>118</sup> Cfr. il documento "Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper", aprile 2015.

<sup>119</sup> Cfr. Bhatia et al. "A Capital Market Union for Europe", *Staff Discussion Notes*, n. 19/07, FMI, 2019.

## Tavola 2

### Stato di avanzamento dell'UMC

Concluso	Settori in cui sono necessari ulteriori interventi
<b>Convergenza del quadro di riferimento generale</b>	
Regimi di insolvenza: Direttiva sulle ristrutturazioni e sulla seconda opportunità	Armonizzazione dei quadri normativi in materia di insolvenza Misure volte all'armonizzazione/alla risoluzione di questioni fiscali specifiche
<b>Armonizzazione e sviluppo di prodotti e processi</b>	
Prodotto pensionistico paneuropeo Cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata	Sviluppo della finanza sostenibile quale componente essenziale dei mercati dei capitali dell'UE Portabilità transfrontaliera delle pensioni e armonizzazione del relativo trattamento fiscale Sviluppo di un approccio unificato a livello UE per fintech e digitalizzazione
<b>Convergenza delle prassi di vigilanza</b>	
Revisione delle AEV	Iniziative per l'istituzione di un'unica autorità di vigilanza per il mercato unico dei capitali

Fonte: BCE.

#### **Il rafforzamento dei mercati dei capitali dell'UE diverrà ancora più rilevante**

**dopo la Brexit.** I fattori di tipo normativo, in particolare la fine dei diritti di passaporto per talune attività con sede nel Regno Unito, stanno già esercitando un impatto sulla geografia dei centri finanziari dell'UE. Alcune evidenze preliminari sembrano indicare l'emergere di un ristretto numero di nuovi centri finanziari a seguito del trasferimento, realizzato o in fase di realizzazione, di talune attività. Il persistere di tali dinamiche e il delinearsi di un sistema finanziario chiaramente policentrico nell'area dell'euro potrebbe presentare rischi. In particolare, in assenza di ulteriori progressi nella realizzazione dell'UMC, una struttura finanziaria più frammentata potrebbe mettere a repentaglio la condivisione dei rischi da parte privata.

#### **Se da un lato alcuni servizi potranno continuare a essere erogati da Londra in base ai regimi di accesso per i paesi terzi, dall'altro è necessaria la coerenza dei processi normativi e di vigilanza.**

Un quadro frammentato per l'accesso dei paesi terzi basato su una molteplicità di regimi nazionali preesistenti potrebbe dar luogo ad arbitraggio regolamentare e offrire alle imprese l'opportunità di eludere la vigilanza del paese ospitante e i requisiti normativi dell'UE. Sarà necessario effettuare opportuni controlli, dotando le autorità legislative e di vigilanza dell'UE di strumenti adeguati, soprattutto tenendo conto del fatto che gli attuali regimi finalizzati all'accesso dei paesi terzi non sono stati concepiti per gestire prestazioni di servizi transfrontalieri di portata considerevole.

#### **Misure finalizzate allo sviluppo dei mercati dei capitali contribuirebbero a rafforzare le potenzialità dell'UE nei settori in cui la dipendenza da Londra è maggiore.**

Una sostanziale riduzione della fornitura di servizi transfrontalieri da parte della City di Londra rafforzerebbe le motivazioni per sviluppare la capacità interna. Nell'ambito dell'UMC sono state avviate iniziative a sostegno dello sviluppo di alcuni segmenti di mercato, quali la cartolarizzazione e il crowdfunding. Il progetto dell'UMC mira anche ad accrescere il ricorso al mercato azionario, attraverso il suo ruolo di sostegno agli investimenti e alla condivisione dei rischi da parte privata.

In un mondo post-Brexit, pertanto, le iniziative a sostegno dello sviluppo di un mercato dei capitali autentico acquisiranno importanza ancora maggiore.

**La Commissione ha avviato ulteriori interventi relativi all'UMC e intende presentare proposte legislative nel corso del 2020.** Il forum di alto livello istituito dalla Commissione è stato incaricato di presentare proposte per il prossimo piano d'azione relativo all'UMC entro la fine di maggio 2020. Il forum sta esaminando tre questioni: a) le modalità di creazione di un ecosistema che consenta una più ampia raccolta di capitali a livello transfrontaliero, con particolare attenzione alle PMI innovative; b) le modalità di istituzione di un'architettura del mercato dei capitali paneuropea, con particolare enfasi sulla questione di come le nuove tecnologie finanziarie possano supportare tale processo<sup>120</sup>; c) come le scelte di investimento e l'accesso ai servizi del mercato dei capitali possano stimolare una più ampia partecipazione da parte degli investitori al dettaglio.

**Anche il Consiglio sta esaminando alcune questioni correlate a questi temi.**

A ottobre 2019 un gruppo di lavoro di alto livello istituito da un certo numero di Stati membri ha pubblicato proposte volte a rilanciare l'unione dei mercati dei capitali. Esse contenevano raccomandazioni volte a creare opportunità di risparmio a lungo termine, ampliare i mercati azionari, potenziare i flussi finanziari transfrontalieri e sviluppare strumenti finanziari di debito, creditizi e inerenti al mercato dei cambi. Le conclusioni dell'ECOFIN di dicembre 2019 invitano a elaborare un piano di azione per lo sviluppo dell'UMC sulla base di sei obiettivi: a) migliore accesso al finanziamento per le imprese dell'UE (in particolare le PMI); b) rimozione degli ostacoli strutturali e legali a un più ampio flusso di capitali a livello transfrontaliero; c) un programma di incentivi che incoraggi i piccoli risparmiatori a effettuare investimenti consapevoli, rimuovendo gli ostacoli in tal senso; d) un sostegno per la transizione a economie sostenibili; e) apertura al progresso tecnologico e alla digitalizzazione; f) rafforzamento della competitività dei mercati dei capitali dell'UE a livello mondiale<sup>121</sup>. Le conclusioni invitano la Commissione a valutare ed esaminare misure e azioni dettagliate che potrebbero contribuire al conseguimento di tali obiettivi.

**Sebbene l'importanza dell'UMC sia ampiamente riconosciuta, la sfida sarà tradurre tale obiettivo condiviso in misure concrete e ambiziose nel corso dell'attuale ciclo legislativo.** Molte delle proposte contenute nel piano d'azione originario del 2015 sono già state attuate, anche se alcune di esse hanno portato a risultati meno ambiziosi rispetto alle intenzioni iniziali.

## 2.3 Strumenti di bilancio per l'area dell'euro

**Nel campo dell'unione di bilancio, la relazione dei cinque Presidenti ha proposto l'istituzione di una funzione di stabilizzazione di bilancio a livello dell'area dell'euro per le situazioni di grave crisi.** In tali circostanze, gli spazi di

---

<sup>120</sup> La BCE partecipa al lavoro svolto in tale ambito in qualità di osservatore.

<sup>121</sup> Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2019/12/05/capital-markets-union-council-sets-objectives-for-the-deepening-of-the-project/>.

bilancio nazionali potrebbero non essere in grado di fornire il grado di stabilizzazione economica ottimale dal punto di vista dell'area dell'euro in termini aggregati.

Le unioni monetarie mature di norma dispongono di una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune finalizzata a migliorare la capacità di tenuta dell'economia agli shock non gestibili a livello unicamente nazionale.

**Sono in corso discussioni sulla creazione e l'ulteriore sviluppo di strumenti di bilancio europei che tengano conto di tre tipi di obiettivi: a) stabilizzare il ciclo economico; b) promuovere la convergenza attraverso le riforme strutturali e c) aumentare gli investimenti pubblici.** Sono stati inoltre avviati negoziati per la riforma dell'architettura di crisi nell'area dell'euro (in particolare del MES) e per il prossimo quadro finanziario pluriennale dell'UE (che coprirà il periodo dal 2021 al 2027), aspetti che in questa sede non vengono approfonditi nel dettaglio. Per una panoramica sui filoni di intervento conclusi e in corso in quest'ambito, cfr. la tavola 3.

### Tavola 3

Unione di bilancio ed economica: ricognizione degli strumenti di bilancio a disposizione dell'UE e dell'area dell'euro

Conclusi	In corso	Auspiciabili ma non ancora avviati
<b>Strumenti di stabilizzazione</b>		
		Una funzione di stabilizzazione macroeconomica dell'area dell'euro genuinamente basata sugli incentivi (con emissione di debito comune)
<b>Strumenti per la convergenza, la competitività e gli investimenti</b>		
InvestEU	Quadro finanziario pluriennale (Multiannual financial framework, MFF) per il periodo 2021-2027  Strumento di bilancio per la convergenza e la competitività	

Fonte: BCE.

**Nel suo parere sull'istituzione di una funzione europea di stabilizzazione degli investimenti (European investment stabilisation function, EISF), la BCE ha accolto favorevolmente il dibattito sulla creazione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune per l'area dell'euro<sup>122</sup>.** La BCE ha sottolineato come altre unioni monetarie dispongano di tali funzioni, che consentono una migliore gestione degli shock economici non gestibili a livello nazionale. Se concepita in modo adeguato, una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune accrescerebbe la capacità di tenuta dei singoli Stati membri partecipanti e dell'area dell'euro nel suo complesso, favorendo in tal modo anche la politica monetaria unica, in particolare in presenza di gravi recessioni estese a tutta l'area dell'euro.

**I progressi finora compiuti rispetto alla creazione di una reale funzione di stabilizzazione sono esigui.** Oltre alla proposta della Commissione relativa all'EISF

<sup>122</sup> Cfr. le osservazioni generali formulate nel [parere della BCE CON/2018/51](#).

del 2018<sup>123</sup>, le istituzioni internazionali, il mondo accademico e alcuni Stati membri hanno avanzato altre proposte di spicco che spaziano dai fondi precauzionali ai regimi di protezione degli investimenti e di (ri)assicurazione contro la disoccupazione<sup>124</sup>. Tali proposte sono state discusse nei consessi dell'UE, che proseguono il loro lavoro in tal senso, seppur soltanto a livello tecnico. Nel frattempo, il Presidente della Commissione Ursula von der Leyen ha dichiarato di voler proporre un sistema europeo di riassicurazione dei sussidi di disoccupazione. Tuttavia al momento non vi sono informazioni concrete sulla possibile struttura di un simile sistema<sup>125</sup>.

**Piuttosto che una funzione di stabilizzazione, è stato concordato che, a titolo di compromesso, verrà istituito uno strumento di bilancio per la convergenza e la competitività al fine di erogare agli Stati membri dell'UE fondi per le riforme strutturali e gli investimenti.** Nell'accordo del 10 ottobre 2019, l'Eurogruppo ha presentato le principali caratteristiche del BICC, inclusi i più importanti principi di governance e le modalità di finanziamento, nonché i parametri fondamentali per l'allocazione dei fondi<sup>126</sup>. I fondi saranno assegnati a ciascuno Stato membro in base alla popolazione e in proporzione inversa rispetto al reddito nazionale lordo (RNL) pro capite, con una soglia di "equa ripartizione" minima del 70 per cento. In altri termini, gli Stati membri non possono mai ricevere meno del 70 per cento dei fondi che hanno versato. Per quanto riguarda i tassi di cofinanziamento nazionali, l'accordo prevede un tasso del 25 per cento, mentre in virtù di una procedura di modulazione tale tasso può essere ridotto della metà in presenza di circostanze economiche gravi<sup>127</sup>. Le principali questioni irrisolte in merito al BICC riguardano la portata e le modalità di finanziamento. Per quanto riguarda le somme a carico dell'UE, l'Eurogruppo e la Commissione hanno proposto un importo di 17 miliardi di euro; tuttavia a dicembre, nell'ambito dei negoziati sul quadro finanziario pluriennale, la Presidenza finlandese dell'UE ha proposto un importo sostanzialmente inferiore, pari a 12,9 miliardi di euro. In materia di finanziamento, il Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo è stato incaricato di proseguire le discussioni, nel corso del 2020, su un accordo intergovernativo finalizzato a convogliare ulteriori risorse nel BICC. È stata in tal modo prodotta una relazione specifica che chiarisce la logica alla base

---

<sup>123</sup> La Commissione ha inoltre presentato proposte sulla convergenza e gli investimenti pubblici in forma di piano per un programma di sostegno alle riforme, nonché la proposta di trasformare il Fondo europeo per gli investimenti strategici (il "piano Juncker") in InvestEU (cfr. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP\\_18\\_3972](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_3972)).

<sup>124</sup> Cfr., ad esempio, la proposta dell'FMI di una [capacità di bilancio centralizzata per l'area dell'euro](#) nonché la proposta avanzata da 14 economisti francesi e tedeschi sulla [riconciliazione della ripartizione dei rischi con la disciplina di mercato](#).

<sup>125</sup> Cfr. "A Union that strives for more: My agenda for Europe – Political Guidelines for the next European Commission 2019-24". Per una valutazione tecnica sulle diverse modalità possibili di strutturare un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione, cfr. Koester, G. e Sondermann, D., "A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties", *Occasional Paper Series*, n. 216, BCE, 2018.

<sup>126</sup> Cfr. il [term sheet dell'Eurogruppo sullo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività](#).

<sup>127</sup> Un tasso di cofinanziamento nazionale del 25 per cento indica che un quarto dei costi di un determinato progetto è sostenuto dallo Stato membro ricevente, mentre il restante 75 per cento è iscritto nel bilancio dell'UE. Il grado di cofinanziamento necessario per ricevere i fondi UE può essere temporaneamente ridotto della metà in presenza di circostanze economiche gravi, come definito nel Patto di stabilità e crescita. Tale modulazione ciclica può verificarsi nel caso di un tasso di crescita del PIL in termini reali negativo, oppure nell'eventualità di un calo protratto del prodotto di un paese (cfr. l'articolo 2 del [Regolamento del Consiglio \(CE\) n. 1467/97](#)).

dell'accordo intergovernativo e i relativi contenuti, modalità e portata<sup>128</sup>. Una decisione definitiva, anche sull'accordo intergovernativo, verrà adottata dai leader europei nel contesto dei negoziati sull'MFF. Dal momento che, attualmente, si prevede per il BICC una capacità alquanto ridotta, probabilmente tale strumento non avrà un impatto significativo sulla convergenza, sulla competitività o sulla stabilizzazione dell'area dell'euro. È pertanto essenziale aumentare l'efficacia del BICC dotandolo di risorse aggiuntive con un accordo intergovernativo.

**Nel contempo, nel corso degli ultimi anni, sono stati sviluppati e ampliati alcuni strumenti di bilancio volti a sostenere gli investimenti a livello di UE-28, piuttosto che della sola area dell'euro.** Nel 2014 la Commissione europea ha avviato il piano di investimenti per l'Europa (il "piano Juncker") come strumento collettivo di bilancio a livello dell'UE per invertire la tendenza al ribasso degli investimenti e contribuire a sostenere la ripresa economica. A ottobre 2019 il piano di investimenti per l'Europa aveva dato impulso a 439,4 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi in tutta l'UE. Secondo la Commissione, in effetti, gli investimenti nell'ambito di questo programma hanno fatto crescere il PIL dell'UE dello 0,9 per cento nel 2019 e, entro il 2022, produrranno un aumento complessivo cumulato dell'1,8 per cento. La Banca europea per gli investimenti (BEI) è un altro strumento di bilancio esistente a livello UE. Nel 2012 il capitale della BEI è stato ulteriormente aumentato (il capitale sottoscritto è salito a 232,4 miliardi di euro) allo scopo di contribuire alla crescita economica in Europa. Tale aumento di capitale ha consentito alla BEI un apporto di 60 miliardi di euro in forma di prestiti supplementari per un periodo di tre anni, accrescendo così ulteriormente l'impatto macroeconomico delle sue operazioni.

**In prospettiva, vi sono diverse proposte volte ad aumentare il sostegno dell'UE agli investimenti; pur non essendo finalizzate a ottenere effetti anticiclici e avendo portata limitata, tali proposte possono avere un impatto macroeconomico positivo a livello dell'area dell'euro.** Nella proposta della Commissione relativa al quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027, il maggior incremento relativo nel bilancio dell'UE può essere osservato nel sostegno agli investimenti. Il programma InvestEU proposto per il prossimo MFF dovrebbe riunire sotto lo stesso tetto il Fondo europeo per gli investimenti strategici e altri 13 strumenti finanziari dell'UE, mobilitando almeno 650 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi<sup>129</sup>. Inoltre, il piano per gli investimenti sostenibili annunciato dalla nuova Commissione dovrebbe dare impulso a investimenti per 1000 miliardi di euro in ambito climatico tra il 2020 e il 2030. La Commissione ha presentato una proposta in materia l'8 gennaio 2020.

**La creazione di una capacità di bilancio centralizzata potrebbe comportare l'emissione di attività sicure di qualche tipo a livello dell'area dell'euro.** In tale contesto, il Consiglio generale del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha istituito una task force ad alto livello sulle attività sicure, che ha esaminato le considerazioni pratiche relative ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane (sovereign

<sup>128</sup> Cfr. la [relazione dell'Eurogruppo su un possibile accordo intergovernativo in merito allo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività](#).

<sup>129</sup> Cfr. il [comunicato stampa del 6 giugno 2018](#) della Commissione europea.

bond-backed securities, SBBS)<sup>130</sup>. Al momento, tuttavia, non sono in discussione proposte specifiche sulle attività sicure nei consessi dell'UE a livello politico.

**Sta acquisendo vigore una discussione sul riorientamento delle politiche dell'UE, incluso il suo bilancio, in direzione dell'offerta di beni e servizi pubblici quali la protezione ambientale, la digitalizzazione e la sicurezza.**

La Commissione ha fatto del cambiamento climatico la sua priorità principale per i prossimi cinque anni e i governi di Francia e Germania hanno di recente commissionato uno studio che valuta il potenziale di beni e servizi pubblici europei nell'ambito di un'ampia gamma di aree di intervento nel contesto delle mutevoli condizioni geopolitiche cui l'UE si trova a far fronte<sup>131</sup>. Sebbene non abbiano alcun impatto sulle politiche a livello dell'UE, queste discussioni potrebbero comunque condurre a un maggiore coordinamento tra le politiche nazionali dei singoli paesi.

## 2.4 Governance delle politiche economiche e di bilancio nazionali

**Nel campo dell'unione di bilancio ed economica, la relazione dei cinque Presidenti ha proposto un maggiore coordinamento delle politiche nazionali nell'ambito del Patto di stabilità e crescita e della PSM.** In materia di politiche di bilancio, la relazione ha sottolineato l'esigenza di politiche di bilancio responsabili a livello di Stato membro. Il 5 febbraio la Commissione ha avviato una consultazione sul riesame dei pacchetti di riforme "six-pack" e "two-pack"<sup>132</sup>; tale consultazione è stata identificata come un'opportunità per aumentare la chiarezza, la trasparenza, la conformità e la legittimità, preservando al contempo l'orientamento alla stabilità delle regole di bilancio. Una migliore conformità alle regole di bilancio andava conseguita con l'istituzione di un comitato di bilancio europeo (European Fiscal Board, EFB) che coordinasse e integrasse gli uffici di bilancio nazionali e fornisse una valutazione indipendente della conformità delle politiche degli Stati membri alle norme contenute nel Patto di stabilità e crescita. Per quanto riguarda le politiche economiche, la relazione dei cinque Presidenti evidenziava la necessità di un'ulteriore convergenza al fine di realizzare strutture economiche con una capacità di tenuta più uniforme nei diversi paesi dell'area dell'euro, e prospettava l'ipotesi di una rete di autorità per la competitività ("comitati nazionali per la produttività") per l'area dell'euro, incaricata di monitorare i risultati nel campo della competitività, prevenire le divergenze economiche e accrescere la responsabilizzazione a livello nazionale per l'attuazione di riforme. La relazione dei cinque Presidenti auspicava inoltre una più rigorosa sorveglianza nell'ambito della PSM, con la finalità di incoraggiare le riforme strutturali e rilevare meglio gli squilibri a livello dell'area dell'euro nel suo complesso. Nel frattempo, il Semestre europeo avrebbe posto maggiore enfasi sul coordinamento delle politiche economiche.

<sup>130</sup> Cfr. il [primo volume](#) del rapporto prodotto dalla task force ad alto livello sulle attività sicure per i principali risultati in tale ambito.

<sup>131</sup> Cfr. lo [studio Bruegel](#) di Jean Pisani-Ferry e Clemens Fuest preparato per i ministri delle finanze di Francia e Germania.

<sup>132</sup> Cfr. la [comunicazione della Commissione sulla revisione della sua governance economica](#), pubblicata il 5 febbraio 2020.

**Un efficace sistema di coordinamento delle politiche economiche nazionali è essenziale per il buon funzionamento dell'UEM.** Si tratta di un aspetto di vitale importanza per sostenere la politica monetaria unica e rafforzare la convergenza economica sia all'interno dei singoli paesi che tra di essi.

**Il sistema della governance economica e di bilancio dell'UEM è stato riformato nel corso degli anni, grazie agli insegnamenti tratti dalla crisi e dalle sue conseguenze.** I pacchetti di riforme "six-pack" del 2011 e "two-pack" del 2013 hanno cercato di porre maggiore enfasi sul controllo del debito<sup>133</sup> e della spesa, sul rafforzare l'applicazione delle norme, sul migliorare il monitoraggio degli squilibri macroeconomici e sull'istituire organi di bilancio indipendenti a livello nazionale. Da allora, le regole di bilancio dell'UE sono state sottoposte a un costante affinamento e a innovazione interpretativa: un processo che ha condotto a una maggiore complessità e a un margine di discrezionalità più ampio. Sono stati inoltre istituiti i comitati nazionali per la produttività e il Comitato europeo per le finanze pubbliche (EFB). La relazione dei cinque Presidenti, che ha invocato l'istituzione del Comitato, prevedeva che esso fungesse da organo consultivo, e pertanto coordinasse e integrasse gli uffici di bilancio nazionali e fornisse una valutazione pubblica e indipendente dell'attuazione della governance di bilancio dell'UE<sup>134</sup>. Nel frattempo, l'invito contenuto nella relazione dei cinque Presidenti a creare, nell'area dell'euro, una rete di autorità per la competitività finalizzata a evitare divergenze economiche e aumentare la responsabilizzazione a livello nazionale per l'attuazione delle riforme ha indotto il Consiglio dell'UE a raccomandare l'istituzione di comitati nazionali per la produttività<sup>135</sup>. La tavola 4 fornisce una panoramica degli sviluppi in tale ambito.

#### Tavola 4

Unione di bilancio ed economica: stato di avanzamento della governance delle politiche nazionali

Conclusi	In corso	Auspiciabili ma non ancora avviati
<b>Regole di bilancio</b>		
Riforme "two-pack" e "six-pack" per migliorare il Patto di stabilità e crescita	Riesame del "two-pack" e del "six-pack": norme più semplici ed efficaci per garantire l'anticiclicità e la sostenibilità	
Comitato europeo per le finanze pubbliche e uffici nazionali di bilancio		
<b>Riforme strutturali e procedura per gli squilibri macroeconomici</b>		
Semestre europeo con una maggiore enfasi sulle priorità dell'area dell'euro	Sostegno alle riforme attraverso lo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività	Pieno utilizzo della PSM, compreso il meccanismo correttivo
Servizio di assistenza per le riforme strutturali	Riforma del "six-pack": miglioramento della PSM	Nuovi strumenti per rafforzare le riforme
Comitati nazionali per la produttività		Completamento del mercato unico

Fonte: BCE.

<sup>133</sup> Cfr. l'articolo [Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro](#), nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

<sup>134</sup> Cfr. il riquadro [La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche](#), nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

<sup>135</sup> Cfr. la [raccomandazione del Consiglio del 20 settembre 2016](#).

### **Tuttavia, la riforma del Patto di stabilità e crescita ha prodotto risultati**

**contrastanti.** Nel complesso, i livelli di debito e disavanzo dell'area dell'euro nel suo insieme sono inferiori a quelli osservati nelle principali economie avanzate.

Attualmente non sono in corso procedure per disavanzi eccessivi e molti paesi dell'area hanno raggiunto gli obiettivi di bilancio di medio termine (OMT)<sup>136</sup>. Al tempo stesso, alcuni paesi hanno compiuto progressi insufficienti in termini di riduzione del debito e del disavanzo pubblico<sup>137</sup>. Nel caso in cui si materializzino rischi al ribasso per le attuali prospettive economiche, le risorse di bilancio disponibili per promuovere la crescita sono limitate, in particolare nei paesi con livelli di debito elevati. Oltre a criticare il loro limitato effetto quale strumento di disciplina, il Comitato europeo per le finanze pubbliche e altri esperti hanno anche osservato che tali norme sono divenute troppo complesse ed eccessivamente dipendenti da variabili non osservabili, come gli output gap. Inoltre, il Patto di stabilità e crescita non contiene norme o strumenti volti a controllare l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, e sono stati compiuti pochi sforzi per migliorare la qualità delle finanze pubbliche, indipendentemente dall'orientamento di tali politiche<sup>138</sup>.

### **Per quanto riguarda le politiche strutturali, il persistente scarso livello di attuazione degli interventi previsti dalle raccomandazioni specifiche per paese (country-specific recommendations, CSR) da parte degli Stati membri, compresi quelli che presentano squilibri eccessivi, resta una sfida per il Semestre europeo.**<sup>139</sup>

A febbraio 2019 la Commissione ha concluso che nessuno degli interventi previsti da tali raccomandazioni nel 2018 era stato "pienamente" attuato<sup>140</sup>. Nel frattempo si erano osservati progressi "notevoli" solo per circa il 5 per cento delle raccomandazioni specifiche per paese, analogamente alla situazione riscontrata negli anni precedenti. Di per sé, la semplificazione introdotta dal Semestre europeo (ottenuta con la riduzione del numero di raccomandazioni) e il rafforzamento del dialogo tra la Commissione e gli Stati membri non hanno prodotto i miglioramenti auspicati. Inoltre, i paesi che presentano squilibri eccessivi non sembrano aver adottato ulteriori misure decisive per accelerare l'attuazione delle raccomandazioni. Infine, la procedura per gli squilibri macroeconomici non è stata ancora pienamente applicata, poiché la Commissione non ha mai esercitato il suo diritto di avviare una procedura per gli squilibri eccessivi<sup>141</sup>.

---

<sup>136</sup> Cfr. l'articolo [Le regole di bilancio nell'area dell'euro e gli insegnamenti acquisiti nell'ambito di altre unioni monetarie](#) nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

<sup>137</sup> Cfr. Kamps, C. e Leiner-Killinger, N., "Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform", *Occasional Paper Series*, n. 231, BCE, 2019 e Kamps, C. e Hauptmeier, S., "Debt rule design in theory and practice – the SGP's debt benchmark revisited", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE.

<sup>138</sup> Cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#), nel numero 4/2016 di questo Bollettino e Bańkowski, K. e Ferdinandusse, M., "Euro area fiscal stance", *Occasional Paper Series*, n. 182, BCE, 2017.

<sup>139</sup> Cfr. Pierluigi, B. e Sondermann, D., "Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?", *Occasional Paper Series*, n. 211, BCE, 2018.

<sup>140</sup> Cfr. il riquadro [Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019](#) nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>141</sup> Cfr. Sondermann, D. e Zorell, N., "A macroeconomic vulnerability model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2306, BCE, 2019, per una discussione sugli indicatori del quadro di valutazione della PSM nel contesto di un approccio di allarme preventivo.

**La Commissione sta attualmente riesaminando sia il "six-pack" che il "two-pack"; la conclusione dei lavori è prevista per il 2020<sup>142</sup>.** Tale riesame, che è stato avviato il 5 febbraio, terrà conto di quattro punti di debolezza fondamentali nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio: a) gli elevati livelli di debito in alcuni Stati membri; b) il carattere prociclico delle politiche di bilancio; c) la complessità delle norme e la mancanza di responsabilizzazione e d) l'insufficiente attenzione prestata agli investimenti. La Commissione ha inoltre avviato un processo di consultazione, invitando i soggetti interessati (tra cui la BCE) a pronunciarsi su come la governance economica abbia funzionato finora e sul modo migliore per aumentarne l'efficacia. Tale processo di consultazione durerà fino all'estate; quindi la Commissione prenderà in considerazione tutte le risposte nel momento in cui avvierà una riflessione al suo interno circa le eventuali tappe successive nel secondo semestre dell'anno.

**Le parti interessate hanno presentato una serie di possibili soluzioni correttive della governance delle finanze pubbliche dell'UE.** Nel 2017, ad esempio, la Commissione ha proposto di modificare il trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance (il "fiscal compact") e di integrarlo nel quadro giuridico dell'UE<sup>143</sup>. Nel frattempo, l'FMI<sup>144</sup>, il Comitato europeo per le finanze pubbliche<sup>145</sup> e alcuni esperti della BCE<sup>146</sup> hanno tutti sollecitato una riforma del Patto di stabilità e crescita sulla base di un unico obiettivo di debito a lungo termine e di uno strumento operativo unico (come ad esempio una regola della spesa). Il Comitato europeo per le finanze pubbliche ha rilevato l'esigenza di avviare un riesame ad ampio raggio volto a semplificare le regole, come pure di progredire verso il conseguimento di una capacità di stabilizzazione<sup>147</sup>. La maggior parte degli osservatori ritiene inoltre che vi sia un nesso tra un'ulteriore condivisione dei rischi e la disciplina di mercato.

**Sulla riforma del Semestre europeo e della procedura per gli squilibri macroeconomici, non sono state presentate proposte rilevanti, al di là dello strumento di bilancio per la convergenza e la competitività (noto come "BICC").** La Commissione ha tuttavia manifestato l'intenzione di integrare gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite nel Semestre europeo e, eventualmente, sostituire l'agenda 2020 dell'UE (a cui il Semestre europeo è ancorato) con l'agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile.

**Al contempo, nel contesto delle crescenti preoccupazioni sulla concorrenza a livello mondiale, la digitalizzazione e i cambiamenti climatici, il tema del**

<sup>142</sup> Cfr. il [calendario provvisorio](#) della Commissione al 3 dicembre 2019.

<sup>143</sup> Cfr. il [parere della BCE CON/2018/25 dell'11 maggio 2018](#) su una proposta di direttiva del Consiglio dell'UE che definisce disposizioni per rafforzare la responsabilità di bilancio e l'orientamento di bilancio a medio termine negli Stati membri.

<sup>144</sup> Cfr. Andrieu, M. et al., "[Reforming Fiscal Governance in the European Union](#)", *Staff Discussion Notes*, n. 15/09, FMI, maggio 2015.

<sup>145</sup> Cfr. la relazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche dal titolo "[Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#)", agosto 2019.

<sup>146</sup> Cfr. Kamps, C. e Leiner-Killingner, N., "[Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform](#)", *Occasional Paper Series*, n. 231, BCE, 2019 e Kamps, C. e Hauptmeier, S., "[Debt rule design in theory and practice – the SGP's debt benchmark revisited](#)", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE.

<sup>147</sup> Il Comitato ha tuttavia osservato che per gli Stati membri le attuali pratiche non sono destabilizzanti al punto da rendere altamente prioritario tale riesame.

**mercato unico dovrebbe occupare un posto più importante, in futuro, nell'agenda della Commissione.** Programmi politici ambiziosi in questi tre settori hanno il potenziale per aprire nuove fonti di crescita e svolgere un ruolo di rilievo nell'accelerare la convergenza all'interno dell'UEM, che storicamente ha avuto origine dal mercato unico. Il settore dei servizi, ad esempio, resta scarsamente sviluppato e potrebbe contribuire a sviluppare mercati di beni e servizi più integrati e resilienti<sup>148 149</sup>. La Commissione ha inoltre avviato il cosiddetto Green New Deal, che dovrebbe mobilitare ulteriori investimenti per finanziare il processo di transizione.

## 2.5 Gestione delle crisi

**La creazione di un meccanismo di copertura di bilancio per l'area dell'euro nella forma del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM), è stata di fondamentale importanza per la capacità di tenuta dell'UEM.** In risposta alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro, nel 2010 i paesi dell'area hanno creato il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), cui ha fatto seguito, nel 2012, l'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità (MES) come organo permanente di gestione delle crisi nell'area dell'euro al di fuori del quadro giuridico dell'UE. Insieme, l'EFSF e il MES hanno erogato 295 miliardi di euro in programmi di assistenza finanziaria, a partire dal 2010.

**Nel corso degli ultimi due anni i paesi dell'area dell'euro hanno negoziato una riforma del MES al fine di aumentarne la capacità operativa.** A dicembre 2019, l'Eurogruppo ha concordato in linea di principio quattro grandi riforme, che si rifletteranno in una revisione del trattato sul MES. In primo luogo, il MES fungerà da meccanismo di copertura per il Fondo di risoluzione unico. In secondo luogo, svolgerà un ruolo di maggior rilievo nell'elaborazione e nel monitoraggio dei requisiti di condizionalità dei programmi di aggiustamento macroeconomico nonché dei programmi esterni. In terzo luogo, le condizioni per accedere al sostegno precauzionale del MES saranno definite in maniera più chiara. In quarto luogo, infine, il quadro di riferimento per l'analisi della sostenibilità del debito sarà ulteriormente perfezionato e a partire dal 2022 saranno introdotte clausole di azione collettiva single-limb (CAC). Il trattato sul MES così rivisto dovrebbe essere firmato nei prossimi mesi, una volta risolte tutte le altre questioni giuridiche<sup>150</sup>.

## 2.6 Altre questioni istituzionali ("unione politica")

**La relazione dei cinque Presidenti ha sottolineato che le innovazioni istituzionali devono essere accompagnate da una maggiore integrazione**

<sup>148</sup> Cfr. la [valutazione sull'attuazione della direttiva dei servizi](#) della Commissione.

<sup>149</sup> Cfr. il [parere della BCE CON/2018/25 dell'11 maggio 2018](#) su una proposta di direttiva del Consiglio dell'UE che definisce disposizioni per rafforzare la responsabilità sulle politiche di bilancio e l'orientamento di bilancio a medio termine negli Stati membri.

<sup>150</sup> I sistemi di riferimento per la gestione delle crisi dell'area dell'euro saranno discussi più approfonditamente in uno dei prossimi numeri del Bollettino economico, che conterrà una valutazione più dettagliata della riforma del MES.

**economica.** In particolare, una maggiore responsabilità a livello della UE e dell'area dell'euro deve andare di pari passo “con una maggiore responsabilizzazione democratica, piena legittimazione e rafforzamento istituzionale”<sup>151</sup>.

**Per quanto riguarda le riforme istituzionali in termini più ampi, una serie di iniziative proposte nella relazione dei cinque Presidenti devono ancora prendere forma (cfr. la tavola 5 per una panoramica).** Tali iniziative comprendono, ad esempio, una rappresentanza esterna dell'area dell'euro più unitaria e l'istituzione di un Tesoro dell'area dell'euro. Nel frattempo, altri hanno auspicato una più netta separazione tra l'esercizio della funzione istruttoria e decisoria all'interno della Commissione, al fine di rafforzare la sua capacità di agire in qualità di custode del Trattato nel far rispettare il Patto di stabilità e crescita. Inoltre, il MES e il fiscal compact non sono ancora stati integrati nella legislazione europea e, nonostante la Commissione abbia presentato proposte in questi ambiti, entrambi i colegislatori hanno infine deciso di non dar loro seguito. Analogamente, la proposta politica presentata dalla Commissione nel 2017 per istituire un Tesoro dell'area dell'euro<sup>152</sup> ha incontrato un forte scetticismo in sede di Consiglio e la Commissione non ha mai presentato una proposta legislativa formale. Queste riforme istituzionali potrebbero diventare più rilevanti in sede di definizione degli assetti istituzionali riguardanti la futura capacità di bilancio.

## Tavola 5

### Stato di avanzamento delle altre questioni istituzionali

Conclusi	In corso	Auspiciabili ma non ancora avviati
<b>Interazione con le politiche nazionali</b>		
Intensificazione del dialogo con i Parlamenti, europeo e nazionali, e con i governi attraverso il Semestre europeo		
<b>Ulteriori negoziati istituzionali e coerenza dell'ordinamento giuridico dell'UE</b>		
		Ruolo internazionale unitario per la rappresentanza dell'area dell'euro
		Tesoro dell'area dell'euro/Alto rappresentante europeo per l'economia e le finanze
		Integrazione del MES e del patto di bilancio nella legislazione dell'UE

Fonte: BCE, sulla base della relazione dei cinque Presidenti.

**La modifica del Trattato potrebbe aver luogo con la Commissione attuale, aprendo la strada a riforme istituzionali più ampie.** La Commissione prevede di istituire una Conferenza sul futuro dell'Europa, i cui lavori inizierebbero nel 2020 e si protrarrebbero per due anni, che potrebbe determinare la revisione dei trattati dell'UE. Mentre il mandato di tale conferenza sarà deciso in cooperazione con il Parlamento europeo e il Consiglio, il commissario designato, incaricato della questione, ha espresso l'intenzione di concentrarsi principalmente sul problema della partecipazione democratica, in cui potrebbe essere incluso il conferimento al

<sup>151</sup> Cfr. la [relazione dei cinque Presidenti](#).

<sup>152</sup> Cfr. il [Documento di riflessione sull'approfondimento dell'unione economica e monetaria](#) della Commissione di maggio 2017.

Parlamento europeo del potere di iniziativa legislativa<sup>153</sup>. In risposta alla presentazione di tale proposta da parte della Commissione, il 25 novembre 2019 la Francia e la Germania hanno pubblicato un documento congiunto che illustra il loro punto di vista sul mandato e sui procedimenti di tale conferenza intergovernativa<sup>154</sup>.

### 3 Osservazioni conclusive

#### **La nuova legislatura europea potrà agire trovando fondamento nelle importanti misure adottate per migliorare l'architettura dell'UEM nello scorso decennio.**

L'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità, la riforma delle regole di bilancio e la creazione della procedura per gli squilibri macroeconomici hanno insieme contribuito a far fronte alle carenze evidenziate dalla crisi. La successiva introduzione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo di risoluzione unico ha poi fornito due dei tre pilastri dell'unione bancaria.

**Tuttavia, l'agenda proposta nella relazione dei cinque Presidenti deve essere ancora pienamente attuata, poiché presenta misure incomplete nei settori finanziario, fiscale, economico e politico.** Non è opportuno adagiarsi sui risultati raggiunti quando si tratta di rendere l'UEM più capace di resistere agli shock negativi. Il debito pubblico e privato rimane elevato in molti paesi, la condivisione dei rischi a livello privato e pubblico è ancora più limitata nell'area dell'euro rispetto ad altre unioni monetarie, e potrebbero essere ulteriormente rafforzati i meccanismi volti a garantire politiche resilienti a livello nazionale.

**La priorità assoluta è la necessità di completare l'unione bancaria.** L'unione bancaria incompiuta impedirà all'area dell'euro e ai suoi cittadini di sfruttare appieno i vantaggi in termini di integrazione del mercato e di protezione uniforme dei depositanti. Vi è tuttavia un certo slancio a tale riguardo, che dovrebbe essere colto subito al fine di perseguire, in parallelo, l'adozione di un insieme di misure:

- Istituire un Sistema europeo di assicurazione dei depositi. L'istituzione di un Sistema europeo di assicurazione dei depositi a pieno titolo dovrebbe costituire la priorità fondamentale, poiché costituisce il principale elemento mancante per il completamento dell'unione bancaria. A breve e medio termine si potrebbe creare un sistema comune di assicurazione dei depositi basato su un modello ibrido e fondato su sistemi nazionali esistenti e su un fondo centrale, la cui copertura delle perdite sarebbe progressivamente aumentata nei cinque anni successivi. Tuttavia, l'obiettivo finale dovrebbe essere un sistema pienamente in grado sia di soddisfare il fabbisogno di liquidità sia di coprire le perdite, così da garantire una protezione uniforme dei depositi coperti.
- Armonizzare i diritti fallimentari nazionali relativi alle banche a livello europeo. La legislazione in materia di insolvenza bancaria varia da paese a paese, generando potenzialmente differenze molto significative in termini di risultati.

<sup>153</sup> Cfr. l'audizione del commissario designato Dubravka Šuica alla Commissione Affari costituzionali del Parlamento europeo.

<sup>154</sup> Cfr. <https://www.politico.eu/wp-content/uploads/2019/11/Conference-on-the-Future-of-Europe.pdf>

Prendendo a modello la US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), sarebbe opportuno istituire uno schema di liquidazione armonizzato, e il Comitato di risoluzione unico dovrebbe disporre degli strumenti necessari per vigilare sulla liquidazione ordinata delle banche (in particolare nel caso di banche di piccole e medie dimensioni non soggette a risoluzione).

- Eliminare gli ostacoli alla libera circolazione di capitali e liquidità. Al fine di proteggere i bilanci delle banche nazionali dagli shock negativi, si dovrebbe consentire la libera circolazione di capitali e liquidità all'interno dell'UEM (e anche all'interno dei gruppi bancari transfrontalieri). Trovare un punto di equilibrio tra i benefici dell'integrazione finanziaria e la stabilità finanziaria sarà fondamentale per eliminare tali ostacoli all'interno dell'area dell'euro.
- Riconoscere che il trattamento prudenziale delle esposizioni al debito sovrano e l'introduzione di un'attività sicura rappresentativa dell'area dell'euro (safe asset) possono rappresentare due ulteriori aspetti del completamento dell'UEM, l'uno a sostegno dell'altro. Una sana e prudente progettazione di ciascuno dei due aspetti dovrebbe proseguire senza relazione di dipendenza. L'introduzione del trattamento prudenziale delle esposizioni al debito sovrano (RTSE) deve tenere conto delle considerazioni relative alla stabilità finanziaria e accresce l'esigenza di garantire una disponibilità sufficiente di attività sicure per la liquidità e la gestione dei rischi delle istituzioni finanziarie. Allo stesso tempo, la creazione di un'attività sicura comune per l'area dell'euro, se gli Stati membri decideranno in tal senso, dovrebbe essere condotta in modo da non compromettere gli incentivi a garantire sane politiche di bilancio nazionali. Tali attività sicure favoriranno inoltre la buona conduzione della politica monetaria e, insieme all'RTSE, contribuiranno anche alla sicurezza e alla solidità delle banche come pure, indirettamente, al rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro.
- Colmare il divario in termini di fornitura di liquidità alle banche in fase di risoluzione. Tramite una garanzia, a livello europeo, che consenta alle banche in fase di risoluzione di accedere alla liquidità dell'Eurosistema, l'area dell'euro si allineerebbe con altre importanti giurisdizioni quali il Regno Unito e gli Stati Uniti.
- Migliorare il quadro normativo europeo in materia di antiriciclaggio (anti-money laundering, AML). L'attuale direttiva antiriciclaggio dovrebbe essere trasformata in un regolamento, istituendo un efficace strumento europeo di contrasto al riciclaggio. Si dovrebbe assegnare a un organismo dell'UE esterno alla BCE la responsabilità dei compiti in materia di antiriciclaggio e allo stesso potrebbero essere conferiti poteri di vigilanza diretta.

**La seconda priorità è la creazione di un mercato dei capitali europeo, un progetto fondamentale per una migliore condivisione dei rischi in ambito privato, ma ancora poco sviluppato.** La Commissione europea e il forum ad alto livello da essa istituito sull'unione dei mercati dei capitali dovrebbero presentare proposte su questo tema all'inizio del 2020. Le proposte dovranno contenere una rinnovata ambizione per dare nuovo impulso al progetto sull'unione dei mercati dei capitali, in particolare sui seguenti punti:

- **Promuovere la convergenza in materia di vigilanza.** Una reale unione dei mercati dei capitali dovrà poter disporre di un'autorità di vigilanza unica a livello europeo che assicuri condizioni di parità non solo in termini di regolamentazione, ma anche per quanto riguarda le pratiche di vigilanza e la loro applicazione nell'intera UE.
- **Armonizzazione dei prodotti e degli standard.** I prodotti e gli standard del mercato dei capitali dovrebbero essere armonizzati, ad esempio con un prodotto pensionistico paneuropeo, standard comuni per le cartolarizzazioni, fintech e obbligazioni verdi.
- **Convergenza del quadro di riferimento generale.** Al fine di creare uno scenario favorevole a un mercato dei capitali robusto, l'UE necessita di una maggiore convergenza del quadro normativo generale che riguarda l'unione dei mercati dei capitali, quali la legislazione in materia fiscale e di insolvenza.

**La terza priorità è costituita dalla necessità di migliorare l'architettura in materia di finanze pubbliche dell'area dell'euro, che non ha soddisfatto appieno le aspettative.** Le attuali regole di bilancio non bastano a garantire posizioni di bilancio solide e sostenibili in tempi di congiuntura economica positiva. La conseguente mancanza di margini di manovra nei periodi di congiuntura sfavorevole può quindi comportare la necessità di inasprimenti prociclici delle politiche di bilancio, che potrebbero rendere inadeguata la combinazione di politiche macroeconomiche a livello dell'area dell'euro. Pertanto, in futuro ci sarà necessità di:

- **Riforme che rendano le regole di bilancio più semplici, più efficaci e meno procicliche.** Vi è un consenso abbastanza ampio da parte del mondo accademico e delle istituzioni che svolgono attività di policy sul fatto che sarebbe utile orientarsi verso un quadro di riferimento con un unico indicatore (ad esempio una regola in materia di spesa) ancorato al debito. La revisione in corso dei cosiddetti pacchetti legislativi "two-pack" e "six-pack" rappresenta un'opportunità per riesaminare l'efficacia del quadro di riferimento del Patto di stabilità e crescita.
- **Creazione di una capacità di bilancio centralizzata per l'area dell'euro ai fini della stabilizzazione macroeconomica.** Le norme esistenti non favoriscono la creazione di un orientamento della politica di bilancio dell'area dell'euro che possa integrare la politica monetaria, in particolare al suo limite inferiore effettivo. Una funzione centralizzata di bilancio di questo tipo contribuirebbe ad aumentare la resilienza dell'area in caso di gravi crisi economiche.

**La quarta priorità è l'esigenza di migliorare la capacità di tenuta delle strutture economiche nazionali.** Negli ultimi anni è venuta meno l'attuazione delle riforme strutturali per aumentare la resilienza dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, come pure delle istituzioni. Per affrontare questo problema è possibile ricorrere a due approcci diversi:

- Utilizzare in modo più efficace la procedura per gli squilibri macroeconomici. Occorrerebbe applicare in modo più efficace gli strumenti esistenti di coordinamento della politica economica, compresa la procedura per gli squilibri eccessivi.
- Consolidare il mercato unico. L'Europa si sta spostando sempre più dalla produzione di beni alla fornitura di servizi: un settore in cui il mercato unico non è altrettanto ben sviluppato (in parte a causa di carenze in termini di attuazione della direttiva sui servizi). Di conseguenza, esistono ancora molte normative nazionali che disciplinano la fornitura di diversi tipi di servizi nei vari Stati membri. Considerando ciò, la Commissione dovrebbe porre nuova enfasi sulle iniziative volte a rafforzare il mercato unico, cogliendo i benefici della sua comprovata esperienza nelle azioni di rilancio della crescita economica. Parallelamente, potrebbe valutare la possibilità di ampliare l'ambito di applicazione del mercato unico in settori in cui le iniziative di riforma hanno perso slancio (ad esempio per quanto riguarda le condizioni per lo svolgimento dell'attività economica).

**I progressi ancora da ottenere in questi settori sosterranno l'efficacia della politica monetaria unica e della vigilanza bancaria unica e contribuiranno a preservare la stabilità finanziaria.** Solide politiche di bilancio anticicliche, il completamento dell'unione bancaria, una buona capacità di tenuta in termini finanziari e una condivisione transfrontaliera dei rischi sia in ambito pubblico che privato sono tutti fattori che la BCE considera importanti per consentire una più efficace trasmissione della politica monetaria con effetti indesiderati più contenuti, migliorare l'allineamento dei cicli economici nell'area dell'euro, integrare la politica monetaria, dare maggiore impulso alla vigilanza bancaria europea e salvaguardare la stabilità finanziaria.

# 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (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	.	.	1,4	0,7	6,1	1,2	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 1° trim.	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,5	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
2° trim.	0,7	0,5	-0,1	0,6	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
3° trim.	0,7	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
4° trim.	.	0,5	0,0	-1,8	1,5	0,1	1,8	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2019 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.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni <sup>1)</sup>		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	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	50,8	4,4	3,1	5,3
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,0
2019 1° trim.	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,8	-0,1	-1,3
2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,2	-0,2
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,4	1,6	1,2
4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,4	49,6	-0,7	-3,1	0,9
2019 sett.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,3	48,6	1,4	1,6	1,2
ott.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,1	50,7	49,6	1,3	0,3	1,9
nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,7	51,6	49,5	0,1	-1,7	1,3
dic.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,7	-3,1	0,9
2020 gen.	52,4	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,8	49,5	.	.	.
feb.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,5	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	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 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
2020 gen.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
feb.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07

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 <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	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 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
2020 gen.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
feb.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13

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 Euro MTS Ltd 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 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
2020 gen.	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,2	23.642,9
feb.	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.277,3	23.180,4

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(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		TAE <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 feb.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,58	1,85	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	6,17	2,36	1,59	1,82	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	1,59	1,78	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	1,57	1,80	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	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	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.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,64	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
dic.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,70	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 gen. <sup>(b)</sup>	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,70	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,42	1,73	1,44

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 (TAE<sup>3)</sup>).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(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	
2019 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	2,14	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	0,57	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	0,56	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.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
dic.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020 gen. <sup>(b)</sup>	0,01	-0,06	0,33	2,09	2,17	2,32	2,11	1,63	1,57	1,45	1,11	1,23	1,28	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 <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
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	1.274	550	172	.	84	406	61	414	177	80	.	47	73	38
2019 ago.	1.371	587	184	.	112	424	63	414	180	85	.	39	71	38
set.	1.392	597	185	.	105	439	66	412	156	88	.	48	81	41
ott.	1.352	579	174	.	106	424	69	421	184	65	.	52	75	45
nov.	1.337	570	173	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
dic.	1.274	550	172	.	84	406	61	318	112	89	.	37	45	35
2020 gen.	1.358	595	169	.	99	422	73	495	206	75	.	56	100	57
<b>A lungo termine</b>														
2017	15.353	3.560	3.060	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.744	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.319	3.820	3.401	.	1.320	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 ago.	16.195	3.784	3.278	.	1.293	7.200	639	128	24	50	.	8	41	6
set.	16.270	3.805	3.312	.	1.319	7.200	634	284	82	91	.	34	74	4
ott.	16.223	3.802	3.328	.	1.316	7.153	623	274	61	97	.	24	85	6
nov.	16.369	3.833	3.406	.	1.329	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6
dic.	16.319	3.820	3.401	.	1.320	7.152	626	162	58	65	.	14	24	2
2020 gen.	16.404	3.857	3.408	.	1.324	7.190	625	321	118	68	.	16	110	10

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2017	16.593,4	4.079,9	3.214,9	.	1.293,1	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.961,2	4.192,8	3.330,5	.	1.318,7	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.592,9	4.369,8	3.573,5	.	1.404,9	7.558,3	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2019 ago.	17.566,2	4.371,4	3.462,5	.	1.405,7	7.624,6	702,0	7.849,5	462,4	1.204,6	6.182,4
set.	17.662,3	4.401,9	3.496,9	.	1.424,2	7.639,5	699,8	8.190,9	496,1	1.356,9	6.337,9
ott.	17.574,4	4.380,9	3.501,7	.	1.421,6	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	6.388,3
nov.	17.705,2	4.402,8	3.579,5	.	1.431,2	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	6.586,2
dic.	17.592,9	4.369,8	3.573,5	.	1.404,9	7.558,3	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2020 gen.	17.761,7	4.451,8	3.577,1	.	1.423,7	7.611,9	697,3	8.486,9	525,3	1.391,4	6.570,2
<b>Tasso di crescita</b>											
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	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 ago.	3,2	4,9	3,1	.	5,3	2,2	1,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
set.	3,1	4,3	3,6	.	5,0	1,8	3,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
ott.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
nov.	3,0	3,9	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2
dic.	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 gen.	3,1	4,1	5,1	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	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 set.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
ott.	97,4	90,9	91,7	-	-	-	116,6	90,9
nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
dic.	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 gen.	96,2	89,3	90,9	-	-	-	115,5	89,4
feb.	95,6	88,7	90,2	-	-	-	114,9	88,8
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2020 feb.	-0,6	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2020 feb.	-1,8	-3,3	-2,1	-	-	-	-1,5	-3,5

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	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2020 gen.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
feb.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2020 feb.	-0,7	0,2	-0,7	0,0	0,8	-1,1	0,6	-1,0	0,1	0,1	-1,1	-1,8
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2020 feb.	-0,2	0,5	-2,6	0,1	6,1	-4,2	-0,9	-3,6	0,7	0,7	-6,3	-3,9

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 <sup>1)</sup>			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.	235,5	236,5	-1,1	96,5	79,0	81,3	100,7	-0,8	51,4	56,8	7,0	127,6
<i>Transazioni</i>												
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	-
4° trim.	-316,3	-479,0	162,7	-85,6	-92,2	86,9	-20,7	-2,7	-314,1	-366,1	-0,7	-
2019 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.	21,4	-42,8	64,2	-11,9	-76,3	43,8	7,0	4,2	-15,6	26,6	1,0	-
nov.	27,5	-22,6	50,2	9,8	31,7	29,9	16,7	-1,3	-8,5	-71,0	-2,3	-
dic.	-365,2	-413,6	48,3	-83,5	-47,5	13,3	-44,3	-5,6	-290,0	-321,8	0,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 dic.	666,3	321,6	344,7	78,6	102,7	343,0	352,3	37,6	200,6	-133,4	6,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 dic.	5,6	2,7	2,9	0,7	0,9	2,9	3,0	0,3	1,7	-1,1	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
	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)												
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9	4.804,5
2018	11.562,2	11.062,8	6.207,6	2.363,2	2.407,6	1.171,3	740,9	488,7	84,4	499,4	5.547,9	5.048,5
2019	11.905,4	11.433,2	6.362,4	2.442,2	2.604,9	1.249,2	764,5	584,0	23,8	472,3	5.720,0	5.247,7
2019 1° trim.	2.949,7	2.819,0	1.574,8	602,6	627,7	309,1	189,7	127,1	13,9	130,7	1.422,4	1.291,7
2° trim.	2.967,8	2.866,7	1.589,7	608,3	658,2	306,3	189,3	160,9	10,5	101,1	1.426,7	1.325,6
3° trim.	2.987,1	2.852,7	1.597,1	613,1	642,3	314,3	192,0	134,1	0,2	134,4	1.434,5	1.300,1
4° trim.	3.006,3	2.894,1	1.602,8	618,2	672,4	317,3	192,9	160,4	0,6	112,2	1.443,5	1.331,3
<i>in percentuale del PIL</i>												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,9	0,2	4,0	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 1° trim.	0,5	0,1	0,4	0,4	0,9	1,7	0,5	-0,3	-	-	0,9	0,2
2° trim.	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-0,9	0,2	26,5	-	-	0,0	2,7
3° trim.	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,1	-17,7	-	-	0,6	-1,3
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,3	4,2	0,0	-0,2	20,3	-	-	0,4	2,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	2,9	3,9	-1,3	-	-	3,4	2,7
2019	1,2	1,8	1,3	1,6	5,7	3,2	1,8	17,8	-	-	2,5	3,8
2019 1° trim.	1,4	1,5	1,2	1,4	4,1	4,4	2,7	5,5	-	-	3,1	3,6
2° trim.	1,2	2,5	1,2	1,3	8,3	2,3	2,0	32,6	-	-	2,2	5,2
3° trim.	1,3	1,2	1,5	2,0	3,2	3,2	0,9	6,8	-	-	2,7	2,6
4° trim.	1,0	1,8	1,2	1,8	6,3	2,0	0,7	24,8	-	-	2,0	3,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 1° trim.	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,4	0,3	-	-
2° trim.	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,1	0,0	-1,2	-	-
3° trim.	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,1	0,9	-	-
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 1° trim.	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,3	-0,1	-	-
2° trim.	1,2	2,4	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
3° trim.	1,3	1,2	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	-	-
4° trim.	1,0	1,7	0,7	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-

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) Includono 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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.357,6	178,1	2.040,8	537,9	1.968,7	488,6	472,0	1.166,8	1.194,5	1.954,9	355,2	1.204,6
2019	10.663,3	180,4	2.049,1	579,9	2.031,3	513,6	481,2	1.205,3	1.240,6	2.018,8	363,1	1.242,2
2019 1° trim.	2.643,1	45,0	515,0	142,7	503,1	125,8	118,8	297,8	306,0	498,8	90,0	306,7
2° trim.	2.659,5	45,5	512,5	144,0	506,6	128,0	120,0	300,0	309,5	502,4	90,9	308,2
3° trim.	2.673,3	45,2	511,8	146,0	509,7	128,7	121,0	302,3	311,5	506,0	91,1	313,8
4° trim.	2.693,2	44,9	513,3	147,7	512,9	131,2	121,3	305,2	313,9	511,8	91,1	313,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 1° trim.	0,5	-0,3	-0,1	1,4	1,0	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,6	0,3
2° trim.	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,9	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4
3° trim.	0,3	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
4° trim.	0,1	0,3	-0,7	-0,2	0,3	1,1	0,2	0,4	0,3	0,4	-0,5	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,3	2,1	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,0	1,8	4,2	2,1	1,7	1,7	1,1	1,1	1,5
2019 1° trim.	1,4	-0,5	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,6	1,5	1,9	1,1	1,0	1,1
2° trim.	1,2	-1,0	-1,0	3,1	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
3° trim.	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,3	2,0
4° trim.	1,0	-0,5	-1,7	1,5	1,8	4,5	2,6	1,8	1,1	1,1	0,5	1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	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	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	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.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-0,3	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,9	1,7	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,8	0,8	2,4	1,2	3,8	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 1° trim.	1,4	1,6	0,3	-0,4	1,3	3,3	1,3	4,2	-0,4	2,5	1,8	1,4	0,2
2° trim.	1,3	1,5	-0,1	-3,0	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
3° trim.	1,1	1,4	-0,4	-2,0	0,7	2,2	1,0	3,7	-0,2	0,8	1,3	1,5	0,9
4° trim.	1,1	1,4	-0,5	-1,7	0,5	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,8	-0,3	0,5	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,2	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,5	-0,4	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 1° trim.	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	-0,1	1,7	1,8	1,9	0,6
2° trim.	1,0	1,3	-0,6	-3,0	0,4	2,7	0,9	2,8	-0,4	0,9	1,1	1,7	0,3
3° trim.	0,9	1,3	-0,9	-2,0	0,4	1,6	0,6	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,6
4° trim.	0,8	1,2	-0,7	-1,1	-0,1	0,6	0,8	2,0	0,0	0,9	0,9	1,7	1,0
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,4	-0,1
2019 1° trim.	0,3	0,4	0,1	0,8	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,3	0,2	-0,8	-0,1	0,2	-0,4
3° trim.	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,8	-0,5	0,4	-0,3
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	0,6	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,3	0,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	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			
2017	162,659	4,1	14,757	9,1	4,4	12,089	8,1	2,667	18,8	7,629	8,7	7,128	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,378	8,2	3,8	10,952	7,4	2,426	17,0	6,891	7,9	6,487	8,6	2,1
2019	.	.	12,415	7,6	.	10,147	6,8	2,269	15,8	6,365	7,2	6,050	7,9	2,3
2019 1° trim.	163,284	3,6	12,675	7,7	3,5	10,361	6,9	2,314	16,1	6,472	7,4	6,204	8,2	2,3
2° trim.	163,765	3,6	12,412	7,6	3,3	10,154	6,8	2,258	15,7	6,377	7,3	6,035	7,9	2,3
3° trim.	164,182	3,3	12,367	7,5	3,2	10,107	6,8	2,259	15,7	6,334	7,2	6,033	7,9	2,2
4° trim.	.	.	12,207	7,4	.	9,965	6,6	2,242	15,6	6,278	7,1	5,929	7,8	2,2
2019 ago.	-	-	12,338	7,5	-	10,094	6,8	2,244	15,6	6,318	7,2	6,020	7,9	-
set.	-	-	12,341	7,5	-	10,081	6,7	2,260	15,7	6,334	7,2	6,007	7,9	-
ott.	-	-	12,233	7,4	-	9,992	6,7	2,241	15,6	6,268	7,1	5,965	7,8	-
nov.	-	-	12,209	7,4	-	9,965	6,6	2,245	15,6	6,272	7,1	5,937	7,8	-
dic.	-	-	12,178	7,4	-	9,937	6,6	2,241	15,6	6,293	7,1	5,885	7,7	-
2020 gen.	-	-	12,179	7,4	-	9,930	6,6	2,249	15,6	6,261	7,1	5,919	7,7	-

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	0,5	1,8	1,3	-1,4	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2019	-1,7	-1,7	-2,5	-2,7	1,3	-1,9	1,9	-4,3	2,3	0,8	3,5	0,9	1,8
2019 1° trim.	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	1,3	-2,8	4,7	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,8	-3,1
2° trim.	-1,4	-1,5	-2,5	-2,6	1,9	-0,3	2,3	-3,6	2,2	1,2	3,0	0,4	-0,7
3° trim.	-2,1	-2,2	-3,3	-2,5	0,4	-2,2	1,2	-4,8	2,7	0,9	4,1	1,2	0,6
4° trim.	-2,8	-2,9	-3,8	-4,7	1,8	-2,2	-0,3	-5,8	1,9	0,4	3,3	-0,4	12,5
2019 ago.	-2,7	-2,7	-3,1	-3,2	-1,1	-3,0	1,5	-5,6	2,9	1,2	4,2	1,9	-6,1
set.	-1,7	-1,8	-3,9	-1,4	1,5	-2,2	0,2	-4,4	2,9	0,5	4,7	0,5	14,8
ott.	-2,6	-2,6	-3,3	-5,2	2,9	-2,8	0,8	-4,8	1,8	0,4	2,9	0,6	9,8
nov.	-1,7	-1,9	-2,9	-2,3	1,3	-1,7	1,4	-8,0	2,4	1,6	3,5	-1,2	10,0
dic.	-4,1	-4,5	-5,5	-6,7	1,0	-2,3	-3,7	-4,4	1,7	-0,6	3,6	-0,6	17,9
2020 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,7	0,7	2,4	0,7	-5,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 ago.	0,4	0,4	0,1	0,9	0,5	0,2	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	0,3	11,0
set.	0,0	0,2	-1,0	0,4	0,8	-0,9	0,8	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,4	-17,1
ott.	-0,9	-1,0	0,7	-2,7	0,7	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,5	4,3
nov.	0,0	0,0	-0,8	0,9	-0,8	1,0	0,7	-0,2	0,9	0,5	1,3	-1,2	3,5
dic.	-2,1	-2,3	-1,7	-4,0	-1,3	-0,5	-3,1	-0,6	-1,1	-1,1	-1,1	-0,1	5,8
2020 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	0,7	0,4	1,9	-13,0

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	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 1° trim.	105,8	-0,3	83,1	-7,0	8,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2° trim.	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
4° trim.	100,6	-9,2	81,0	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,3	46,4	46,7	52,3	50,7
2019 set.	101,1	-8,7	-	-6,6	4,3	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
ott.	100,2	-9,3	81,0	-7,6	5,2	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
nov.	100,7	-8,9	-	-7,2	3,9	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
dic.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2019 gen.	102,6	-7,0	80,9	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
feb.	103,5	-6,1	-	-6,6	5,3	-0,2	11,2	-	49,2	48,7	52,6	51,6

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	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	1,9	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	79,7	4,3	5,5	2,5
2017	12,0	93,9	1,4	2,2	5,4	4,6	4,7	34,4	7,1	77,2	4,6	7,8	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,1	7,1	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	5,4	1,7
2018 4° trim.	12,3	93,6	1,6	2,1	8,8	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	20,7	1,7
2019 1° trim.	12,6	93,4	2,0	2,2	7,6	3,7	4,3	33,7	6,1	76,7	2,3	7,7	1,7
2° trim.	12,8	93,5	2,1	2,4	4,4	4,2	4,2	33,5	5,8	77,3	1,8	16,6	1,5
3° trim.	13,0	93,6	2,3	2,4	4,9	5,0	4,1	33,3	5,8	78,1	2,0	0,2	1,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

- 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).
- 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.
- Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.
- 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 <sup>1)</sup>	
	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	
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
4° trim.	1.064,2	965,2	99,1	607,4	517,7	244,7	217,6	185,7	170,1	26,4	59,8	16,7	11,2
2019 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.	360,2	326,2	34,1	205,0	173,2	82,2	71,3	63,5	58,8	9,6	22,9	3,2	2,3
nov.	351,6	319,2	32,4	198,3	171,5	82,0	71,5	63,0	57,4	8,4	18,7	3,2	2,5
dic.	352,3	319,8	32,6	204,2	173,0	80,6	74,7	59,1	53,8	8,5	18,2	10,2	6,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2019 dic.	4.276,6	3.914,2	362,4	2.416,1	2.076,2	972,5	879,7	778,7	697,5	109,3	260,9	45,5	57,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2019 dic.	35,9	32,9	3,0	20,3	17,4	8,2	7,4	6,5	5,9	0,9	2,2	0,4	0,5

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

#### 3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 1° trim.	3,7	5,4	586,5	283,1	121,2	172,6	493,6	533,3	306,9	86,2	133,4	383,5	64,1
2° trim.	2,1	2,5	582,2	275,7	120,3	175,9	486,6	530,6	302,3	85,3	134,6	381,3	65,5
3° trim.	3,1	0,6	584,4	278,7	117,5	176,9	488,6	529,2	297,5	87,3	136,8	386,6	60,1
4° trim.	2,1	-2,1	591,8	.	.	.	495,3	526,6	.	.	.	382,8	.
2019 lug.	6,0	2,8	193,5	92,8	39,1	58,3	161,9	176,8	100,9	29,2	44,7	128,9	20,3
ago.	-2,1	-3,6	195,2	93,2	39,2	59,1	163,5	175,2	98,4	28,8	45,0	128,3	20,1
set.	5,3	2,3	195,7	92,7	39,2	59,5	163,1	177,2	98,2	29,3	47,0	129,5	19,7
ott.	4,4	-2,6	200,1	92,8	43,6	60,7	168,0	176,3	97,4	29,9	46,5	129,2	19,2
nov.	-2,7	-4,3	194,9	91,6	40,3	59,1	163,8	175,8	97,7	28,6	46,3	128,6	20,2
dic.	4,8	1,1	196,7	.	.	.	163,5	174,5	.	.	.	125,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 1° trim.	-0,3	1,7	108,0	111,6	107,5	105,0	108,1	110,1	110,3	108,8	112,4	111,7	105,0
2° trim.	-1,5	-0,2	106,5	108,4	105,9	105,5	106,2	109,1	107,5	108,8	113,3	111,4	97,2
3° trim.	0,9	1,5	106,7	109,5	103,0	105,7	106,1	109,5	108,2	110,6	112,8	111,6	96,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 giu.	-8,0	-4,5	106,6	109,0	105,4	105,1	107,0	109,1	106,7	109,0	113,6	112,3	98,2
lug.	3,6	3,3	106,2	109,4	103,5	105,0	105,9	109,9	109,4	112,0	112,0	112,6	95,1
ago.	-4,3	-2,6	106,7	109,9	102,7	105,7	106,4	109,2	108,3	109,6	111,1	110,9	99,1
set.	3,3	3,8	107,0	109,3	102,9	106,3	106,1	109,3	106,9	110,2	115,3	111,3	95,5
ott.	2,3	-1,3	109,3	109,6	113,3	108,6	109,2	108,3	106,3	109,7	113,6	110,7	92,8
nov.	-4,3	-3,8	106,5	108,4	105,1	105,1	106,4	107,8	106,5	103,6	113,4	109,9	97,5

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)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 1° trim.	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,5	0,0	0,1	-2,4	0,3	1,2	2,6
2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,2	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
4° trim.	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2019 set.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,7	1,6
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	1,1
nov.	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,9	1,2
dic.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	1,3	1,3
2020 gen.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,2	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
feb. <sup>3)</sup>	104,6	1,2	1,2	.	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
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 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
2020 gen.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
feb. <sup>3)</sup>	2,2	2,1	2,7	.	0,5	-0,3	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	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			
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
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	.	.	.
2019 1° trim.	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	4,4
2° trim.	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,6
3° trim.	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,2	3,6	.
4° trim.	104,4	-1,3	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,3	0,7	-5,9	.	.	.
2019 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	0,4	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,7	-7,7	.	.	.
nov.	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,7	-6,0	.	.	.
dic.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	.	.	.
2020 gen.	104,9	-0,5	1,2	0,6	-1,0	1,3	2,1	3,0	0,7	-3,6	.	.	.

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](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 <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			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	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,7	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,6	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 1° trim.	104,2	1,6	1,8	1,2	1,8	2,7	1,1	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
2° trim.	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
3° trim.	105,1	1,7	1,3	1,1	1,6	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
4° trim.	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2019 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	3,8	9,9	-1,6	6,5	17,2	-4,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,4	11,2	2,2	6,8	14,4	-1,1
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,2	11,3	3,5	6,9	12,9	0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,4	8,7	-3,0	2,2	9,2	-4,9

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 1° trim.	9,1	8,2	10,5	12,2	20,7	53,9	57,7	53,0	53,1
2° trim.	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
4° trim.	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2019 set.	1,6	7,0	7,7	5,3	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
ott.	1,4	6,6	8,0	5,2	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
nov.	0,8	6,4	7,3	6,1	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
dic.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 gen.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
feb.	3,8	7,3	9,1	6,0	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1

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

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			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	
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
2019	.	.	.	.	.	.	2,2
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
4° trim.	.	.	.	.	.	.	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html/html](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									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e 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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,0	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,3	3,4	1,4	1,7	1,1	-1,0	2,6	1,5	2,6	2,2
2019 1° trim.	109,4	2,3	1,4	3,6	1,2	2,0	1,6	-0,7	5,0	1,8	2,6	1,7
2° trim.	110,0	2,1	-0,4	3,2	1,7	2,0	1,5	-1,0	3,2	1,7	2,6	2,4
3° trim.	110,6	1,9	-0,9	4,0	1,1	1,4	1,5	-1,2	2,2	1,3	2,6	1,7
4° trim.	110,9	1,7	1,2	2,9	1,6	1,2	-0,2	-1,0	0,1	1,4	2,7	2,8
<b>Redditi per occupato</b>												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,7	2,0	1,9	2,3	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,5
2019	116,1	2,0	1,6	1,5	2,0	2,2	1,6	1,4	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 1° trim.	115,3	2,3	1,3	1,9	2,4	2,7	2,0	1,3	4,0	1,9	2,3	2,5
2° trim.	115,9	2,0	1,6	1,1	2,2	2,3	1,3	1,7	3,1	2,3	2,1	3,1
3° trim.	116,7	2,1	1,0	2,0	2,0	2,3	1,7	1,1	3,2	1,9	2,2	2,1
4° trim.	116,8	1,7	2,5	0,7	1,4	1,7	1,3	1,3	1,7	1,4	2,5	2,3
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,9	0,7	1,0	2,3	-0,1	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,3	-1,9	0,6	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,3
2019 1° trim.	105,5	0,0	-0,1	-1,6	1,2	0,6	0,3	2,0	-1,0	0,0	-0,3	0,8
2° trim.	105,3	-0,1	2,0	-2,0	0,5	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,7
3° trim.	105,5	0,2	2,0	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,6	-0,4	0,3
4° trim.	105,3	-0,1	1,2	-2,1	-0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,1	-0,3	-0,5
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,2	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,5	2,8	2,0	2,2
2019	118,1	2,0	1,2	1,9	2,3	2,2	2,6	1,0	2,7	2,0	1,8	2,7
2019 1° trim.	116,7	1,8	-0,6	1,9	1,6	2,2	2,5	0,8	4,2	1,9	1,7	2,2
2° trim.	117,4	2,2	2,1	1,7	2,4	2,4	2,5	1,3	3,3	2,5	1,8	3,6
3° trim.	118,2	2,2	1,2	2,4	2,6	2,6	2,7	0,6	2,1	2,2	1,8	2,5
4° trim.	118,4	1,9	1,7	1,3	2,5	1,9	2,7	1,3	1,3	1,6	2,1	2,4
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,9	0,5	0,6	1,0	1,3	2,5	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,1	0,9	-1,6	0,8	0,8	1,5	2,2	0,3	0,5	-0,7	0,5
2019 1° trim.	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,5	0,4	1,1	1,6	-0,2	0,0	-0,9	0,5
2° trim.	107,5	0,2	2,1	-1,5	0,5	0,8	1,2	2,5	0,8	0,7	-0,7	1,1
3° trim.	107,6	0,4	2,0	-1,6	1,4	1,3	1,3	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,7
4° trim.	107,6	0,2	0,6	-1,5	0,9	0,9	2,5	2,6	0,9	0,2	-0,5	-0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

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

	M3													
	M2						M3-M2							
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	4		5	6	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2													
Consistenze														
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5		
2018	1.163,3	7.114,8	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8		
2019	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0		
2019 1° trim.	1.179,2	7.277,1	8.456,4	1.114,3	2.318,1	3.432,4	11.888,7	74,2	523,0	40,4	637,7	12.526,4		
2° trim.	1.189,0	7.415,5	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0		
3° trim.	1.204,1	7.605,2	8.809,3	1.110,0	2.354,7	3.464,7	12.274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12.913,9		
4° trim.	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0		
2019 ago.	1.198,7	7.572,4	8.771,1	1.113,8	2.347,1	3.460,9	12.232,0	72,3	546,0	23,9	642,2	12.874,2		
set.	1.204,1	7.605,2	8.809,3	1.110,0	2.354,7	3.464,7	12.274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12.913,9		
ott.	1.209,4	7.672,2	8.881,6	1.093,9	2.359,1	3.453,1	12.334,7	79,6	529,2	27,6	636,4	12.971,1		
nov.	1.216,8	7.716,3	8.933,1	1.081,2	2.359,5	3.440,7	12.373,8	73,4	530,6	25,6	629,6	13.003,4		
dic.	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0		
2020 gen. (p)	1.228,3	7.747,2	8.975,5	1.062,5	2.363,5	3.426,0	12.401,5	75,8	545,7	29,4	650,9	13.052,4		
Transazioni														
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9		
2018	50,3	465,2	515,5	-74,0	45,1	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7		
2019	56,3	604,0	660,3	-60,3	63,6	3,3	663,5	4,1	-1,8	-55,5	-53,3	610,3		
2019 1° trim.	15,9	156,0	171,9	-13,0	19,6	6,6	178,5	-0,3	-10,2	-27,6	-38,0	140,5		
2° trim.	9,7	143,1	152,8	-4,4	20,3	15,8	168,7	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9		
3° trim.	15,1	180,8	195,9	-4,6	14,8	10,2	206,1	-0,6	21,1	-18,1	2,5	208,5		
4° trim.	15,6	124,1	139,6	-38,3	8,9	-29,4	110,3	4,5	-16,0	-7,4	-19,0	91,3		
2019 ago.	5,0	83,1	88,1	8,2	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,6	-12,0	-4,0	95,1		
set.	5,3	29,7	35,0	-4,8	6,2	1,5	36,5	2,0	0,3	-4,0	-1,7	34,9		
ott.	5,4	69,9	75,3	-14,2	3,1	-11,1	64,1	5,5	-17,2	9,8	-1,9	62,2		
nov.	7,4	40,8	48,2	-14,0	0,1	-13,9	34,3	-6,5	1,4	-1,6	-6,7	27,6		
dic.	2,8	13,4	16,2	-10,0	5,7	-4,4	11,8	5,5	-0,2	-15,6	-10,4	1,5		
2020 gen. (p)	8,7	18,1	26,7	-8,6	-1,5	-10,1	16,6	-3,0	14,0	19,8	30,9	47,5		
Variazioni percentuali														
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7		
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,8	1,2	4,2		
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9		
2019 1° trim.	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	0,5	-41,1	-3,9	4,7		
2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,9	-2,9	4,6		
3° trim.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7		
4° trim.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9		
2019 ago.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	7,0	-61,6	-0,8	5,8		
set.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7		
ott.	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	3,5	-47,1	-0,5	5,7		
nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-48,8	-1,3	5,6		
dic.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9		
2020 gen. (p)	5,2	8,4	7,9	-5,8	2,5	-0,2	5,5	0,7	4,6	-43,0	-0,4	5,2		

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2019 1° trim.	2.380,2	1.956,0	270,0	148,1	6,1	6.752,8	4.126,3	514,8	2.110,4	1,4	977,7	212,8	460,2
2° trim.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
3° trim.	2.450,6	2.031,0	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,2	221,3	465,5
4° trim.	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2019 ago.	2.462,2	2.040,3	264,4	151,0	6,6	6.927,5	4.283,2	507,2	2.135,4	1,7	1.022,8	231,5	461,5
set.	2.450,6	2.031,0	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,2	221,3	465,5
ott.	2.472,4	2.052,6	260,0	151,9	7,9	6.994,8	4.349,4	500,5	2.143,3	1,7	1.048,2	223,0	466,4
nov.	2.481,6	2.073,1	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,1	2.145,2	1,7	1.022,2	227,6	472,4
dic.	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2020 gen. <sup>(p)</sup>	2.475,1	2.064,0	256,3	150,7	4,1	7.062,2	4.421,7	487,2	2.152,5	0,9	1.024,3	218,1	469,3
<b>Transazioni</b>													
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	93,1	105,4	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,0	163,5	-18,8	1,8	-0,5	395,2	358,3	-25,7	63,2	-0,5	29,0	10,9	30,2
2019 1° trim.	46,9	54,4	-7,4	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,5	9,2	24,0
2° trim.	29,5	30,5	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,1	16,7	0,3	31,7	4,0	0,0
3° trim.	40,4	43,6	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,0	3,9	4,4
4° trim.	29,3	35,0	-4,2	-2,2	0,7	77,5	76,9	-11,5	12,3	-0,2	-3,2	-6,2	1,8
2019 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	3,3
ott.	24,2	24,0	-1,5	-0,4	2,1	30,1	30,4	-3,7	2,7	0,7	8,0	1,6	0,4
nov.	7,6	19,4	-8,9	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,5	4,2	6,0
dic.	-2,5	-8,4	6,2	-1,4	1,0	16,3	13,5	-4,2	7,9	-0,8	17,4	-12,0	-4,6
2020 gen. <sup>(p)</sup>	-3,3	-0,3	-1,2	0,6	-2,4	19,3	25,6	-5,8	-0,5	0,0	-15,2	2,6	1,5
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
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	0,6	10,3
2° trim.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
3° trim.	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
4° trim.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2019 ago.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,1	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,9	6,2
set.	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
ott.	7,2	9,0	-3,8	2,3	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,6	5,9
nov.	7,0	9,7	-8,3	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,8	6,0
dic.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2020 gen. <sup>(p)</sup>	6,1	8,3	-5,4	1,3	-41,1	5,7	8,7	-6,1	2,7	-42,5	3,3	5,2	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 <sup>1)</sup>

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

	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 <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.481,3	4.404,7	5.742,0	848,9	126,8	1.517,9	775,6
2019	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2019 1° trim.	4.662,4	1.001,5	3.649,4	13.527,0	11.201,0	11.556,6	4.426,2	5.787,7	856,3	130,7	1.527,2	798,8
2° trim.	4.640,2	1.000,7	3.627,8	13.640,4	11.290,6	11.665,4	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,7	803,2
3° trim.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,6	4.488,5	5.876,3	883,4	146,2	1.569,8	811,5
4° trim.	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2019 ago.	4.707,6	1.003,8	3.692,1	13.737,0	11.388,3	11.748,3	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.545,2	803,5
set.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,6	4.488,5	5.876,3	883,4	146,2	1.569,8	811,5
ott.	4.665,1	1.001,9	3.651,5	13.817,4	11.423,3	11.786,6	4.502,4	5.895,0	887,1	138,9	1.560,4	833,7
nov.	4.639,1	1.000,9	3.626,4	13.853,3	11.439,1	11.806,4	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.569,9	844,3
dic.	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2020 gen. <sup>(p)</sup>	4.670,3	994,0	3.664,5	13.913,3	11.511,1	11.873,1	4.482,8	5.962,6	912,3	153,5	1.547,6	854,6
<b>Transazioni</b>												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,0	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,8	374,8	307,4	382,0	124,4	166,3	-1,1	17,8	88,1	-20,7
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,3	378,9	428,1	114,2	200,3	43,2	21,2	30,5	43,8
2019 1° trim.	-30,9	-5,4	-25,6	109,5	92,3	90,7	33,5	49,1	7,4	2,3	0,3	16,9
2° trim.	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,3	50,8	38,8	17,5	-1,5	17,4	0,8
3° trim.	-2,6	-0,9	-1,7	128,8	102,3	105,3	27,3	52,1	9,1	13,9	19,9	6,6
4° trim.	-5,2	-15,6	10,2	91,2	78,7	105,8	2,7	60,4	9,2	6,5	-7,0	19,5
2019 ago.	5,5	3,2	2,3	50,9	51,7	44,3	20,9	21,3	3,6	5,9	1,5	-2,3
set.	-13,8	-3,8	-10,0	38,1	6,3	18,9	-16,0	13,0	3,5	5,7	25,4	6,4
ott.	-17,5	2,4	-19,9	33,5	36,7	35,7	18,0	20,4	5,5	-7,2	-8,6	5,4
nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,9	15,6	22,3	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
dic.	21,8	-17,1	38,9	23,9	26,4	47,8	-11,3	21,4	9,5	6,9	-7,6	5,0
2020 gen. <sup>(p)</sup>	-9,3	9,3	-18,6	45,1	57,6	35,6	11,5	30,3	15,0	0,8	-14,5	2,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 1° trim.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,1	-1,2	14,7	4,0	1,8
2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
3° trim.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
4° trim.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 ago.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,1	12,9	1,1	2,1
set.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
ott.	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,0	3,4
nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
dic.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2020 gen. <sup>(p)</sup>	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,8	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,8

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 <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti <sup>4)</sup>					Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,8	4.216,3	729,0
2018	4.404,7	4.490,0	993,0	844,3	2.567,3	5.742,0	6.024,0	684,6	4.352,6	704,8
2019	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2019 1° trim.	4.426,2	4.513,7	980,2	851,6	2.594,4	5.787,7	6.066,7	694,4	4.391,2	702,1
2° trim.	4.462,4	4.554,0	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.114,0	705,5	4.422,3	698,0
3° trim.	4.488,5	4.581,7	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	711,2	4.473,5	691,6
4° trim.	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2019 ago.	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,6	696,3
set.	4.488,5	4.581,7	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	711,2	4.473,5	691,6
ott.	4.502,4	4.592,6	983,4	878,1	2.640,9	5.895,0	6.181,6	713,3	4.492,7	689,0
nov.	4.492,2	4.587,9	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.200,4	716,5	4.506,1	690,3
dic.	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2020 gen. <sup>(p)</sup>	4.482,8	4.581,2	957,7	881,1	2.644,0	5.962,6	6.243,9	724,1	4.549,0	689,5
<b>Transazioni</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,1	45,0	134,0	-5,9
2018	124,4	176,4	18,7	33,4	72,4	166,3	188,8	40,2	135,7	-9,7
2019	114,2	143,8	-11,6	42,5	83,3	200,3	219,4	41,1	167,8	-8,6
2019 1° trim.	33,5	33,3	-11,4	10,1	34,7	49,1	49,2	10,6	39,5	-1,0
2° trim.	50,8	54,7	1,3	18,6	30,9	38,8	49,8	12,2	28,8	-2,2
3° trim.	27,3	34,0	3,6	6,3	17,3	52,1	55,7	8,5	46,2	-2,7
4° trim.	2,7	21,8	-5,2	7,5	0,3	60,4	64,7	9,8	53,2	-2,7
2019 ago.	20,9	24,8	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
set.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,4	13,0	18,0	1,8	12,7	-1,4
ott.	18,0	16,7	3,0	5,3	9,7	20,4	20,7	2,4	20,1	-2,1
nov.	-4,0	3,0	-10,3	6,4	0,0	18,6	20,6	3,8	13,5	1,2
dic.	-11,3	2,1	2,2	-4,1	-9,4	21,4	23,4	3,5	19,6	-1,8
2020 gen. <sup>(p)</sup>	11,5	7,7	-13,8	3,3	22,1	30,3	19,5	4,1	24,8	1,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,1	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 1° trim.	2,6	3,8	-1,3	4,5	3,4	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	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
4° trim.	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 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	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
ott.	3,1	3,8	0,5	4,9	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,6
nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,4
dic.	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2020 gen. <sup>(p)</sup>	2,6	3,2	-1,6	5,0	3,4	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,0

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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	
<b>Consistenze</b>										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	925,9	324,1	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.024,5	452,6	187,0	194,9
2019	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2019 1° trim.	370,0	6.907,5	1.937,5	55,9	2.146,3	2.767,8	1.188,6	425,9	199,0	212,3
2° trim.	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.320,7	447,4	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.489,2	440,8	184,2	198,1
4° trim.	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2019 ago.	403,4	7.060,7	1.917,2	57,3	2.148,4	2.937,7	1.470,7	423,1	212,6	231,5
set.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.489,2	440,8	184,2	198,1
ott.	380,5	7.075,9	1.948,6	53,1	2.151,3	2.922,8	1.491,5	453,4	221,4	236,2
nov.	369,1	7.077,7	1.951,0	52,6	2.162,6	2.911,5	1.500,9	456,9	211,8	224,8
dic.	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2020 gen. <sup>(p)</sup>	372,8	7.114,8	1.946,0	50,0	2.165,8	2.953,0	1.544,3	412,1	171,1	182,3
<b>Transazioni</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-97,8	-56,4	-61,2	-28,5
2018	40,5	56,3	-37,8	-4,9	16,0	83,0	87,7	38,7	16,2	23,6
2019	-28,2	107,8	-6,1	-3,0	27,5	89,5	341,1	-16,3	-2,7	-2,5
2019 1° trim.	-9,1	45,5	-11,4	-0,2	37,6	19,5	127,5	-29,2	2,7	5,5
2° trim.	3,8	46,0	22,0	1,6	-0,6	22,9	101,3	44,1	-7,1	-4,5
3° trim.	14,6	11,9	-15,4	-1,0	4,8	23,6	95,7	13,1	6,9	7,4
4° trim.	-37,5	4,4	-1,4	-3,3	-14,3	23,4	16,6	-44,3	-5,3	-10,9
2019 ago.	29,0	-20,8	-17,1	-0,4	-7,7	4,4	19,1	27,7	6,1	7,4
set.	-15,1	37,9	28,1	-0,9	3,6	7,0	20,3	13,0	-14,1	-16,3
ott.	-7,3	-8,8	3,0	-1,5	-19,0	8,7	24,9	5,2	37,3	38,1
nov.	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	10,7	-1,1	-9,7	-11,3
dic.	-18,9	-4,2	-5,6	-1,3	3,0	-0,4	-18,9	-48,4	-32,8	-37,7
2020 gen. <sup>(p)</sup>	22,6	-6,9	-3,1	-1,3	2,6	-5,1	22,4	4,9	-7,8	-4,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	3,1	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 1° trim.	8,9	1,4	-1,7	-6,4	2,5	3,1	-	-	17,8	21,2
2° trim.	12,6	2,3	-0,4	-1,3	3,1	3,7	-	-	5,1	6,7
3° trim.	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
4° trim.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 ago.	5,6	1,8	-2,2	0,4	3,4	3,5	-	-	11,9	15,6
set.	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
ott.	-2,9	1,6	-0,1	-2,8	1,1	3,2	-	-	36,4	38,9
nov.	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,4	-	-	11,1	12,8
dic.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 gen. <sup>(p)</sup>	-1,2	1,2	-0,2	-7,1	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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 <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2019	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2018 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
3° trim.	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
2019 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.	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 gen.	12,6	11,2	4,2	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,2	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, 2020**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate all'11 marzo 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-20-002-IT-N (online)