



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 5 / 2018





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

EUROSISTEMA

# Bollettino economico



**Numero 5 / 2018**



# Indice

## Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	15
4 Prezzi e costi	20
5 Moneta e credito	23

## Riquadri

1 Squilibri in Cina: possibili rischi per la crescita da una flessione del mercato residenziale?	28
2 Andamenti ciclici del conto corrente dell'area dell'euro	32
3 Sincronizzazione della crescita nei paesi dell'area dell'euro	37
4 Il ruolo dei salari nel rialzo dell'inflazione	41
5 Andamenti dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro	45
6 Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018	49

## Articoli

1 L'evoluzione delle prassi adottate dalla BCE in tema di accountability durante la crisi	55
2 Misurare la frammentazione nel mercato monetario interbancario overnight delle operazioni non garantite: un approccio basato sulla trasmissione della politica monetaria	80
3 Consumi privati e relative determinanti nell'espansione economica attuale	95

<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>
--------------------	-----------

# Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

## Sintesi

Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo svoltasi il 14 giugno scorso indicano che l'economia dell'area dell'euro prosegue su un percorso di crescita solida e generalizzata<sup>1</sup>. Permangono, in prevalenza, incertezze a livello mondiale, in particolare la minaccia del protezionismo, e il rischio di un protratto innalzamento della volatilità nei mercati finanziari continua a richiedere una regolare osservazione. Ciononostante, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro possono tuttora essere ritenuti sostanzialmente bilanciati. Il vigore di fondo dell'economia ha confermato la convinzione del Consiglio direttivo che in futuro l'inflazione continui stabilmente a convergere verso il livello previsto e che tale convergenza perduri anche dopo la graduale liquidazione degli acquisti netti di attività. Nondimeno, serve ancora uno stimolo significativo da parte della politica monetaria per sostenere l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Tale sostegno continuerà a provenire dagli acquisti netti di attività sino alla fine dell'anno, dalle notevoli consistenze acquistate e dai reinvestimenti a esse collegati, nonché dalle indicazioni prospettiche rafforzate del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE. In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello previsto.

Lo slancio dell'economia mondiale è rimasto stabile nel secondo trimestre del 2018, ma continuano a evidenziarsi rischi al ribasso connessi ai dazi commerciali. Inoltre, gli indicatori del commercio mondiale hanno registrato una perdita di slancio. Le condizioni finanziarie si sono lievemente inasprite nelle economie di mercato emergenti, rimanendo tuttavia nel complesso favorevoli nelle economie avanzate.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno subito un calo dopo la riunione del 14 giugno per effetto della minore volatilità nei mercati del debito sovrano e di un calo dei tassi privi di rischio. Le quotazioni azionarie hanno subito una correzione a fronte di crescenti tensioni commerciali. Sui mercati dei cambi, l'euro si è generalmente apprezzato su base ponderata per l'interscambio.

I dati più recenti degli indicatori economici si sono stabilizzati e continuano a segnalare il perdurare di una crescita solida e generalizzata, seppure a ritmi inferiori rispetto al 2017. Questa attenuazione riflette un arretramento rispetto all'espansione molto elevata dello scorso anno ed è connessa soprattutto al più debole stimolo derivante dal commercio con l'estero, in precedenza molto vigoroso, a cui si aggiungono gli effetti di una maggiore incertezza e di alcuni fattori temporanei

---

<sup>1</sup> Sulla base delle informazioni disponibili al momento della riunione del Consiglio direttivo del 26 luglio 2018.

dal lato dell'offerta, sia a livello interno sia a livello mondiale. I consumi privati continuano a essere sostenuti dal perdurante aumento dell'occupazione, a sua volta in parte riconducibile alle passate riforme del mercato del lavoro, e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti delle imprese beneficiano di condizioni di finanziamento favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e del vigore della domanda. Gli investimenti nell'edilizia residenziale restano robusti. In aggiunta, l'espansione generalizzata della domanda mondiale dovrebbe proseguire, sospingendo così le esportazioni dell'area dell'euro.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 2,0 per cento a giugno, dall'1,9 per cento di maggio, soprattutto di riflesso all'andamento più vigoroso della componente dell'energia e dei beni alimentari. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che nella parte restante dell'anno l'inflazione complessiva continui a oscillare intorno al suo attuale livello. Sebbene restino in generale contenute, le misure dell'inflazione di fondo sono in aumento rispetto ai bassi livelli osservati in precedenza. Le pressioni interne sui costi divengono più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro. Si attenua l'incertezza per le prospettive di inflazione. In futuro, ci si attende che l'inflazione di fondo segni un rialzo verso la fine dell'anno per poi aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associate a tale espansione.

L'analisi monetaria indica che la crescita dell'aggregato monetario ampio ha di nuovo segnato un'accelerazione a giugno 2018, dopo la graduale decelerazione dal suo massimo raggiunto per l'ultima volta a settembre 2017. Prosegue la ripresa della dinamica dei prestiti al settore privato, principalmente per effetto dei prestiti alle società non finanziarie (SNF). L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2018 indica che la crescita dei prestiti ha continuato a essere sostenuta dall'allentamento dei criteri per la concessione del credito e dall'aumento della domanda per tutte le tipologie di prestiti. Si stima che l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro sia aumentata ulteriormente, mentre i costi di finanziamento per le SNF sono rimasti favorevoli.

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

Il Consiglio direttivo ha quindi deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che si mantengano sui livelli attuali almeno fino all'estate del 2019 e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che l'Eurosistema continuerà a effettuare acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di settembre 2018.

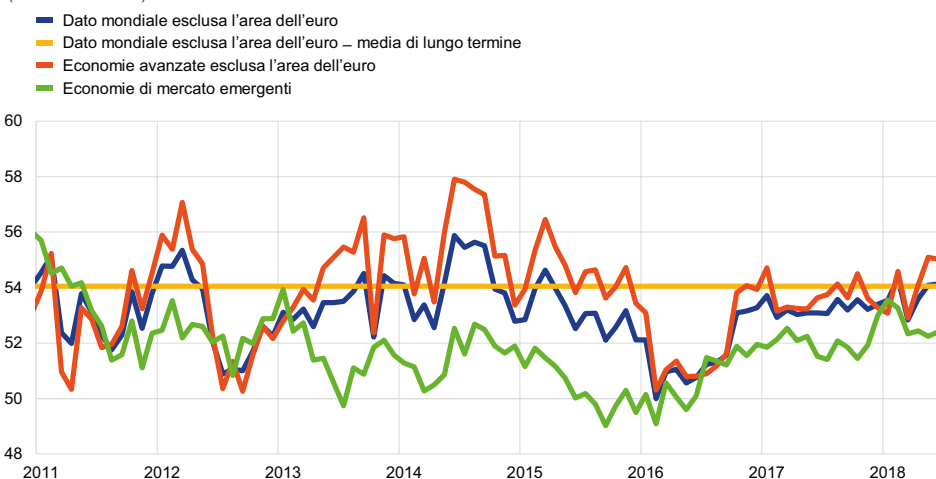
Il Consiglio ha inoltre anticipato che, se i dati più recenti confermeranno le attuali prospettive per l'inflazione a medio termine, dopo settembre il ritmo mensile degli acquisti netti di attività verrà ridotto a 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018, dopodiché gli acquisti netti verranno interrotti. Inoltre, il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

**Gli indicatori delle indagini a livello mondiale continuano a segnalare una dinamica espansiva costante per il secondo trimestre del 2018.** A giugno, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha registrato un ulteriore lieve aumento (cfr. grafico 1), raggiungendo il valore massimo su un periodo di quattro mesi, con il protrarsi della crescita nel settore dei servizi che ha più che compensato il moderato calo del settore manifatturiero. In termini trimestrali, nel secondo trimestre del 2018 il PMI si è attestato lievemente al di sopra della media del trimestre precedente. A giugno, il PMI composito relativo al prodotto ha evidenziato un moderato calo negli Stati Uniti rispetto al mese di maggio, rafforzandosi tuttavia in Giappone e nel Regno Unito. Per quanto concerne le economie emergenti, nello stesso periodo il PMI composito relativo al prodotto è salito in Cina ed è tornato a crescere notevolmente in India, mentre il suo ritmo di espansione è rallentato in Russia e in Brasile.

### Grafico 1

#### PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2018. La media di lungo termine si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e giugno 2018.

**Al tempo stesso, si sono intensificati i rischi al ribasso per l'economia mondiale in un contesto di minaccia e di effettivo aumento delle tariffe commerciali da parte degli Stati Uniti e di possibili ritorsioni da parte dei paesi interessati.**

La prima ondata di dazi imposti dagli Stati Uniti sulle importazioni dalla Cina è entrata in vigore il 6 luglio e, per il futuro, sono previste ulteriori misure. Di conseguenza, le autorità cinesi hanno annunciato ritorsioni. Contemporaneamente, sono state attuate contromisure da parte dell'Unione europea e del Canada in risposta alle tariffe doganali precedentemente imposte sull'acciaio e sull'alluminio. Il governo statunitense ha inoltre avviato una nuova indagine sull'importazione di autovetture e di parti di ricambio che, qualora sfociasse nell'attuazione di misure protezionistiche, potrebbe ripercuotersi in particolare su Canada, Giappone, Messico e Corea del Sud, nonché sulle

principali economie dell'Unione europea. La complessità delle catene di approvvigionamento potrebbe amplificare ulteriormente gli effetti avversi del protezionismo sull'economia mondiale. Nel complesso, se venissero implementate tutte le misure annunciate, il livello medio dei dazi commerciali imposti dagli Stati Uniti raggiungerebbe valori mai osservati negli ultimi 50 anni. Tali sviluppi costituiscono un grave rischio per le prospettive dell'attività e del commercio mondiali a breve e medio termine.

**Pur rimanendo nel complesso favorevoli, le condizioni finanziarie mondiali si sono lievemente inasprite nelle economie emergenti.** In generale, la politica monetaria nelle economie avanzate rimane accomodante. Negli Stati Uniti, il Federal Open Market Committee ha aumentato a giugno i tassi di riferimento, in linea con le aspettative. In un contesto caratterizzato da inflazione in aumento e condizioni del mercato del lavoro più tese, i funzionari del Federal Reserve System hanno inoltre rivisto al rialzo l'andamento del tasso sui Federal Fund con in totale quattro aumenti nel 2018, a fronte dei tre precedentemente attesi. Le rinnovate tensioni nel commercio mondiale e l'apprezzamento del dollaro statunitense hanno prodotto un lieve inasprimento delle condizioni di finanziamento per le economie emergenti. In Cina, sono diminuite anche le quotazioni azionarie e il renminbi ha subito alcune spinte al ribasso. Complessivamente, la volatilità dei mercati azionari mondiali è aumentata e le quotazioni azionarie nel settore automobilistico e in quello tecnologico hanno evidenziato pressioni al ribasso. Nel Regno Unito non sono stati modificati i tassi di interesse applicati dalla banca centrale, e la Banca del Giappone ha mantenuto i rendimenti a dieci anni prossimi allo zero, in linea con il programma di controllo della curva dei rendimenti. Negli ultimi mesi, tra le economie emergenti, i tassi sono rimasti invariati in Russia e in Brasile, mentre in Turchia e in Argentina sono stati alzati sensibilmente a maggio e a giugno per effetto delle significative tensioni nei mercati finanziari. In Cina è proseguito l'inasprimento delle condizioni finanziarie per far fronte ai rischi nel sistema finanziario.

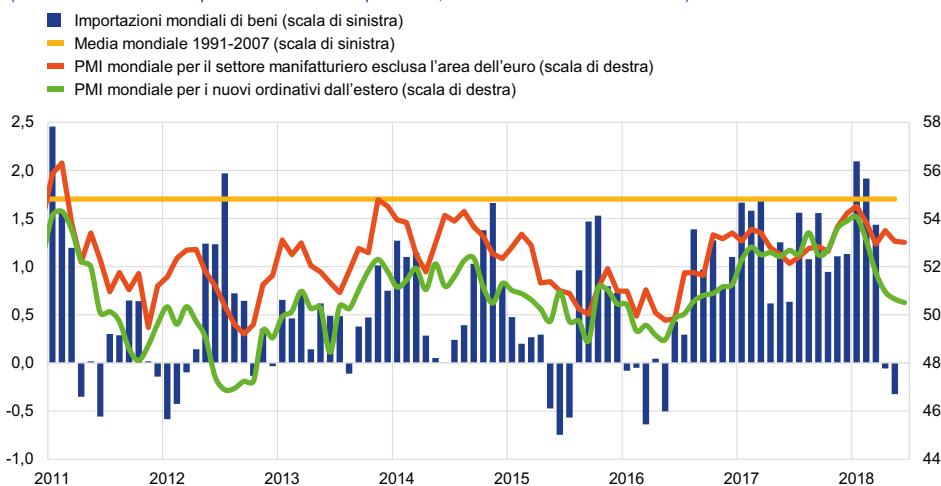
**Gli indicatori del commercio mondiale hanno registrato una perdita di slancio.** I dati mensili sull'interscambio hanno segnato un rallentamento significativo e generalizzato tra i diversi paesi. Le importazioni mondiali di beni si sono contratte ad aprile e a maggio 2018, invertendo il vigoroso processo di crescita registrato nel primo trimestre e, nei primi cinque mesi dell'anno, fino a giugno, è sceso anche il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero (cfr. grafico 2). Si sono indeboliti anche altri indicatori relativi al commercio, incluse le misure correlate alle catene globali del valore. Nel complesso, questi indicatori segnalano un rallentamento degli interscambi nel secondo trimestre del 2018.

**A maggio l'inflazione a livello mondiale è aumentata.** Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è salita, in maggio, al 2,6 per cento. Il rialzo è riconducibile ai prezzi dell'energia, mentre i prezzi degli alimentari hanno registrato un lieve rallentamento. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è aumentata in misura marginale al 2 per cento. Nel breve periodo, l'inflazione dovrebbe continuare a salire per effetto del rialzo del prezzo del

## Grafico 2

### Commercio mondiale e indagini

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2018 per le importazioni mondiali di beni e a giugno 2018 per i PMI.

petrolio. In un'ottica di più lungo termine, anche il graduale calo della capacità produttiva inutilizzata dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo.

#### **Malgrado una certa volatilità, il prezzo del petrolio è rimasto sostanzialmente stabile.**

I prezzi del greggio di qualità Brent sono saliti gradualmente da circa 75 dollari al barile di metà giugno a 78 dollari al barile del 10 luglio, per poi scendere a 73 dollari al barile il 20 luglio. L'effetto sul prezzo del petrolio dell'annuncio diffuso dai paesi dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) il 22 giugno circa l'intenzione di incrementare l'offerta è stato, a oggi, relativamente modesto. Se i mercati avevano anticipato un aumento del prodotto di un milione di barili al giorno, i vincoli di capacità in molti paesi dell'OPEC fanno presagire un più esiguo aumento dell'offerta petrolifera nel breve periodo. A luglio, inoltre, i corsi petroliferi sono stati sorretti da una vigorosa domanda di petrolio a livello mondiale, dalle tensioni geopolitiche in corso che coinvolgono l'Iran e dalle turbolenze politiche in Venezuela e in Libia. Più di recente, il prezzo del petrolio è sceso lievemente. Da metà giugno le quotazioni delle materie prime non petrolifere sono scese dell'8 per cento circa, con i prezzi degli alimentari in diminuzione dell'8 per cento e quelli dei metalli in calo del 9 per cento. La contrazione dei prezzi degli alimentari è riconducibile all'ampia offerta dovuta alle condizioni meteorologiche favorevoli in Nord America e alle preoccupazioni riguardo alle crescenti minacce protezionistiche che potrebbero colpire anche le materie prime alimentari, in particolare la soia. Il calo del prezzo dei metalli è parzialmente giustificato dalla più bassa domanda in Cina e dai timori di una possibile guerra commerciale.

#### **Le prospettive per l'attività economica negli Stati Uniti rimangono solide, sebbene siano sorte, tra le imprese, preoccupazioni relative ai dazi.**

Il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 2 per cento nel primo trimestre del 2018. Nonostante il lieve rallentamento dell'attività, le prospettive a breve termine per gli Stati Uniti permangono solide, supportate da fondamentali robusti e dall'ampia e prociclica espansione fiscale. In particolare, la fiducia dei consumatori ha raggiunto

i massimi valori ciclici e la riduzione delle imposte dovrebbe sostenere ulteriormente la domanda interna; d'altro canto, il recente aumento del prezzo del petrolio potrebbe attenuare leggermente gli effetti positivi delle politiche fiscali espansive. Al contempo, l'evidenza aneddotica proveniente dalle indagini regionali sul settore manifatturiero indica che tra le imprese statunitensi vi è preoccupazione riguardo a una possibile ulteriore intensificazione delle tensioni commerciali, che potrebbe influenzare la spesa per investimenti. Nel mercato del lavoro, la creazione di occupazione è proseguita a ritmo sostenuto e gli indicatori continuano a segnalare tensione, a fronte di una crescita dei salari ancora moderata. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) ha raggiunto a giugno il livello massimo a partire dal 2012, pari al 2,9 per cento, mentre, se si escludono le componenti alimentari ed energetiche, è salita al 2,3 per cento.

**In Giappone, l'economia dovrebbe registrare una ripresa dopo una lieve contrazione nel primo trimestre del 2018, sebbene le prospettive siano caratterizzate da crescente incertezza.**

Gli indicatori economici segnalano un ritorno alla crescita dell'attività nel secondo trimestre, dopo la prima contrazione del PIL registrata in un periodo di due anni. Le prospettive, tuttavia, sono circondate da un alone di crescente incertezza. Le intense precipitazioni di inizio giugno nella regione occidentale del paese incideranno, con ogni probabilità, sull'attività economica, dal momento che numerose grandi imprese manifatturiere sono state costrette a chiudere gli impianti in seguito ai gravi danni alle infrastrutture riportati nella regione. Inoltre, l'ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali potrebbe colpire significativamente l'economia giapponese, in particolar modo nel caso in cui aumentassero le tariffe doganali sull'importazione di autovetture e di parti di ricambio, le cui quote costituiscono un terzo delle esportazioni del Giappone verso gli Stati Uniti. Un ulteriore rafforzamento del mercato del lavoro sembra indurre una transizione verso posti di lavoro più sicuri, in un contesto di graduale incremento dei salari di base e di modesta inflazione. A giugno, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta stabile allo 0,7 per cento mentre l'inflazione di fondo si è mantenuta su livelli bassi, con un IPC al netto di alimentari ed energia pari allo 0 per cento.

**Nel Regno Unito, l'indebolimento della crescita del PIL nel primo trimestre del 2018 è considerato temporaneo.**

La terza stima prodotta sulla crescita del PIL nel primo trimestre conteneva una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali che ha portato il dato allo 0,2 per cento, principalmente per effetto della revisione al rialzo della componente dell'interscambio netto; ciò ha altresì condotto a un'ulteriore riduzione del disavanzo commerciale del Regno Unito. Le ultime cifre relative al PMI e ai dati mensili sul PIL segnalano una ripresa del PIL del Regno Unito nel secondo trimestre; tuttavia gli indicatori a breve termine per il settore manifatturiero orientato all'esportazione rivelano prospettive meno incoraggianti. Questi andamenti sono in linea con un contesto caratterizzato da maggiore incertezza, in particolare in merito all'esito dei negoziati per l'uscita del paese dall'Unione europea a marzo 2019. A maggio, l'inflazione si è stabilizzata al 2,4 per cento, rimanendo invariata rispetto ad aprile, grazie alle variazioni del tasso di cambio che hanno compensato il recente incremento del prezzo del petrolio.

**In Cina, la crescita del PIL si è ridotta lievemente nel secondo trimestre del 2018, mentre i mercati finanziari hanno registrato pressioni al ribasso.**

Nel secondo trimestre del 2018, il PIL in termini reali è salito al 6,7 per cento sul periodo corrispondente, in linea con le aspettative del mercato di un rallentamento dell'attività economica. La campagna in atto per la riduzione strutturale della leva finanziaria, finora focalizzata sul settore bancario, sta iniziando a estendersi all'intera economia e interessa le dinamiche dell'investimento. In particolare, si sono ridotti gli investimenti nelle infrastrutture in seguito all'inasprimento dei canali finanziari, mentre quelli nelle manifatture e nel settore immobiliare sono tornati a salire (cfr. il riquadro intitolato *Squilibri in Cina: possibili rischi per la crescita da una flessione del mercato residenziale?* in questo numero del Bollettino). Di recente, le azioni societarie e i mercati dei cambi hanno subito pressioni in Cina, di riflesso ai timori di intensificazione delle tensioni commerciali e al rallentamento della crescita. Le pressioni sui prezzi hanno registrato un rialzo a giugno, con l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC che è salita all'1,9 per cento.

## 2 Andamenti finanziari

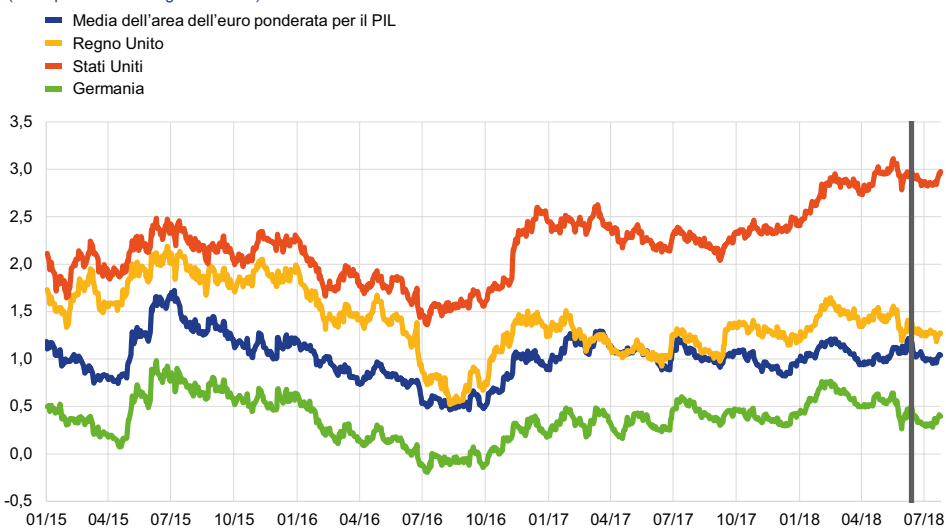
### **I rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti dalla fine di giugno (cfr. grafico 3).**

Nel periodo in esame (dal 14 giugno al 25 luglio), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un calo di 7 punti base, collocandosi all'1,04 per cento a fronte di un allentamento delle tensioni nei mercati del debito sovrano e di una contrazione dei tassi privi di rischio. Rispetto al rendimento dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni, i differenziali sulle obbligazioni italiane, portoghesi e francesi si sono ridotti. I rendimenti sui titoli sovrani a lungo termine sono scesi all'1,27 per cento nel Regno Unito e lievemente aumentati negli Stati Uniti, dove hanno raggiunto il 2,98 per cento.

### **Grafico 3**

#### **Rendimento dei titoli di Stato decennali**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 giugno 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 25 luglio 2018.

### **I differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro hanno evidenziato variazioni contenute durante il periodo in esame.**

In confronto alla fine di giugno, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di qualità più elevata (investment grade) rispetto al tasso privo di rischio è rimasto invariato a 57 punti base. I differenziali sul debito del settore finanziario con alto merito di credito sono lievemente aumentati, di 4 punti base, raggiungendo livelli pari a circa 84 punti base. Sebbene i rendimenti siano cresciuti nella prima metà del 2018, i differenziali delle obbligazioni societarie sono rimasti significativamente inferiori (50-60 punti base) ai livelli osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

**Gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro hanno subito una correzione a fronte di crescenti tensioni commerciali.** Nel periodo in esame le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro

sono diminuite di circa il 2 per cento per effetto delle maggiori tensioni commerciali. Tuttavia, considerato il miglioramento generalizzato del contesto macroeconomico dell'area, le aspettative di utili societari consistenti hanno continuato a sostenere le quotazioni azionarie dell'area. Le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie statunitensi sono aumentate nel periodo in esame del 2,3 e dell'1,9 per cento rispettivamente. Nonostante le tensioni commerciali, le aspettative del mercato sulla volatilità azionaria futura sono rimaste relativamente modeste sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, dove su base annualizzata si sono ancora collocate a livelli (13,5 e 12,3 per cento rispettivamente) che risultano relativamente bassi in prospettiva storica.

**L'Eonia (euro overnight index average) si è mantenuto a circa -36 punti base nel periodo in rassegna.** La liquidità in eccesso è diminuita di circa 70 miliardi di euro, fino a raggiungere circa 1.817 miliardi, poiché l'impatto di assorbimento esercitato dall'aumento dei fattori autonomi netti e dal regolamento dei rimborsi volontari dei prestiti ricevuti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine ha più che compensato la liquidità fornita attraverso il proseguimento degli acquisti relativi al programma di acquisto di attività dell'Eurosistema<sup>1</sup>.

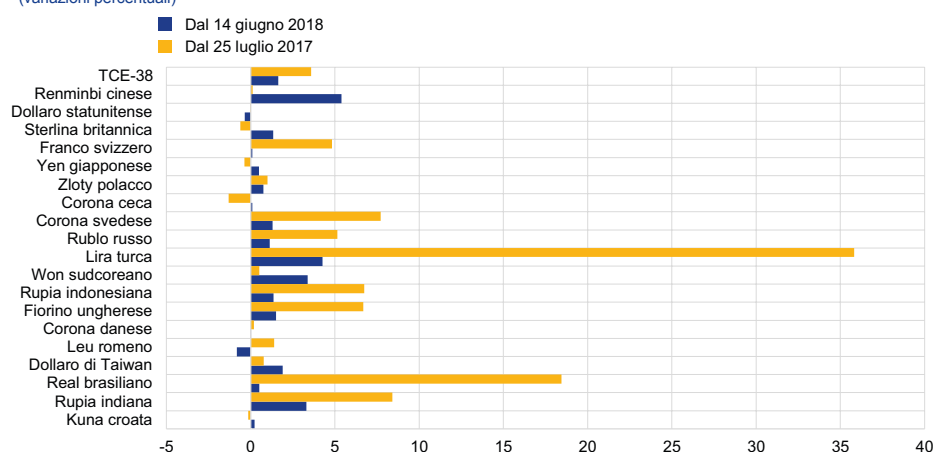
**La curva a termine dell'EONIA si è spostata verso il basso nel periodo in esame.** Gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso i tassi di interesse attesi per orizzonti temporali più lunghi. La curva permane al di sotto dello zero sugli orizzonti fino a ottobre 2020, riflettendo le aspettative di un prolungato periodo di tassi di interesse negativi da parte del mercato.

**Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è generalmente apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4).** Il tasso di cambio effettivo dell'euro

#### Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate utilizzando i tassi di cambio vigenti il 25 luglio 2018.

<sup>1</sup> A giugno 2018 le banche hanno volontariamente rimborsato circa 11 miliardi di euro concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II) e circa 3,5 miliardi relativi alla prima serie (OMRLT-I).

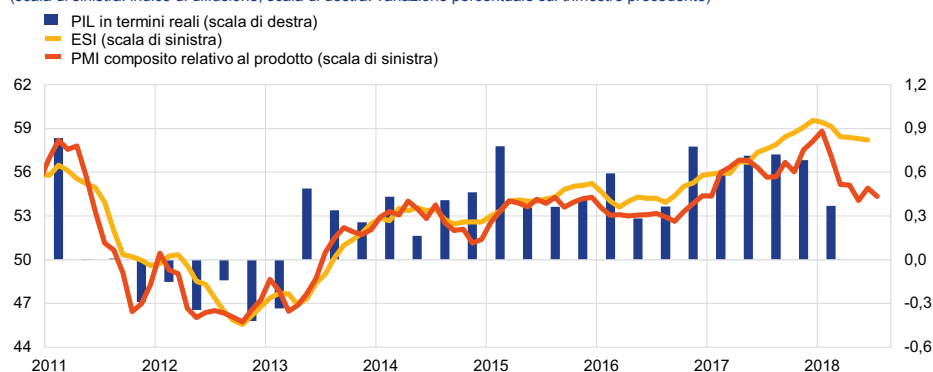
nei confronti delle divise di 38 dei maggiori importanti partner commerciali dell'area dell'euro si è rafforzato dell'1,6 per cento nel periodo in rassegna. In termini bilaterali l'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al dollaro statunitense, mentre si è apprezzato nei confronti di tutte le altre principali valute, incluso il renminbi cinese (del 5,4 per cento), la sterlina britannica (dell'1,3 per cento) e lo yen giapponese (dello 0,5 per cento), nel contesto dell'espansione economica in atto nell'area. Analogamente, l'euro si è rafforzato nei confronti delle divise degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, escluso il leu romeno, così come rispetto alle valute delle maggiori economie emergenti.

**Nonostante il rallentamento segnalato dai dati più recenti, dopo la fase di espansione molto vigorosa osservata nel 2017, ci si aspetta che la crescita robusta e generalizzata dell'area dell'euro prosegua.** Nel primo trimestre del 2018 il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,7 per cento nei cinque trimestri precedenti (cfr. grafico 5). La domanda interna e la variazione delle scorte hanno fornito un apporto positivo ai risultati del primo trimestre, mentre l'interscambio commerciale netto ha leggermente frenato la dinamica del PIL. Gli indicatori economici, e in particolare i risultati delle indagini, pur essendosi indeboliti nella prima metà dell'anno in corso, rimangono ancora su livelli molto elevati. Ciò indica nell'insieme la prosecuzione di una crescita economica robusta nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno. Il recente rafforzamento della crescita ha coinciso con una flessione più generalizzata della dispersione della crescita fra paesi dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 3).

### Grafico 5

PIL in termini reali nell'area dell'euro, indice del clima economico (ESI) e indice composito dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto (PMI)

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre 2018 per il PIL reale, a giugno 2018 per l'ESI e a luglio 2018 per il PMI.

**La crescita dell'occupazione è rimasta robusta nel primo trimestre.** Nel primo trimestre del 2018 la crescita dell'occupazione ha registrato un ulteriore incremento, dello 0,4 per cento sul periodo precedente, e si colloca a un livello dell'1,9 per cento superiore al massimo pre-crisi osservato nel primo trimestre del 2008. L'occupazione continua a crescere nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e in maniera generalizzata nei diversi settori di attività. Tenuto conto dell'incremento più recente, l'espansione cumulata dell'occupazione nell'area a partire dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2013 è pari a 8,4 milioni. Alla forte crescita occupazionale registrata durante la fase di espansione economica si è accompagnata la sostanziale stabilità delle ore medie lavorate per addetto, che riflette principalmente l'impatto di diversi fattori strutturali (ad esempio la consistente quota di lavoratori a tempo parziale sul totale degli occupati). Nel primo trimestre del 2018 la media di ore lavorate per addetto è lievemente diminuita, per

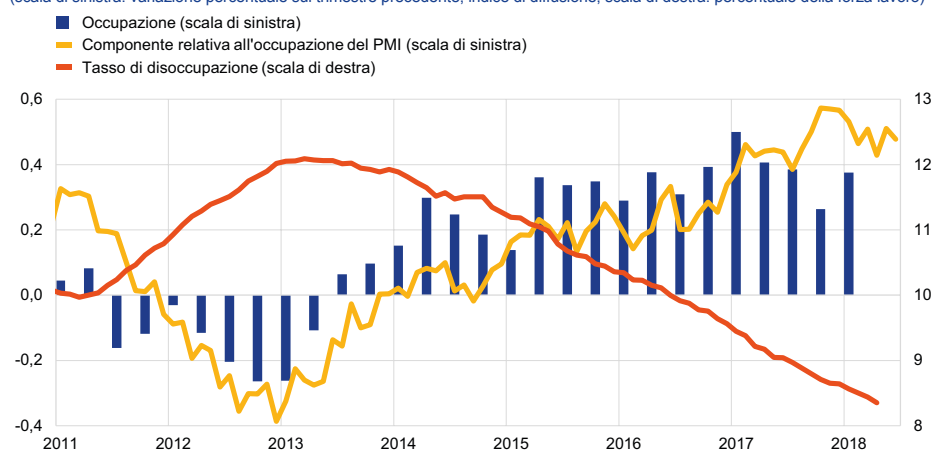
effetto, almeno in parte, di alcuni fattori temporanei quali assenze per malattia e scioperi<sup>1</sup>.

**In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano il perdurare del vigore del mercato del lavoro nei trimestri a venire.** Il tasso di disoccupazione complessiva dell'area ha registrato un ulteriore calo a maggio, collocandosi all'8,4 per cento (cfr. grafico 6), il livello più basso da dicembre 2008. Anche le misure più ampie del sottoutilizzo del lavoro hanno continuato a diminuire<sup>2</sup>. Gli indicatori delle indagini sono scesi lievemente rispetto ai precedenti livelli molto elevati, continuando tuttavia a segnalare il proseguire della crescita occupazionale nel secondo e terzo trimestre del 2018. In alcuni paesi e settori si è registrato un aumento dei segnali di carenza di manodopera.

### Grafico 6

Occupazione, componente relativa all'occupazione dell'indice composito dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto (PMI) e disoccupazione nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018 per l'occupazione, a luglio 2018 per il PMI e a maggio 2018 per la disoccupazione.

**L'incremento dei redditi delle famiglie ha sostenuto la crescita dei consumi privati.** Nel primo trimestre del 2018, la crescita su base annua del reddito disponibile reale delle famiglie è salita all'1,8 per cento, dall'1,5 del trimestre precedente. Nel medesimo periodo, i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento in termini congiunturali, dopo una crescita più debole nell'ultimo trimestre del 2017. Sembra che tale risultato rifletta una forte crescita dei consumi di servizi, mentre il consumo di beni sarebbe cresciuto a un ritmo più moderato rispetto al periodo precedente. Su base annua, i consumi sono aumentati dell'1,5 per cento nel primo trimestre del 2018, in lieve miglioramento rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno, quando erano aumentati dell'1,4 per cento. Tra l'ultimo trimestre

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 2 intitolato [Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro](#), nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 3 intitolato [Misure delle risorse inutilizzate nell'area dell'euro](#), nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

del 2017 e il primo del 2018, il tasso di variazione dei risparmi sui dodici mesi è cresciuto. Nel primo trimestre tuttavia, il tasso di risparmio, in base alla media mobile di quattro trimestri, è rimasto pressoché invariato sul 12 per cento, collocandosi su livelli leggermente superiori a quello minimo, pari all'11,9 per cento, registrato nell'ultimo trimestre del 2017.

**L'aumento dell'occupazione dovrebbe continuare a sostenere una solida crescita dei consumi privati.** Mentre i dati recenti sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano che la crescita congiunturale della spesa per consumi proseguirà nel secondo trimestre dell'anno, seppur su livelli leggermente inferiori, altri indicatori sono coerenti con il perdurare di una robusta dinamica dei consumi. Gli ultimi risultati delle indagini mostrano i miglioramenti in atto nel mercato del lavoro, che dovrebbero continuare a sostenere il reddito aggregato e, quindi, la spesa per consumi. Un tasso di disoccupazione più contenuto non solo aumenta il reddito di coloro che trovano un nuovo impiego, ma anche il reddito futuro atteso di coloro che sono già impiegati, per i quali il rischio di disoccupazione diminuisce. La ricchezza netta delle famiglie ha inoltre continuato ad aumentare a livelli sostenuti nel primo trimestre del 2018 e, quindi, a sostenere ulteriormente l'espansione dei consumi privati. Cumulativamente, questi fattori spiegano perché i livelli di fiducia dei consumatori restino elevati, prossimi al massimo storico raggiunto nel maggio del 2000. Per una rassegna più esaustiva dei recenti andamenti dei consumi, cfr. l'articolo 3 in questo numero del Bollettino.

**Gli indicatori di breve periodo continuano a segnalare una crescita solida degli investimenti, sebbene nel primo trimestre del 2018 questa abbia segnato un rallentamento.** L'aumento trimestrale degli investimenti dello 0,3 per cento, nel primo trimestre dell'anno in corso, è stato determinato dalla crescita dell'1,3 per cento degli investimenti in costruzioni, mentre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono diminuiti dello 0,5 per cento. Tale contrazione riflette principalmente il calo degli investimenti in impianti e mezzi di trasporto. Per quanto riguarda il secondo trimestre del 2018, gli indicatori di breve periodo anticipano il proseguimento della crescita, sebbene leggermente indebolita. Ad esempio, i dati mensili sulla produzione di beni di investimento ad aprile e maggio la collocano in media su un valore superiore dell'1 per cento al suo livello medio del primo trimestre del 2018, quando si era contratta del 2,1 per cento rispetto al periodo precedente. Il proseguimento della crescita degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni è inoltre indicato dalle condizioni del settore dei beni di investimento, tra cui la stabilità nel grado di utilizzo della capacità produttiva e negli ordinativi, e il livello della fiducia e della domanda che, nonostante siano in calo, rimangono sostenuti. Quanto agli investimenti in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile raccolti fino a maggio indicano che la crescita si protrarrà nel secondo trimestre del 2018, sebbene in leggero rallentamento. I dati desunti dalle indagini sul settore edile confermano sostanzialmente questo scenario.

**Gli investimenti dovrebbero continuare a espandersi a un ritmo sostenuto.** Gli investimenti sono tuttora sostenuti dalle prospettive favorevoli degli utili, dalla solidità della domanda, sia interna sia estera, e dalle condizioni di finanziamento accomodanti. I conti settoriali dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2018 indicano che i margini operativi (misurati dal rapporto tra margine operativo netto e

valore aggiunto) sono rimasti prossimi al livello più alto raggiunto dall'inizio del 2009. Nell'area dell'euro, inoltre, le aspettative sugli utili delle società quotate, sebbene in lieve calo, continuano a sostenere gli investimenti. Al contempo, è possibile che le incertezze riguardo all'attuazione di un aumento dei dazi abbiano già influenzato negativamente le decisioni di investimento. Per quanto riguarda gli investimenti nel settore delle costruzioni, gli indicatori più recenti segnalano che la dinamica degli investimenti in edilizia residenziale e non, nonostante un rallentamento, resta positiva. Ci si attende che l'incremento del reddito disponibile delle famiglie e le condizioni molto favorevoli di erogazione del credito continuino a favorire la domanda nel settore edile.

**All'inizio del secondo trimestre del 2018 la crescita dell'interscambio nell'area dell'euro è rimasta moderata.** Le esportazioni nominali di beni all'interno dell'area dell'euro ad aprile e maggio confermano il modesto ritmo della crescita del primo trimestre, con un calo, a maggio, dello 0,6 per cento sul mese precedente; le esportazioni sono diminuite verso quasi tutte le destinazioni all'esterno dell'area. Un calo particolare si è verificato nelle esportazioni verso il Regno Unito. Le importazioni nominali dell'area dell'euro sono aumentate ad aprile dell'1,5 per cento sul mese precedente e si sono mantenute stabili a maggio. Gli indicatori congiunturali per i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero mondiale e dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili a giugno e lasciano presagire per il prossimo trimestre una nuova moderazione delle esportazioni verso l'esterno dell'area; contemporaneamente ad aprile e maggio sono emersi segnali di miglioramento nei dati effettivi, quali i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero dei paesi esterni all'area.

**Nell'insieme, gli ultimi indicatori economici suggeriscono il protrarsi di una robusta dinamica espansiva.** Nonostante l'aumento relativamente marcato registrato a maggio, la produzione industriale (escluse le costruzioni) ad aprile e maggio si è collocata in media su un livello inferiore dello 0,2 per cento a quello registrato nel primo trimestre del 2018, quando era calata dello 0,6 per cento su base congiunturale. Le indagini più recenti segnalano una crescita forte e perdurante, sia pure a ritmi inferiori rispetto al 2017. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 54,7 nel secondo trimestre del 2018, rispetto al 57,0 nel periodo precedente, prima di scendere lievemente al 54,3 in luglio. Nel contempo l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è calato a 112,5 nel secondo trimestre da 114,0 nel primo (cfr. grafico 5). Entrambi gli indicatori si mantengono ben al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

**Tale rallentamento riflette una decelerazione dell'elevato ritmo di crescita osservato lo scorso anno e si deve principalmente a un indebolimento del commercio estero, combinato con l'aumento dell'incertezza e con alcuni fattori di natura temporanea, dal lato dell'offerta, a livello interno e mondiale.** Nel complesso, tuttavia, ci si attende che la crescita rimanga solida e generalizzata. Le misure di politica monetaria della BCE, che hanno agevolato la riduzione della leva finanziaria, dovrebbero continuare a offrire il proprio contributo alla domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dall'aumento della ricchezza delle famiglie e dall'incremento dell'occupazione in corso, a sua volta riconducibile in parte alle passate riforme del mercato del lavoro. Gli investimenti delle imprese continuano a

rafforzarsi per effetto delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e della solidità della domanda. Gli investimenti in edilizia residenziale continuano a migliorare. In aggiunta, l'espansione generalizzata a livello mondiale, che dovrebbe proseguire, sostiene le esportazioni dell'area dell'euro. I risultati dell'ultima indagine presso i previsori professionali della BCE ([ECB Survey of Professional Forecasters](#)), condotta agli inizi di luglio, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste al ribasso per il 2018 e il 2019 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di aprile. Il dato per il 2020 è rimasto invariato.

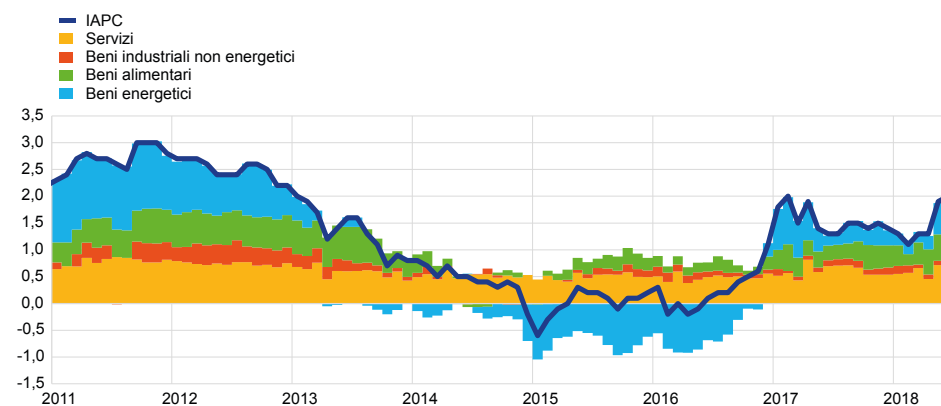
**È tuttora possibile valutare come sostanzialmente bilanciati i rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro.** Permangono rilevanti incertezze connesse a fattori di carattere globale, e in particolare alla minaccia del protezionismo. Occorre inoltre continuare a tenere sotto controllo il rischio di un persistente aumento della volatilità dei mercati finanziari.

**L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è salita al 2,0 per cento a giugno, dall'1,9 a maggio (cfr. grafico 7).** Tale incremento ha riflesso i contributi più elevati dell'inflazione dei prezzi energetici, alimentari e dei beni industriali non energetici, che hanno compensato il ridotto contributo dell'inflazione dei prezzi dei servizi.

### Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2018.

**Sebbene restino in generale contenute, le misure dell'inflazione di fondo si attestano al di sopra dei bassi livelli osservati in precedenza.** L'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari è diminuita toccando lo 0,9 per cento a giugno, dopo l'1,1 per cento di maggio. Ciò è in parte dovuto agli effetti di calendario ritardati della ricorrenza della Pasqua, che hanno contribuito in maniera significativa al comportamento volatile di questa misura dell'inflazione da marzo. Le stime dell'inflazione di fondo che mostrano maggiore robustezza nei confronti degli effetti di calendario della Pasqua sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi mesi. Ad esempio, l'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari e delle componenti volatili legate ai viaggi e all'abbigliamento è rimasta invariata all'1,0 per cento tra marzo e maggio ed è scesa solo lievemente allo 0,9 per cento a giugno.

**Le pressioni sui prezzi dei beni industriali non energetici dello IACP restano sostenute, con segnali di una maggiore pressione al rialzo nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi.** L'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari è rimasta stabile allo 0,5 per cento a maggio, invariata da febbraio 2018. Tale capacità di tenuta rispetto alle pressioni al ribasso derivanti dal forte apprezzamento dell'euro nel 2017 può riflettere l'impatto di compensazione del rafforzamento delle pressioni interne sui costi, nonché un maggior potere di determinazione dei prezzi da parte delle imprese. Vi sono anche timidi segnali di maggiori pressioni al rialzo nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi; ad esempio, la crescita dei prezzi all'importazione dei beni

intermedi era pari allo 0,9 per cento a maggio, in rialzo dal -0,8 per cento di aprile. Inoltre, la crescita dell'indice globale dei prezzi alla produzione (IPP), al netto del settore dell'energia, ha superato la media storica negli ultimi mesi. Per quanto riguarda i prezzi al consumo, i beni industriali non energetici dello IAPC hanno raggiunto lo 0,4 per cento a giugno, dallo 0,3 per cento di maggio e aprile.

**I recenti dati sulla crescita delle retribuzioni indicano una continua tendenza al rialzo dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2016.**

La crescita del reddito per occupato è passata dall'1,8 per cento nel quarto trimestre del 2017 al 2,0 per cento<sup>1</sup> nel primo trimestre del 2018, confermando la recente tendenza al rialzo. La crescita delle retribuzioni contrattuali è aumentata dall'1,5 per cento nel quarto trimestre del 2017 all'1,8 per cento nel primo trimestre del 2018 rimpiazzando lo slittamento salariale<sup>2</sup> come principale determinante dell'accelerazione della crescita delle retribuzioni effettive. In prospettiva, i recenti accordi salariali e l'ampliamento a vari settori della crescita delle retribuzioni sembrano confermare l'aspettativa di un ulteriore incremento della crescita di queste ultime. Complessivamente, i recenti andamenti della dinamica salariale sono in linea con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, man mano che iniziano a scemare altri fattori che hanno pesato sulla crescita delle retribuzioni, compresi la bassa inflazione passata e gli effetti ancora in corso delle riforme del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi. Si prevede che l'incremento della crescita delle retribuzioni indurrà pressioni al rialzo sui prezzi (cfr. il riquadro *Il ruolo dei salari nel rialzo dell'inflazione* in questo numero del Bollettino).

**Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. grafico 8).** Il 25 luglio il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,72 per cento. Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un ritorno graduale a livelli di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento. Tali misure continuano a indicare che il rischio di deflazione resta ben contenuto. Secondo i risultati dell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al terzo trimestre del 2018, le aspettative di inflazione si collocherebbero in media all'1,7 per cento nel 2018, nel 2019 e nel 2020. Rispetto all'edizione precedente, tali dati rappresentano una revisione al rialzo per il 2018 e il 2019, riconducibile all'andamento dei corsi petroliferi. Secondo la SPF le aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro sono rimaste stabili all'1,9 per cento.

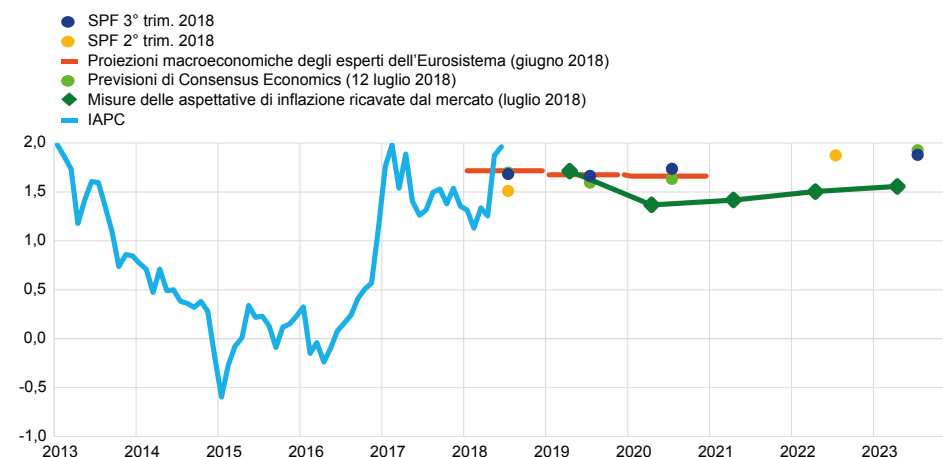
<sup>1</sup> Dati rivisti al rialzo dall'1,9 per cento.

<sup>2</sup> Lo slittamento salariale misura la differenza tra la crescita delle retribuzioni effettive percepite dai lavoratori e quella delle retribuzioni contrattuali.

## Grafico 8

### Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e Consensus Economics.

Note: la SPF per il secondo trimestre del 2018 è stata condotta tra il 4 e il 10 aprile 2018. La SPF per il terzo trimestre del 2018 è stata condotta tra il 2 e il 6 luglio 2018. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per l'inflazione ricavata dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 25 luglio 2018. Nella SPF per il secondo trimestre del 2018 le aspettative più a lungo termine si riferivano al 2022, mentre in quella per il terzo trimestre si riferivano al 2023.

**I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato ad accelerare ulteriormente nel primo trimestre del 2018.** Secondo l'indicatore della BCE dei prezzi degli immobili residenziali, nel primo trimestre del 2018 i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annua del 4,1 per cento, in rialzo dal 3,9 per cento del trimestre precedente, confermando un ulteriore rafforzamento e un ampliamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

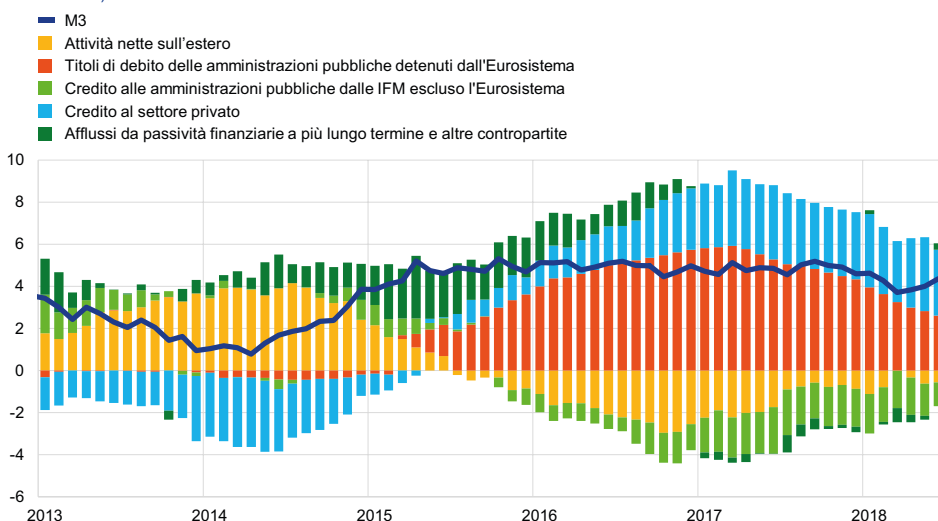
## 5 Moneta e credito

**La crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata a giugno.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 4,4 per cento, dal 4,0 per cento di maggio, dopo aver rallentato gradualmente tra il suo ultimo picco (5,2 per cento) a settembre 2017 e marzo 2018 (3,7 per cento) (cfr. grafico 9). L'impatto delle misure di politica monetaria della BCE, di una solida crescita economica e del basso costo opportunità di detenere i depositi più liquidi ha continuato a sostenere la crescita. Pertanto, M1 è rimasta la principale determinante dell'espansione di M3, con un tasso di crescita sui dodici mesi del 7,4 per cento in giugno, dopo un significativo incremento di 0,5 punti percentuali, al 7,5 per cento, a maggio.

### Grafico 9

#### Aggregato monetario M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; 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. Comprende pertanto le disponibilità dell'Eurosistema di titoli di debito nel contesto del programma di acquisto delle attività del settore societario. L'ultima rilevazione si riferisce a giugno 2018.

**La creazione di moneta nell'area dell'euro sembra essere sempre più in grado di autoalimentarsi.** Dal punto di vista delle contropartite, nonostante gli acquisti di titoli di debito pubblico da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) abbiano continuato a fornire il principale contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, tale contributo è diminuito (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 9). Ciò riflette la riduzione da 60 a 30 miliardi di euro, avvenuta a gennaio 2018, negli acquisti netti dell'Eurosistema relativi al suo programma di acquisto di attività. Il minore contributo alla crescita di M3 proveniente dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema è stato controbilanciato da un modesto incremento del contributo fornito dal credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 9). Questa contropartita include sia i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato sia le disponibilità delle IFM in titoli

di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Per contro, le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (escluso l'Eurosistema) hanno frenato l'espansione di M3 (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi del grafico 9). Infine, il contributo annuo delle attività nette sull'estero delle IFM si è mantenuto lievemente negativo nonostante un afflusso mensile a giugno, probabilmente riconducibile agli acquisti netti di titoli delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro da parte dei non residenti nell'area (cfr. l'area gialla degli istogrammi del grafico 9).

**Prosegue la ripresa della crescita dei prestiti.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è salito al 3,5 per cento a giugno, dal 3,3 per cento di maggio (cfr. grafico 10). Tale andamento è riconducibile ai prestiti alle società non finanziarie (SNF), il cui tasso di crescita sui dodici mesi è aumentato al 4,1 per cento dal 3,7 per cento di maggio. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è mantenuto stabile al 2,9 per cento, valore su cui si è attestato a partire da dicembre 2017. Nello specifico, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto su livelli contenuti nel confronto storico. Mentre la crescita dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni in termini netti è stata frenata dai rimborsi dei prestiti erogati nel periodo di forte espansione nel mercato dei mutui che ha preceduto la crisi finanziaria, l'erogazione di nuovi mutui si rivela più sostenuta (cfr. il riquadro *Andamenti dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

La ripresa della crescita dei prestiti è stata favorita dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), e dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se in alcuni paesi i crediti deteriorati permangono su livelli elevati e potrebbero limitare l'intermediazione finanziaria<sup>1</sup>.

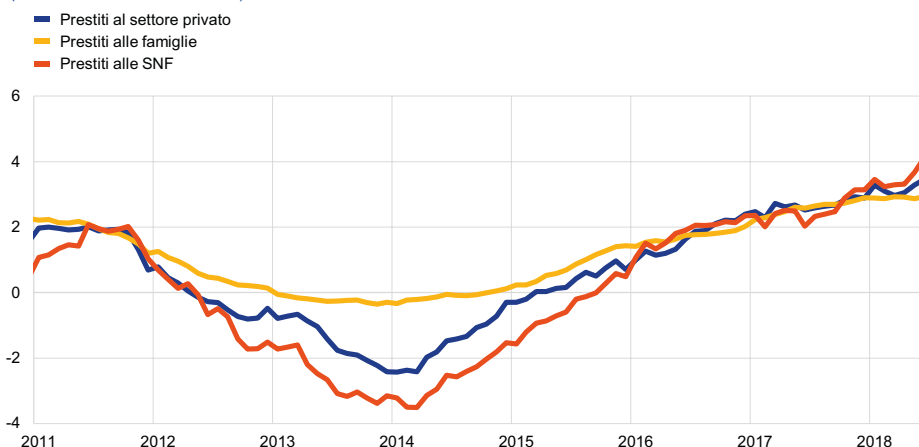
**L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2018 indica che l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta dall'allentamento dei criteri di offerta e dall'incremento della domanda per tutte le tipologie di prestiti nel secondo trimestre del 2018.** Secondo le banche interpellate, la pressione concorrenziale, la ridotta percezione del rischio legata al perdurare di una solida crescita dell'economia e il miglioramento del merito di credito dei prenditori hanno rappresentato fattori importanti nell'allentamento netto dei criteri di offerta. Le banche hanno inoltre segnalato un incremento netto della domanda in tutte le categorie di prestiti. Il livello generalmente basso di tassi di interesse, scorte e capitale circolante, l'attività di fusioni e acquisizioni, le prospettive favorevoli del

<sup>1</sup> Cfr. anche la sezione 3 del numero di maggio 2018 della *Financial Stability Review* della BCE.

## Grafico 10

### Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima rilevazione si riferisce a giugno 2018.

mercato immobiliare e la fiducia dei consumatori sono state determinanti importanti della domanda di prestiti. Secondo le risposte delle banche a un nuovo quesito, le quote di crediti deteriorati hanno contribuito a un irrigidimento dei criteri di offerta e di termini e condizioni in tutte le categorie di prestiti negli ultimi sei mesi. Tuttavia, rispetto al periodo tra il 2014 e il 2017, l'impatto dell'irrigidimento è generalmente diminuito, in linea con gli andamenti degli effettivi crediti deteriorati, e si prevede che diminuisca ulteriormente nei prossimi sei mesi. Negli ultimi sei mesi le quote dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche hanno influito sulle politiche di erogazione del credito principalmente attraverso il loro impatto su percezione del rischio, tolleranza al rischio e costo di risanamento dei bilanci.

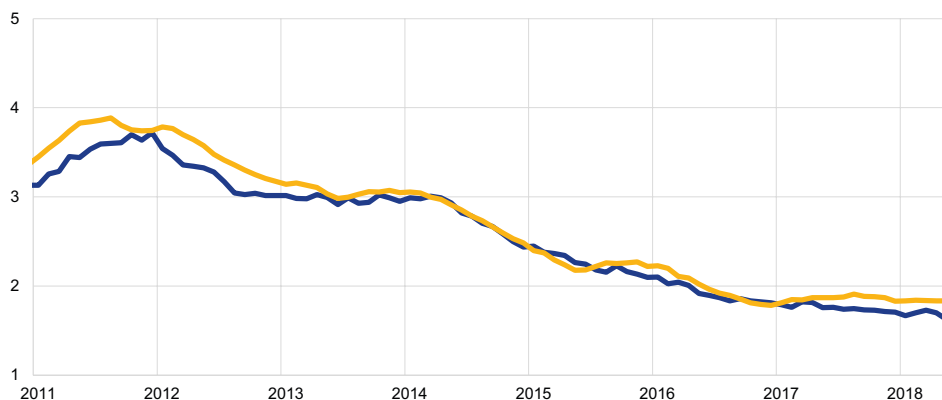
**I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF hanno registrato un nuovo minimo storico.** A maggio 2018 il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è sceso ulteriormente al nuovo minimo storico dell'1,62 per cento. Nel corso dello stesso mese, il tasso composito sui prestiti bancari per i mutui residenziali si è mantenuto stabile all'1,83 per cento, lievemente al di sopra del suo minimo storico dell'1,78 per cento registrato a dicembre 2016 (cfr. grafico 11). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti significativamente e in misura maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF incluse le piccole imprese (ipotizzando che prestiti di entità molto ridotta, fino a 250 mila euro, siano erogati principalmente alle piccole imprese) è stata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che erano stati più esposti alla crisi finanziaria. Ciò suggerisce una più uniforme trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti fra i vari paesi dell'area dell'euro e fra le imprese di diverse dimensioni.

### Grafico 11

#### Indicatore composito del costo dei prestiti bancari per le SNF e per le famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)

■ Per le società non finanziarie  
■ Per le famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2018.

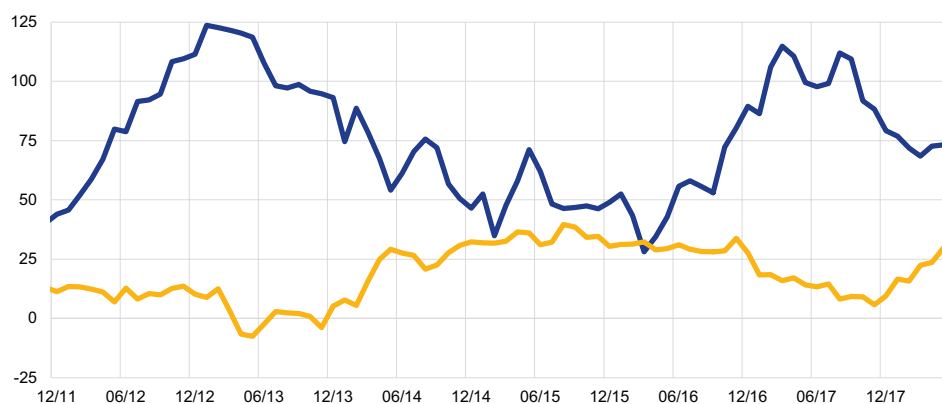
**Si stima che l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro sia aumentata ulteriormente nel secondo trimestre del 2018.** I dati BCE più recenti mostrano che su base netta, ad aprile e maggio 2018, il flusso totale di titoli di debito emessi dalle SNF si è mantenuto elevato e in linea con i livelli mensili registrati, in media, nel primo trimestre dell'anno (cfr. grafico 12). I dati di mercato suggeriscono un ulteriore rafforzamento dell'emissione di titoli di debito a giugno 2018. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF ad aprile e maggio è stata positiva e pari al flusso totale di azioni quotate nel primo trimestre del 2018.

### Grafico 12

#### Emissione netta di titoli di debito e azioni quotate da parte delle SNF dell'area dell'euro

(flussi annuali in miliardi di euro)

■ Titoli di debito  
■ Azioni quotate



Fonte: BCE.

Note: dati mensili basati su un periodo continuo di 12 mesi. L'ultima rilevazione si riferisce a maggio 2018.

**Si stima che il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro sia lievemente diminuito nel secondo trimestre del 2018.** Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, sia sceso lievemente, al 4,5 per cento circa, alla fine del secondo trimestre del 2018 e abbia registrato un ulteriore lieve calo a luglio. Il costo del finanziamento si colloca oggi circa 46 punti base al di sopra del minimo storico registrato nel luglio 2016, pur rimanendo considerevolmente al di sotto rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014. Nel secondo trimestre del 2018, le componenti del costo del finanziamento hanno evidenziato un lieve calo nel costo del capitale di rischio e un costo del debito sostanzialmente stabile, espresso come media ponderata del costo del credito bancario e di quello del debito sul mercato. Più di recente, il lieve calo nel costo del finanziamento previsto per luglio 2018 sembra riflettere una certa attenuazione sia nel costo del capitale di rischio sia, in misura minore, in quello del debito sul mercato.

# Riquadri

## 1 Squilibri in Cina: possibili rischi per la crescita da una flessione del mercato residenziale?

a cura di Thomas Nielsen

**Negli ultimi tempi l'economia della Cina ha svolto un ruolo chiave nella ripresa economica mondiale.** Con tassi di crescita superiori al 6,5 per cento negli ultimi cinque anni, il contributo medio della Cina alla crescita mondiale è stato pari a un terzo del totale. Meta di quasi il 7 per cento delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro, la Cina è inoltre diventata uno dei più grandi partner commerciali dell'area stessa. Se da un lato l'economia mondiale ha tratto beneficio dal vigore economico e dalla crescente rilevanza della Cina, d'altro canto una flessione avrebbe ampie ricadute sull'attività mondiale. Gli squilibri in Cina sono infatti considerati un importante fattore esterno di rischio al ribasso per l'area dell'euro e per l'economia mondiale<sup>1</sup>. Il mercato degli immobili residenziali potrebbe rivelarsi un catalizzatore per la concretizzazione di questo rischio.

**Il settore immobiliare e quello delle costruzioni valgono circa il 15 per cento del PIL della Cina, quindi una repentina contrazione del mercato degli immobili residenziali dopo un lungo periodo di espansione potrebbe avere importanti effetti avversi sull'economia.** Il settore immobiliare ha rappresentato una determinante fondamentale della vigorosa crescita della Cina nel 2017. Partendo da queste premesse, il presente riquadro delinea gli ultimi sviluppi nel mercato residenziale cinese e fornisce una stima dell'impatto che uno shock in questo settore potrebbe avere sull'economia del paese.

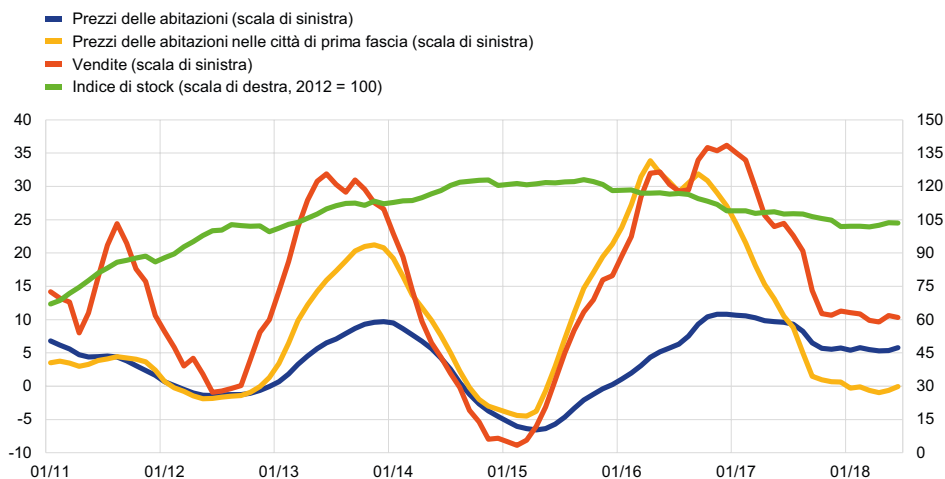
**Dopo un periodo di espansione senza precedenti durato due anni, il mercato residenziale cinese ha subito una moderazione.** Tra la fine del 2016 e la fine del 2017 i prezzi delle abitazioni in Cina sono cresciuti complessivamente del 10 per cento su base annua, con alcuni mercati primari che hanno toccato tassi di crescita sui dodici mesi superiori al 30 per cento. Questo ciclo espansivo ha contribuito al vigore della domanda interna e alla robusta ripresa dei prezzi alla produzione e dei prezzi delle materie prime. La crescita media dei prezzi delle abitazioni su base annua si è poi ridimensionata al 5 per cento circa fino a giugno 2018 e anche le vendite di immobili residenziali, che pure erano aumentate rapidamente a partire dalla metà del 2015, hanno evidenziato un calo rispetto ai picchi registrati in precedenza. Tuttavia, se confrontati con episodi passati in cui i prezzi delle abitazioni hanno subito correzioni importanti, gli attuali livelli dello stock di alloggi risultano più contenuti, sintomo di una necessità meno impellente di assorbire l'offerta in eccesso mediante concessioni sul prezzo. Analogamente, finora la contrazione di prezzi e vendite è apparsa in qualche misura meno marcata rispetto ai periodi di flessione registrati in passato (cfr. grafico A), potenzialmente rispecchiando anche un approccio meno restrittivo delle politiche nazionali.

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo [La crescita e il riequilibrio dell'economia cinese e le implicazioni per l'economia mondiale e dell'area dell'euro](#), nel numero 7/2017 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Prezzi, vendite e stock di abitazioni in Cina

(scala di sinistra: valori percentuali sui dodici mesi; scala di destra: indice)



Fonti: CEIC, Wind ed elaborazioni della BCE.

Note: gli stock sono calcolati sottraendo le vendite di abitazioni dal numero di nuove abitazioni in costruzione. Le città di prima fascia sono le città cinesi di maggiori dimensioni, vale a dire Pechino, Guangzhou, Shanghai e Shenzhen. Le osservazioni più recenti si riferiscono a giugno 2018.

**Mentre in generale in Cina la crescita dei prezzi delle abitazioni è stata sostanzialmente in linea con la crescita dei redditi, i mercati dell'edilizia residenziale nelle città cinesi di maggiori dimensioni hanno intrapreso un andamento diverso, evidenziando valutazioni sproporzionatamente elevate.**

Nelle cosiddette città cinesi di prima fascia (Pechino, Guangzhou, Shanghai e Shenzhen) la crescita dei prezzi delle abitazioni negli ultimi dieci anni ha ampiamente superato la crescita dei redditi. Ne consegue che in queste città l'aumento dei prezzi delle abitazioni in rapporto al reddito appaia comparabile agli aumenti osservati in Giappone nei primi anni '90, così come negli Stati Uniti e nell'Unione europea prima della crisi finanziaria mondiale, che da ultimo si sono rivelati insostenibili (cfr. grafico B). Se da un lato l'acquisto di immobili nelle città di prima fascia è spesso considerato un investimento finanziario a basso rischio, lo scarto esistente tra i prezzi delle abitazioni e la crescita dei redditi potrebbe indicare che i prezzi si sono effettivamente discostati dai fondamentali. D'altro canto, i prezzi delle abitazioni nelle città di prima fascia (che rappresentano i centri politici, finanziari e manifatturieri della Cina) potrebbero risultare sbilanciati verso l'alto per via della domanda di alloggi riconducibile a soggetti ad alto reddito provenienti da varie zone della Cina e non solo ad abitanti della zona.

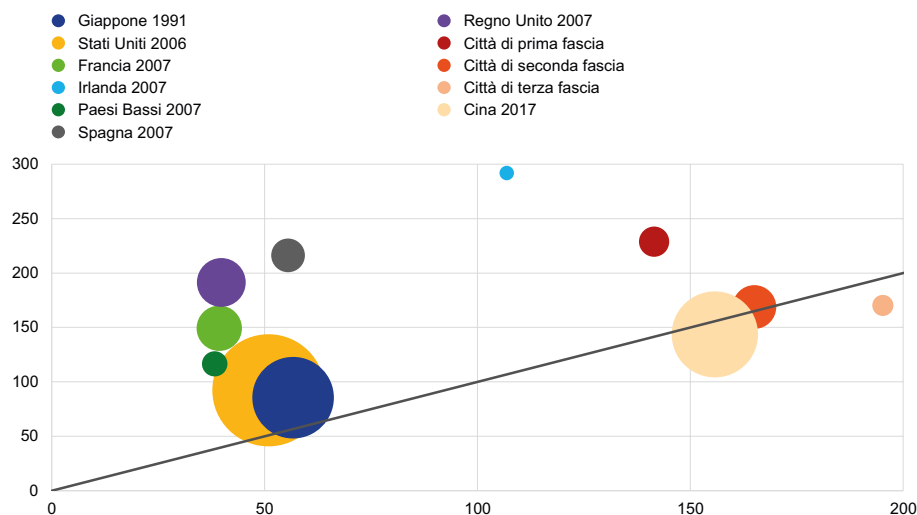
**Alcuni segmenti del settore immobiliare potrebbero ingenerare un inasprimento delle condizioni finanziarie.** I significativi aumenti dei prezzi delle abitazioni registrati negli ultimi anni si sono associati a un considerevole indebitamento per beni immobili, anche proveniente dall'estero. A breve i costruttori si troveranno ad affrontare notevoli esigenze di rifinanziamento. Il debito delle famiglie cinesi è salito fino a raggiungere il 48 per cento del PIL, un livello comparabile a quello dei paesi ad alto reddito, rendendole vulnerabili all'aumento dei tassi di interesse. Pur in presenza di una volontà da parte delle autorità cinesi di ridurre la leva finanziaria nell'economia, se le condizioni finanziarie si inasprissero i prenditori

fortemente indebitati potrebbero fronteggiare pressioni di bilancio. Inoltre, alla luce del fatto che le vendite di terreni hanno rappresentato una fonte di finanziamento importante per le amministrazioni locali, un significativo rallentamento del mercato immobiliare metterebbe sotto pressione i bilanci delle stesse.

## Grafico B

### Aumento dei prezzi delle abitazioni in rapporto alla crescita del reddito nelle città cinesi di prima fascia

(variazioni percentuali, dieci anni prima del picco ovvero ultimi dati disponibili; asse delle ascisse: variazione del reddito; asse delle ordinate: variazione nel prezzo delle abitazioni)



Fonti: CEIC, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: i rapporti sono calcolati per il decennio precedente l'anno indicato. La grandezza dei cerchi è proporzionale alla quota del PIL mondiale di ciascun paese o fascia di città alla fine del decennio. Le città di prima fascia sono le città cinesi di maggiori dimensioni, vale a dire Pechino, Guangzhou, Shanghai e Shenzhen. Le città di seconda e di terza fascia sono città della provincia cinese, di minori dimensioni.

### Un marcato calo del mercato dell'edilizia residenziale potrebbe avere ricadute rilevanti sull'economia cinese, con possibili effetti di propagazione a livello mondiale.

Una simulazione basata su un modello<sup>2</sup> che ipotizza un calo dei prezzi delle abitazioni pari al 6 per cento e una riduzione delle vendite di abitazioni pari al 32 per cento per un periodo di quattro trimestri (percentuali in linea con la flessione del mercato immobiliare registrata nel 2008-2009) indica che il PIL della Cina scenderebbe di un valore prossimo al 2 per cento in termini cumulati su cinque trimestri rispetto allo scenario di base (cfr. grafico C). A fronte di condizioni finanziarie più distese, invece, l'impatto cumulato sulla crescita del PIL sarebbe lievemente più

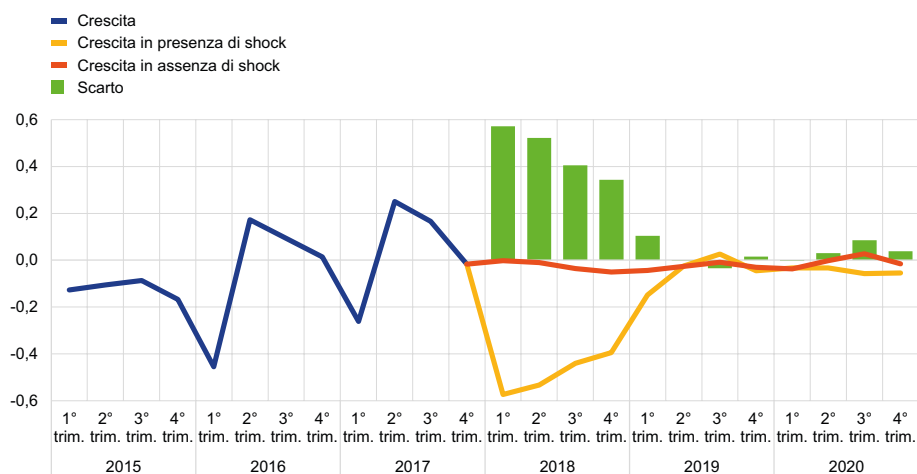
<sup>2</sup> Un modello vettoriale autoregressivo bayesiano identificato tramite restrizioni di segno viene stimato sulla base di dati trimestrali che vanno dal primo trimestre del 2001 al quarto trimestre del 2017, utilizzando il Bayesian Estimation, Analysis and Regression (BEAR) [toolbox](#). Vengono individuati quattro shock: alla domanda aggregata, alla domanda per effetto della politica monetaria, alla domanda di abitazioni e all'offerta di abitazioni. Le variabili incluse nel modello sono la crescita del PIL (espressa come deviazione dalla crescita potenziale), la percentuale di attività del mercato immobiliare sul totale dell'attività (al fine di distinguere fra shock alla domanda di abitazioni e shock alla domanda aggregata), l'aumento dei prezzi delle abitazioni e l'aumento delle superfici vendute. Per misurare le variazioni delle condizioni finanziarie viene utilizzato un indice apposito. Indicatori dell'attività economica mondiale e dei prezzi delle materie prime vengono inclusi nel modello come variabili esogene per dar conto del possibile impatto di circostanze esterne. Tutte le variabili sono misurate in termini di variazioni sul trimestre precedente. Lo shock simulato potrebbe ad esempio derivare da politiche abitative troppo rigide in essere da troppo tempo, aventi un impatto negativo sia sulla domanda sia sull'offerta di abitazioni.

contenuto, pari all'1,6 per cento. Tuttavia, un calo della fiducia potrebbe amplificare ulteriormente tali effetti. Un rallentamento del PIL cinese potrebbe avere effetti di propagazione non irrilevanti sull'economia mondiale e sull'area dell'euro<sup>3</sup>.

### Grafico C

#### Impatto sul PIL di uno shock immobiliare temporaneo

(deviazione percentuale dalla crescita del prodotto potenziale, sul trimestre precedente)



Fonte: elaborazioni della BCE.

**Una correzione di portata nazionale nel mercato immobiliare avrebbe un impatto economico notevole, ma per il momento è più probabile che forti correzioni dei prezzi delle abitazioni si verifichino a livello locale.** Il rischio di una correzione nel mercato degli immobili residenziali è più evidente per le città di prima fascia, che tuttavia rappresentano meno del 10 per cento del mercato residenziale cinese nel suo complesso. Inoltre, una solida crescita del reddito e il processo di urbanizzazione in atto seguitano a fornire sostegno alla parte più rilevante della domanda di abitazioni in Cina. Le politiche sono altresì cambiate, in quanto nell'intervenire sul mercato residenziale viene posta maggiore attenzione agli elementi del contesto locale. Ciononostante, alcuni rischi fondamentali permangono. Una brusca correzione nelle città di prima fascia potrebbe portare a un più ampio inasprimento delle condizioni finanziarie. Inoltre, l'attuale campagna contro l'eccesso di indebitamento potrebbe mettere sotto pressione finanziaria una serie di imprese altamente indebitate, e ciò potrebbe frenare l'edilizia. Ancor più importante, una rivalutazione del futuro potenziale di crescita della Cina potrebbe avere ricadute negative sulla domanda di abitazioni, recando danno alle entrate delle amministrazioni locali e alla loro capacità di assicurare il servizio del debito.

<sup>3</sup> Cfr. "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 206, BCE, febbraio 2018.

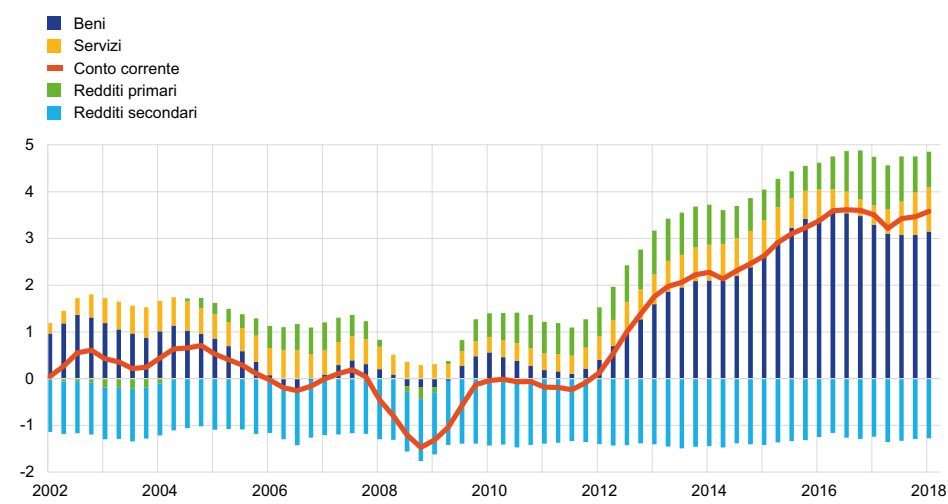
a cura di Michael Fidora

**Il saldo di conto corrente dell'area dell'euro si è collocato sul livello storicamente alto del 3,6 per cento del PIL nel corso dell'anno fino al primo trimestre del 2018, lievemente al di sopra del 3,5 per cento del PIL registrato l'anno precedente (cfr. grafico A).** Il lieve aumento nell'avanzo delle partite correnti, tuttavia, nasconde significativi cali sia nell'avanzo dei beni (di 0,2 punti percentuali del PIL) sia in quello dei redditi primari (di 0,3 punti percentuali del PIL), che sono stati poco più che compensati da un aumento dell'avanzo dei servizi (di 0,5 punti percentuali del PIL).

### Grafico A

#### Principali componenti del saldo di conto corrente dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, somme mobili di quattro trimestri)



Fonte: BCE.

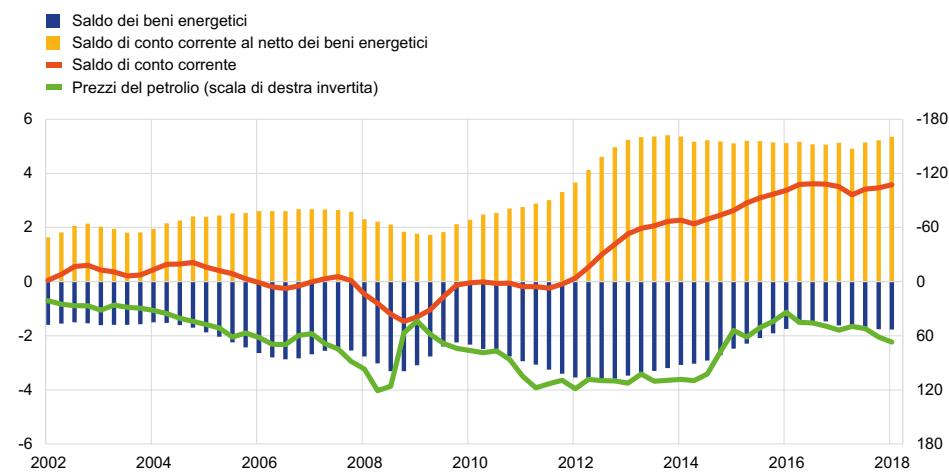
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2018.

**Tuttavia, vi sono segnali di stabilizzazione del saldo di conto corrente, anche se a livelli elevati, dovuti in gran parte agli andamenti del ciclo dei corsi petroliferi (cfr. grafico B).** L'avanzo delle partite correnti ha raggiunto un livello record, lievemente al di sopra del suo livello attuale, nel terzo trimestre del 2016. Questo picco ha coinciso con un minimo storico del disavanzo dei beni energetici alla fine del 2016, dovuto ai valori minimi toccati dai corsi petroliferi nei mesi precedenti. Da allora, il saldo dei prodotti energetici ha subito un peggioramento di 0,3 punti percentuali del PIL. Questo, unito a un lieve calo degli avanzi dei beni non energetici e dei redditi primari, ha più che compensato l'aumento dell'avanzo dei servizi nello stesso periodo. Osservando gli andamenti del commercio dei beni energetici nel lungo periodo, si nota che sia la stabilizzazione dei corsi petroliferi dopo il 2012 sia il loro successivo calo dal 2014 alla fine del 2015, in effetti, hanno ridotto il disavanzo dei prodotti energetici di circa 2 punti percentuali del PIL e pertanto spiegano interamente la crescita dell'avanzo delle partite correnti nello stesso periodo. Il saldo di conto corrente dell'area dell'euro, esclusa la componente energetica, a sua volta, si è mantenuto notevolmente stabile a partire dal 2013.

## Grafico B

### Saldo dei beni energetici, saldo di conto corrente al netto dei beni energetici e corsi petroliferi

(in percentuale del PIL, somme mobili di quattro trimestri, dollari al barile)



Fonti: BCE ed Eurostat

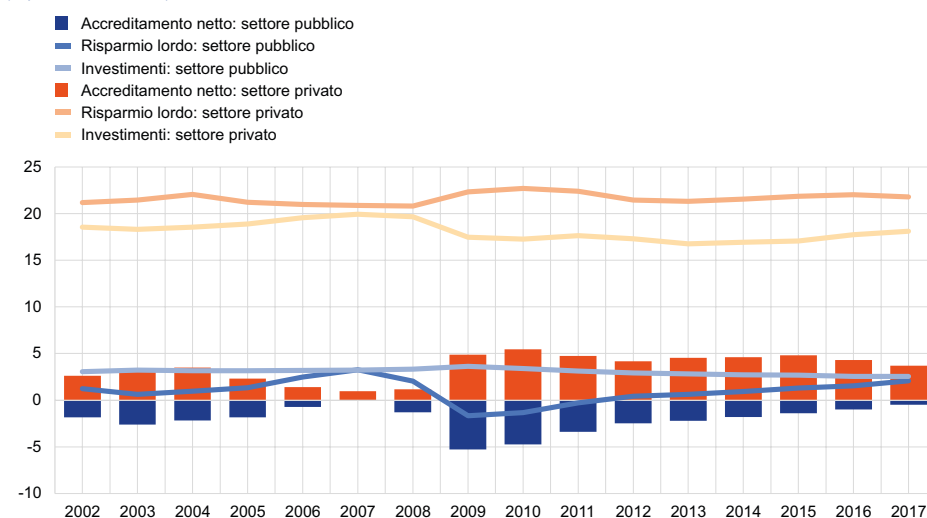
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2018.

**Da una prospettiva di risparmi/investimenti, la stabilizzazione dell'avanzo delle partite correnti riflette ampiamente una riduzione dell'accREDITAMENTO netto del settore privato, che è tuttavia compensato da un aumento del risparmio del settore pubblico (cfr. grafico C).** Dall'inizio della ripresa economica, nel 2013, si è assistito a una stabile, seppur lenta, ripresa degli investimenti del settore privato, mentre il risparmio lordo del settore privato si è stabilizzato solo nel 2016 e ha iniziato a diminuire nel 2017. Di conseguenza, l'accREDITAMENTO netto del settore privato è diminuito sia nel 2016 sia nel 2017. Tale andamento, tuttavia, è stato ampiamente compensato da un'ulteriore riduzione dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dovuta agli sforzi di consolidamento fiscale in corso in diversi paesi.

## Grafico C

### Risparmio lordo e investimenti dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

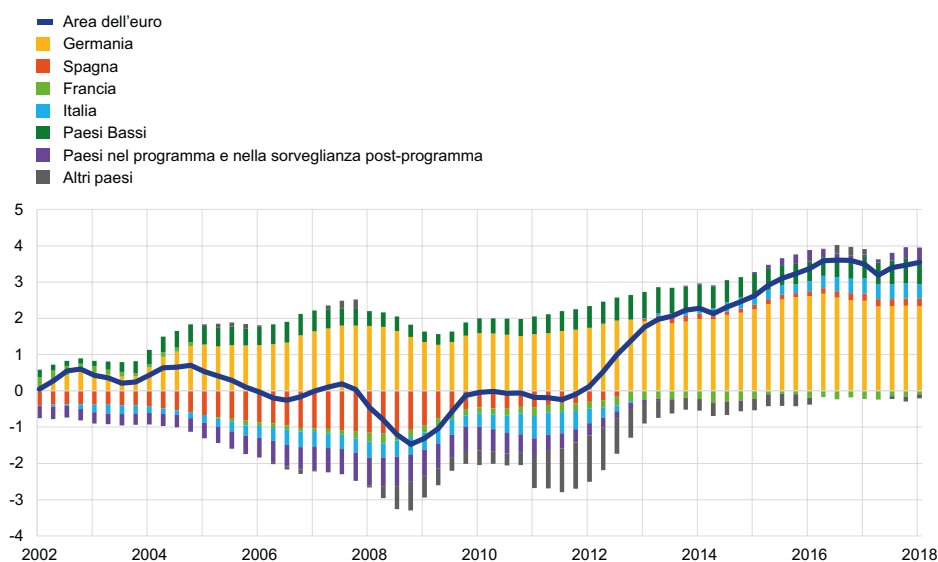
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2017.

**Dalla prospettiva degli squilibri dell'area dell'euro, la stabilizzazione dell'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro riflette, in qualche misura, la correzione degli squilibri di conto corrente dei paesi dell'area (cfr. grafico D).** In effetti, dall'inizio del 2016, il contributo della Germania all'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro si è ridotto di circa 0,3 punti percentuali del PIL dell'area stessa. Tale andamento è in contrasto con l'ulteriore aumento, nello stesso periodo, dell'avanzo delle partite correnti dei Paesi Bassi (di circa 0,2 punti percentuali del PIL dell'area dell'euro) che è stato però ampiamente compensato da una riduzione degli avanzi delle partite correnti di altre economie dell'area dell'euro. Al tempo stesso, in termini aggregati, i paesi sotto programma e sotto la sorveglianza post-programma hanno continuato a registrare ulteriori miglioramenti, di circa 0,2 punti percentuali del PIL, nei loro saldi di conto corrente.

### Grafico D

#### Saldo di conto corrente dell'area dell'euro e di alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, somme mobili di quattro trimestri)



Fonte: BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2018.

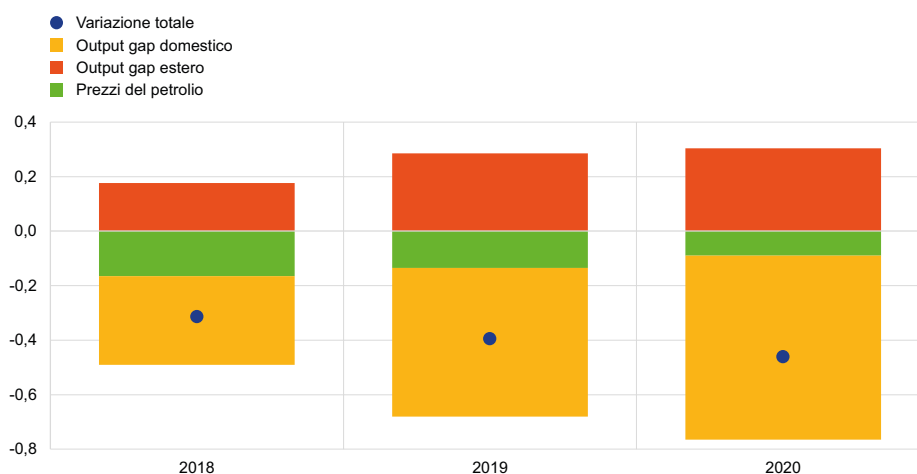
**Attualmente, la posizione ciclica dell'area dell'euro, unita al recente aumento dei corsi petroliferi, dovrebbe sostenere ulteriormente la stabilizzazione del saldo di conto corrente.** La posizione ciclica più debole dell'area dell'euro rispetto ai suoi maggiori partner commerciali continua a gravare sulla domanda di importazioni dell'area, mentre sostiene la domanda estera di esportazioni dell'area. Ciò conduce a un aumento temporaneo dell'avanzo commerciale dell'area dell'euro e, pertanto, del suo saldo di conto corrente. In effetti, si ritiene che una frazione dell'avanzo delle partite correnti di circa 0,1 punti percentuali del PIL sia dovuta alla posizione ciclica dell'area dell'euro rispetto ai suoi maggiori partner commerciali, sulla base delle elasticità standard disponibili nella letteratura empirica. Ciò comporterebbe una riduzione dell'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro di circa 0,1 punti percentuali del PIL nel medio termine se gli output gap dell'area e dei suoi maggiori partner commerciali dovessero convergere. Un'analoga frazione di circa 0,1 punti percentuali del PIL dell'avanzo delle partite correnti può a sua

volta essere attribuita alla deviazione dei corsi petroliferi rispetto al loro andamento tendenziale. Di conseguenza, il saldo di conto corrente corretto per il ciclo economico dell'area dell'euro è di circa 0,2 punti percentuali al di sotto del suo livello attuale<sup>1</sup>.

### Grafico E

Simulazione della variazione del saldo di conto corrente dovuta agli andamenti previsti dell'output gap e dei corsi petroliferi

(punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE, FMI e stime degli esperti della BCE.

Note: I calcoli si basano sulle previsioni macroeconomiche di giugno 2018 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'output gap domestico e su quelle dell'FMI nell'edizione di aprile 2018 del World Economic Outlook per l'output gap estero.

### In futuro, il processo di riequilibrio in corso nell'area dell'euro e gli andamenti del ciclo economico dell'area uniti alle fluttuazioni dei corsi petroliferi dovrebbero contribuire a ridurre l'avanzo delle partite correnti (cfr. grafico E).

Le previsioni dei corsi petroliferi (che delineano un notevole aumento nel 2018 e un nuovo lieve calo nel restante periodo dell'orizzonte previsivo verso un livello prossimo al loro andamento tendenziale) indicano, in base alle elasticità standard, una riduzione dell'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro che si attesta fra 0,1 e 0,2 punti percentuali del PIL entro la fine del 2020. Al tempo stesso, nell'area dell'euro la diminuzione dell'output gap negativo, divenuto positivo nel 2018 e di cui sono previsti ulteriori aumenti nei prossimi anni, dovrebbe portare a un aumento della domanda di importazioni e pertanto ridurre l'avanzo delle partite correnti dell'area. Sulla base di elasticità standard, l'impatto dovrebbe oscillare fra 0,3 punti percentuali del PIL nel 2018 e 0,7 punti percentuali del PIL entro la fine del 2020. Tuttavia, l'effetto del progressivo miglioramento dell'output gap nell'area dell'euro è compensato in parte, anche se non del tutto, da un miglioramento simile ma meno pronunciato dell'output gap mondiale, che si prevede aggiungerà fino a 0,3 punti percentuali del PIL alla domanda estera dell'area dell'euro, sostenendo pertanto l'avanzo delle partite correnti. A seguito dell'azione di queste due forze contrapposte,

<sup>1</sup> Queste stime si basano su elasticità standard del saldo di conto corrente rispetto all'output gap (espresso in termini relativi rispetto a quello del resto del mondo) e ai corsi petroliferi (interagiti con il saldo dei beni energetici), rispettivamente. Le stime oscillano fra 0,4 e 0,5 per la prima e fra 0,5 e 0,6 per la seconda, come per esempio in Phillips et al., "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper 13/272*, 2013, e Zorell, N., "Large net foreign liabilities of euro area countries", *Occasional Paper Series*, n. 198, BCE, 2017.

l'effetto combinato dei corsi petroliferi e del ciclo economico porterebbe a una riduzione dell'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro che si collocherebbe fra 0,3 punti percentuali del PIL nel 2018 e 0,5 entro la fine del 2020. Tali effetti sono in linea con le previsioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in giugno 2018, che includono una diminuzione dell'avanzo delle partite correnti di circa 1 punto percentuale del PIL nello stesso orizzonte; ciò indicherebbe che anche fattori strutturali, oltre a quelli ciclici, contribuirebbero a una riduzione del saldo di conto corrente.

## Sincronizzazione della crescita nei paesi dell'area dell'euro

a cura di Jaime Martinez-Martin, Lorena Saiz e Grigor Stoevsky

### Il grado di sincronizzazione del ciclo economico, sia nell'ambito dell'area dell'euro sia tra quest'ultima e il resto del mondo, è un quesito di ricerca rilevante.

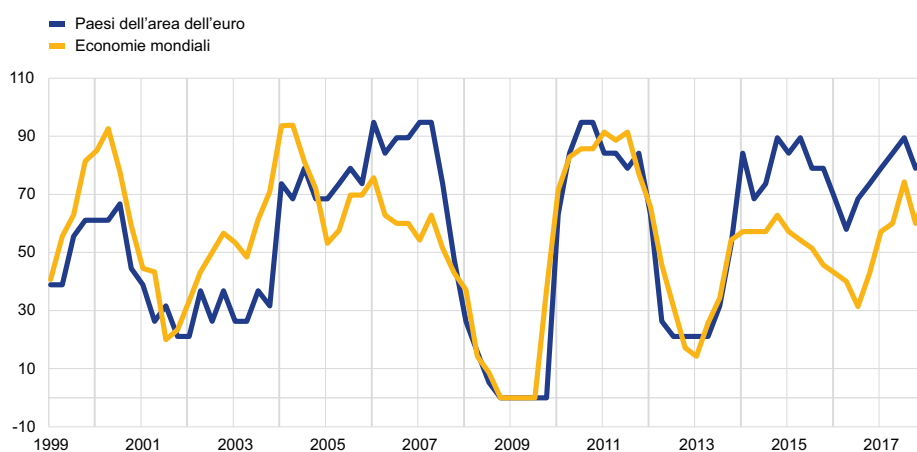
Per quel che riguarda l'area dell'euro, secondo l'ipotesi dell'area valutaria ottimale (AVO)<sup>1</sup> endogena, il grado di sincronizzazione del ciclo economico tra i paesi partecipanti dovrebbe aumentare nel tempo con il consolidamento dell'integrazione finanziaria e commerciale. L'esposizione dei singoli paesi a shock idiosincratici dovrebbe quindi ridursi, incrementando l'efficacia di una politica monetaria unica. In questo contesto, il riquadro presenta e analizza diverse misure della sincronizzazione del ciclo economico sia all'interno dell'area dell'euro sia da una prospettiva mondiale.

**Con il rafforzamento delle relazioni commerciali e finanziarie, le dinamiche di crescita positive degli ultimi anni si sono estese alla maggior parte dei paesi dell'area e delle economie mondiali (cfr. grafico A).** Tra il 2014 e il 2016 la quota mondiale dei paesi con una crescita in via di rafforzamento si è ridotta, in parte in seguito all'impatto negativo dei bassi corsi petroliferi sui paesi produttori di petrolio. Tuttavia, dalla seconda metà del 2016, la quota di paesi con dinamiche di crescita in via di miglioramento è salita e, attualmente, oltre la metà dei paesi dell'area dell'euro evidenzia un rinvigimento delle dinamiche economiche. Ciò ha coinciso con l'ampliamento della crescita economica che ha avuto inizio nel 2013<sup>2</sup>.

### Grafico A

Quota di paesi con crescita corrente del PIL superiore alla media degli ultimi tre anni

(dati trimestrali, valori percentuali)



Fonti: OCSE, Eurostat, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: il calcolo è basato sui tassi di crescita trimestrali del PIL in termini reali sul periodo corrispondente. L'area dell'euro è costituita dai 19 Stati membri della UE attualmente partecipanti (i dati per Malta sono disponibili dal 2001). Le economie mondiali comprendono 34 paesi e l'aggregato dell'area dell'euro, che insieme costituiscono oltre l'84 per cento del PIL mondiale in termini di PPA.

In particolare, nel gruppo sono inclusi: area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Bulgaria, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Croazia, Danimarca, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Israele, Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sud Africa, Svezia, Svizzera, Taiwan, Thailandia, Turchia e Ungheria. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018.

<sup>1</sup> Frankel, J. A. e Rose, A. K., "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *The Economic Journal*, vol.108, n. 449, 1998, pagg. 1009-1025.

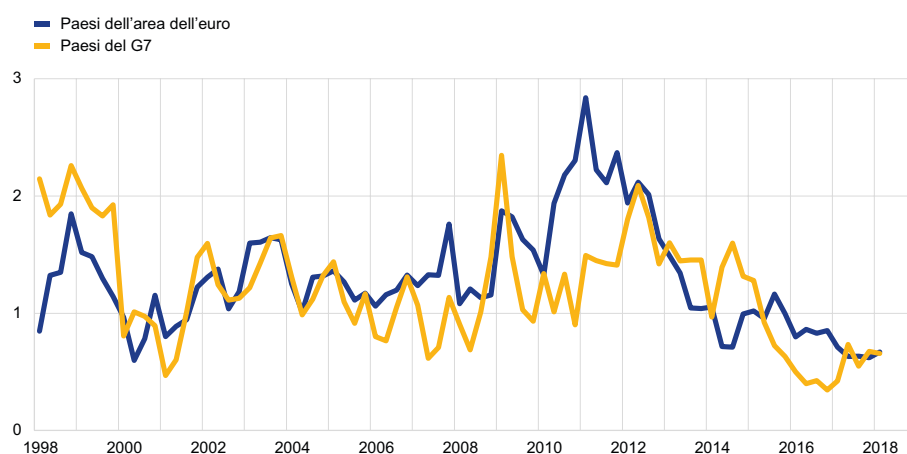
<sup>2</sup> Cfr. il riquadro *La maggiore diffusione della crescita economica nell'area dell'euro*, nel n. 1/2017 di questo Bollettino.

**Il recente rafforzamento della crescita ha coinciso con una riduzione generalizzata della dispersione dei tassi di crescita tra i paesi dell'area dell'euro e nelle economie avanzate (G7, cfr. grafico B).** Tra i paesi dell'area dell'euro, la volatilità della crescita è stata molto elevata all'indomani della crisi finanziaria internazionale e durante la crisi del debito sovrano. In virtù di ciò, l'impatto degli shock è stato molto diversificato tra i vari paesi. Per contro, il recente calo della dispersione dei tassi di crescita tra i paesi dell'area dell'euro ha coinciso in larga parte con una riduzione della frammentazione delle condizioni di finanziamento all'interno dell'area, agevolata dalle misure di politica monetaria della BCE.

### Grafico B

#### Dispersione dei tassi di crescita trimestrali del PIL in termini reali

(dati trimestrali, valori percentuali)



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la dispersione della crescita nell'area dell'euro è misurata come deviazione standard ponderata della crescita del PIL in termini reali sull'anno precedente nei 19 paesi dell'area a eccezione dell'Irlanda (esclusa per evitare distorsioni dell'analisi dovute all'elevata volatilità del PIL irlandese). La dispersione della crescita nelle economie avanzate, approssimata dal gruppo del G7 (Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti), è rappresentata dalla deviazione standard non ponderata della crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali per tali paesi. L'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2018.

#### Una misura diretta della correlazione conferma un incremento della sincronia fra i paesi dell'area dell'euro nel biennio 2016-2017 (cfr. grafico C).

La misura della correlazione<sup>3</sup> per l'area dell'euro<sup>4</sup> indica che il grado di sincronizzazione del ciclo economico è decisamente aumentato in corrispondenza della crisi finanziaria mondiale per tutti i gruppi di paesi considerati. Tra i paesi dell'area dell'euro, e tra le economie avanzate in generale, le correlazioni hanno raggiunto il culmine durante la crisi finanziaria, per poi scendere gradualmente nel periodo della ripresa. Tuttavia, questa misura evidenzia una rinnovata tendenza all'aumento della sincronizzazione tra i paesi dell'area dell'euro nel corso del 2017. Negli ultimi due decenni, la sincronizzazione è stata maggiore tra le cinque economie principali dell'area dell'euro rispetto a un gruppo più ampio costituito da 17 paesi dell'area, sebbene in quest'ultimo insieme di paesi la sincronizzazione sia aumentata sensibilmente nel corso del 2017<sup>5</sup>.

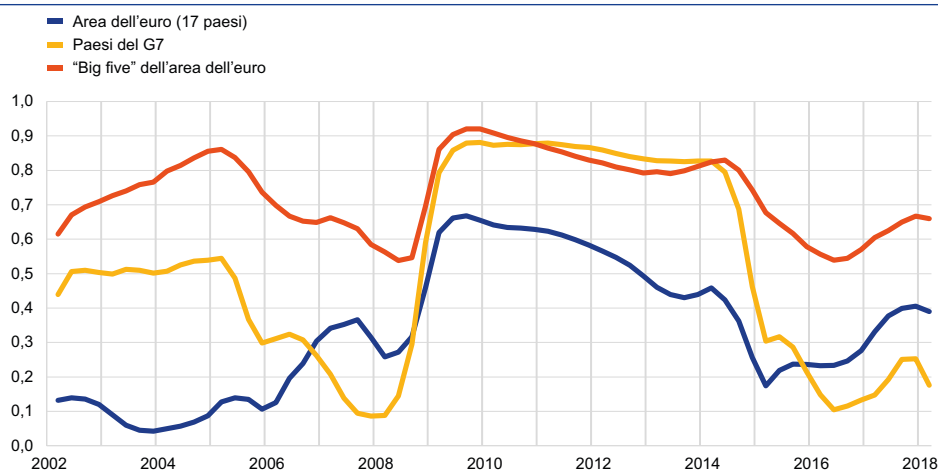
<sup>3</sup> Cfr. Stock, J. e Watson, M., "The Evolution of National and Regional Factors in U.S. Housing Construction", in *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honour of Robert F. Engle*, a cura di. Bollerslev, T., Russell, J. e Watson, M., Oxford University Press, 2008.

<sup>4</sup> Per ragioni di disponibilità dei dati, l'analisi si concentra solo su Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

<sup>5</sup> È necessario tenere a mente che queste misure non segnalano i fattori sottostanti all'attuale elevato livello di sincronia tra i paesi dell'area dell'euro.

## Grafico C

### Correlazioni del ciclo economico tra i paesi dell'area dell'euro e i paesi del G7



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la misura della correlazione del ciclo economico è data dalla media ponderata delle correlazioni a coppie tra paesi della crescita del PIL in termini reali, secondo l'approccio di Stock e Watson (2008). Le correlazioni a coppie sono state calcolate su una finestra mobile di cinque anni. Per l'area dell'euro vengono presi in considerazione due diversi raggruppamenti: l'"area dell'euro" (che comprende tutti i paesi dell'area con l'eccezione di Malta e Irlanda per ragioni di disponibilità dei dati) e i paesi dell'area dell'euro denominati "big five" (ovvero le cinque maggiori economie dell'area). Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018.

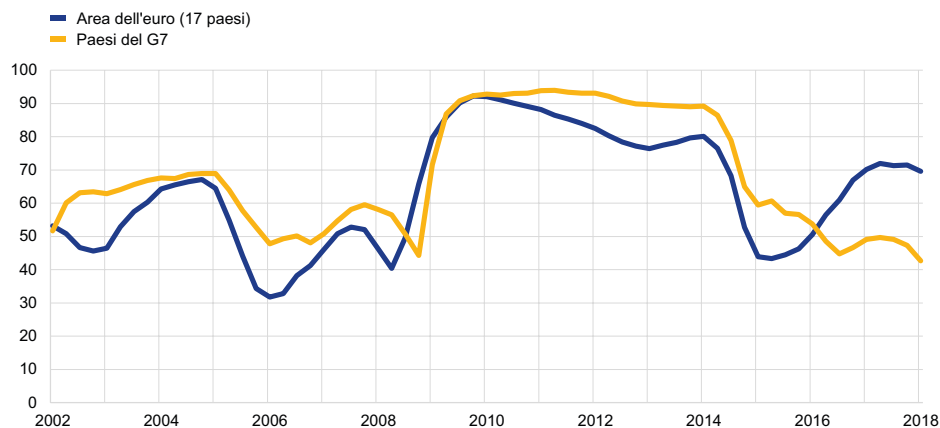
**L'incremento della sincronizzazione appare altresì evidente se si considera che una quota considerevole della variazione della crescita del PIL nei paesi dell'area dell'euro è determinata da un fattore comune (cfr. grafico D).** La

componente comune giustifica, in media, oltre il 65 per cento della varianza della crescita del PIL nei paesi dell'area dell'euro e nelle economie mondiali avanzate (G7). Tuttavia, la quota determinata dal fattore comune ha registrato un brusco aumento durante la crisi finanziaria, a causa della recessione sincronizzata. È degno di nota il fatto che, nell'area dell'euro, la sincronizzazione rilevata da questa misura è tornata a salire negli ultimi anni. Questa tendenza è in contrasto con quella osservata nei paesi del G7, per cui vi sono minori evidenze dell'esistenza di un fattore comune alla base della recente varianza della crescita del PIL tra paesi.

## Grafico D

### Contributo relativo del fattore comune alla varianza della crescita del PIL in termini reali

(percentuale della varianza complessiva)



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la quota della varianza della crescita del PIL in termini reali determinata da un fattore comune, stimata su una finestra mobile di cinque anni. Il fattore comune è approssimato dalla prima componente principale dei tassi trimestrali di crescita del PIL sul periodo corrispondente. L'area dell'euro comprende tutti i paesi dell'area dell'euro a eccezione di Malta e Irlanda per ragioni di disponibilità dei dati. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018.

**Nel complesso, le evidenze segnalano un livello relativamente elevato di sincronizzazione della crescita tra i paesi dell'area dell'euro.** Il recente rafforzamento delle dinamiche espansive in una più ampia quota di economie mondiali e dell'area dell'euro ha coinciso con una riduzione generalizzata della volatilità nelle maggiori economie mondiali interessate da tale fenomeno. L'aumento della sincronizzazione a livelli relativamente alti registrato tra i paesi dell'area dell'euro nell'ultimo periodo è confermato sia dall'indice di correlazione sia dall'elevata quota stimata della varianza della crescita del PIL determinata da un fattore comune.

a cura di José Emilio Gumiel ed Elke Hahn

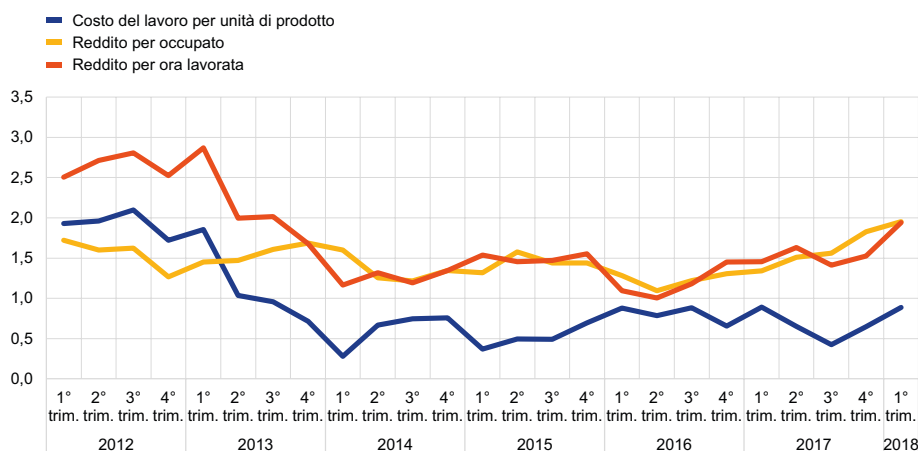
**Nelle previsioni e proiezioni attuali, l'aumento del costo del lavoro è considerato un importante presupposto per un incremento durevole dell'inflazione di fondo.**

Tuttavia, da qualche tempo, i segnali forniti da diversi indicatori del costo del lavoro sono contrastanti. Negli ultimi due anni la crescita salariale misurata in termini di reddito per occupato o per ora lavorata si è chiaramente rafforzata a fronte di una sostanziale stabilità della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, ovvero la crescita salariale corretta per l'effetto della crescita della produttività (cfr. grafico A). Ciò impone la necessità di identificare gli indicatori del costo del lavoro che forniscono un segnale rilevante in merito alla trasmissione all'inflazione di fondo e alle prospettive per quest'ultima. Il presente riquadro si propone di far luce su tale questione attraverso l'analisi della trasmissione di due diverse tipologie di impulso macroeconomico, ossia alcuni tipi di shock dal lato dell'offerta e della domanda nel contesto del New Area-Wide Model, e attraverso il confronto tra i risultati di questa analisi e gli andamenti osservati nel passato recente<sup>1</sup>.

### Grafico A

#### Reddito per occupato/per ora lavorata e costo del lavoro per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Generalmente, uno shock negativo dal lato dell'offerta nel mercato del lavoro produce un aumento dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto, ma riduce i margini di profitto nel breve periodo.** Il grafico B mostra l'impatto sul deflatore del PIL, una misura dell'inflazione di fondo, e sulle sue componenti, di uno shock dal lato dell'offerta nel mercato del lavoro<sup>2</sup> nel contesto del New Area-Wide Model. Lo shock dal lato dell'offerta comporta un aumento dei salari e accresce

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sul New Area-Wide Model, cfr. Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", Working Paper Series, n. 944, BCE, ottobre 2008. Un'analisi simile può essere condotta con un'ampia gamma di altri modelli.

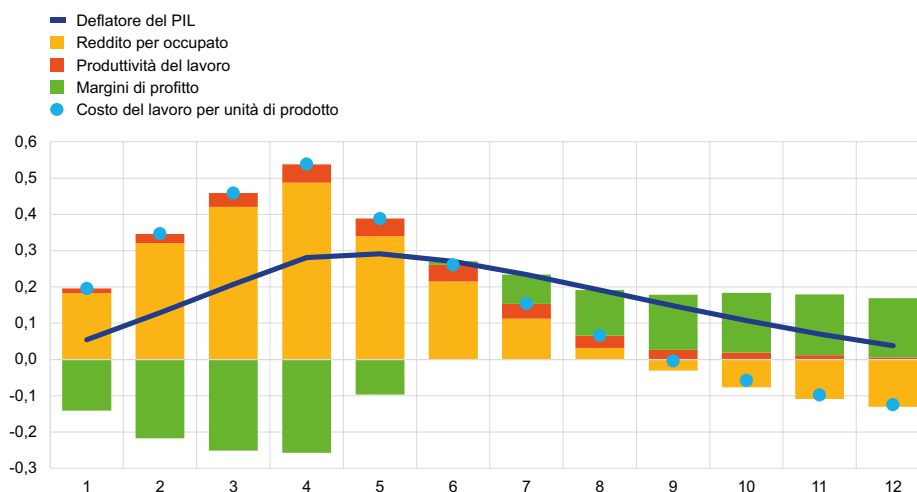
<sup>2</sup> Nello specifico, lo shock dal lato dell'offerta si riferisce a quello del mark-up salariale nel New Area-Wide Model. Tale shock coglie le frizioni nella fissazione dei salari, ad esempio l'impatto delle riforme strutturali, o le non linearità come la rigidità al ribasso dei salari.

pertanto i costi sostenuti dalle aziende e i prezzi. Ciò produce un calo della domanda, del prodotto e dell'occupazione. Il calo dell'occupazione è generalmente più esiguo rispetto a quello del PIL, il che implica una flessione della produttività del lavoro<sup>3</sup>. Tale flessione si aggiunge all'accumulo di pressioni sui prezzi derivante dai salari e, oltre all'aumento di questi ultimi, implica anche un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. Poste dinanzi a una curva della domanda con andamento discendente e a rigidità nella determinazione dei prezzi, le aziende trasmettono gli incrementi dei costi ai prezzi solo parzialmente e gradualmente, lasciando che i margini di profitto agiscano da cuscinetto. Gli andamenti osservabili delle reazioni allo shock dal lato dell'offerta evidenziano pertanto un aumento dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto, il cui impatto sulle pressioni inflazionistiche è in parte attenuato dal calo dei margini di profitto.

### Grafico B

#### Trasmissione stilizzata dell'aumento dei salari al deflatore del PIL in seguito a uno shock dal lato dell'offerta nel New Area-Wide Model

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



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse delle ascisse indica i trimestri successivi allo shock. Lo shock dal lato dell'offerta si riferisce a uno shock del mark-up salariale nel New Area-Wide Model. Per ulteriori informazioni sul modello, cfr. Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008. L'entità dello shock è normalizzata a un aumento cumulato del reddito per occupato pari all'1 per cento nel corso del primo anno successivo allo shock. Si presume che le imposte indirette al netto dei sussidi reagiscano in misura proporzionale al PIL in termini reali secondo un andamento che esclude il contributo di tale componente alle variazioni del deflatore del PIL. Nel New Area-Wide Model i salari e la produttività sono definiti in termini di occupati.

**Il profilo di reazione di salari e costi del lavoro per unità di prodotto in seguito a uno shock dal lato della domanda è qualitativamente diverso rispetto al caso in cui lo shock si verifichi dal lato dell'offerta.** Il grafico C mostra gli effetti sul deflatore del PIL e sulle sue componenti di uno shock dal lato della domanda<sup>4</sup> nel New Area-Wide Model. Lo shock dal lato della domanda induce l'aumento della produzione

<sup>3</sup> Ciò vale per l'occupazione misurata sia in termini di occupati che di ore lavorate, sebbene per queste ultime la correzione sia generalmente maggiore, poiché più agevole e, pertanto, il calo della produttività del lavoro sia inferiore.

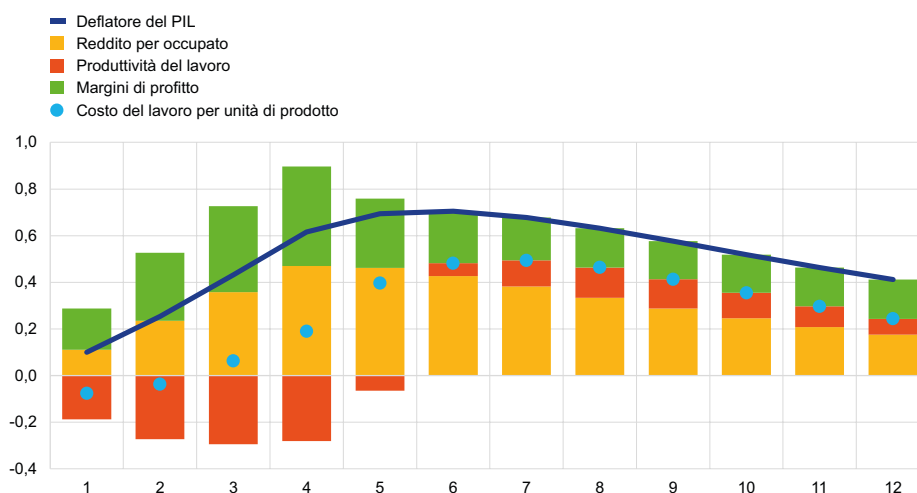
<sup>4</sup> Nel New Area-Wide Model lo shock dal lato della domanda corrisponde allo shock del premio per il rischio interno. Tale shock riflette il divario tra il tasso di interesse controllato dall'autorità monetaria e il rendimento richiesto dalle famiglie nel momento in cui prendono le decisioni di spesa, e influisce sia sui consumi che sugli investimenti. Un esempio di shock del premio per il rischio è l'aumento dell'incertezza nell'economia.

e della domanda di input di capitale e di lavoro, determinando l'incremento sia dei salari che dell'occupazione. Di nuovo, l'impatto sull'occupazione è più contenuto rispetto a quello sul PIL e, nel caso di uno shock positivo dal lato della domanda, determina una ripresa della produttività del lavoro con un effetto frenante sui costi del lavoro per unità di prodotto<sup>5</sup>. In considerazione delle prospettive favorevoli per la domanda, le aziende possono trasferire l'aumento dei costi sui prezzi, in modo che l'incremento di produttività e il suo impatto al ribasso sui costi del lavoro per unità di prodotto siano riassorbiti dai margini di profitto. Nel caso dello shock dal lato della domanda, pertanto, i salari segnano un rialzo, ma i costi del lavoro per unità di prodotto sono inizialmente frenati e aumentano solo con un certo ritardo. Le reazioni sono differenti nel caso di uno shock dal lato dell'offerta, laddove la crescita dei salari, amplificata dalla perdita di produttività, determina un incremento immediato dei costi del lavoro per unità di prodotto (a scapito dei margini di profitto). In sostanza, l'analisi evidenzia che l'origine dello shock rileva per la trasmissione degli andamenti salariali ai prezzi. Nel caso di uno shock dal lato della domanda, le pressioni al rialzo sui prezzi nella fase iniziale sono segnalate correttamente solo dal reddito per occupato, mentre gli andamenti relativi al costo del lavoro per unità di prodotto nei primi trimestri forniscono segnali persino contraddittori.

### Grafico C

#### Trasmissione stilizzata dell'aumento dei salari al deflatore del PIL in seguito a uno shock dal lato della domanda nel New Area-Wide Model

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



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse delle ascisse indica i trimestri successivi allo shock. Nel New Area-Wide Model lo shock dal lato della domanda si riferisce allo shock del premio per il rischio interno. Per ulteriori informazioni su questo modello, cfr. Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008. L'entità dello shock è normalizzata a un aumento cumulato del reddito per occupato pari all'1 per cento nel corso del primo anno successivo allo shock. Si presume che le imposte indirette al netto dei sussidi reagiscano in misura proporzionale al PIL in termini reali secondo un andamento che esclude il contributo di tale componente alle variazioni del deflatore del PIL. Nel New Area-Wide Model i salari e la produttività sono definiti in termini di occupati.

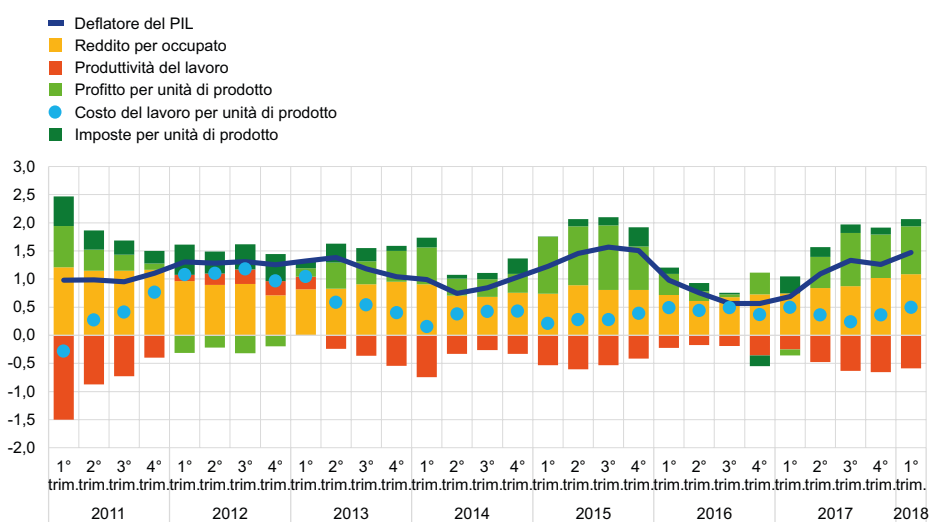
**La configurazione degli andamenti relativi alle componenti del deflatore del PIL nel corso degli ultimi due anni riproduce quella di una ripresa dei salari e del deflatore del PIL maggiormente legata a fattori dal lato della domanda.** In quel periodo, il rialzo

<sup>5</sup> Come nel caso precedente, ciò vale per salari e occupazione misurati sia in termini di occupati che di ore lavorate. Anche in questo caso, la correzione in termini di ore lavorate è in genere più marcata, implicando una reazione più modesta dei salari e una reazione maggiore dell'occupazione, con un aumento più lento della produttività del lavoro misurata in termini di ore lavorate.

del tasso di crescita del deflatore del PIL si è verificato in un contesto di ampliamento dei salari e dei margini di profitto, sostenuto da un aumento della produttività del lavoro che ha rallentato e persino temporaneamente diminuito l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. grafico D). Come osservato in precedenza, tale andamento ricalca sostanzialmente le condizioni che si verificano dopo uno shock dal lato della domanda. Gli incrementi del reddito per occupato osservati dovrebbero pertanto essere interpretati come segnali di pressioni al rialzo sui prezzi; l'inversione di tendenza e la ripresa della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto registrate di recente, inoltre, sembrano in linea con le condizioni che si verificano nel caso di uno shock più maturo dal lato della domanda, nel quale il costo del lavoro per unità di prodotto segue l'aumento del reddito per occupato con un certo ritardo.

### Grafico D Deflatore del PIL e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**In conclusione, l'analisi avvalorata il concetto presente nelle attuali previsioni e proiezioni secondo cui la più vigorosa dinamica salariale determinerà pressioni al rialzo sui prezzi.** La configurazione delle componenti del deflatore del PIL ricalca quella di una ripresa dei salari maggiormente legata a fattori dal lato della domanda. Ciò risulta in linea con la crescita sostenuta del prodotto e dell'occupazione osservata negli ultimi trimestri e implica che l'incremento dell'espansione salariale (anziché quello relativamente stabile del costo del lavoro per unità di prodotto) riflette il segnale concernente le pressioni al rialzo esercitate dai costi sull'inflazione di fondo<sup>6</sup>. Tale concetto rafforza la recente attenzione alla crescita salariale vista come preconditione per l'aumento dell'inflazione e determina l'importanza della maggiore fiducia nell'espansione delle retribuzioni, confermata, ad esempio, dai dati più recenti relativi ai salari contrattuali e dalla natura generalizzata dell'aumento della dinamica salariale nei diversi settori e paesi.

<sup>6</sup> Si noti che, come osservato in precedenza, qualora retribuzioni e occupazione fossero considerate in termini di ore lavorate anziché di occupati, la reazione dei salari sarebbe più contenuta. Pertanto, il segnale rivelatore rappresentato dalla crescita dell'espansione salariale è rafforzato dal fatto che non è aumentato soltanto il reddito per occupato, ma anche quello per ora lavorata.

## 5 Andamenti dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro

a cura di Ramón Adalid e Matteo Falagiarda

**Nonostante le condizioni finanziarie molto favorevoli, la ripresa dell'attività economica e la dinamicità dei mercati degli immobili residenziali, negli ultimi anni i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno mostrato un tasso di crescita contenuto<sup>1</sup>.** Nel primo trimestre del 2018 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato al 2,8 per cento, dopo essere cresciuto gradualmente da valori di poco superiori allo 0 per cento del 2014 (cfr. la linea rossa del grafico Aa). Nell'analizzare gli andamenti dei prestiti, tuttavia, occorre ricordare che i dati sui tassi di crescita sono di solito riportati in termini netti: i prestiti di nuova erogazione e i rimborsi relativi ai prestiti già emessi sono considerati congiuntamente poiché le statistiche sulle voci di bilancio sono elaborate a partire dai dati delle consistenze. La lunga durata dei mutui ipotecari fa sì che i rimborsi abbiano un impatto durevole sui dati netti, in particolare dopo un periodo espansivo, rendendo di conseguenza più arduo individuare quale sia la dinamica prevalente. A partire da questa considerazione, il presente riquadro illustra i risultati di un approccio di portafoglio simulato che scompone i flussi netti distinguendo fra erogazioni di nuovi prestiti e rimborsi di prestiti già in essere. Esaminare le due componenti separatamente offre una visuale più chiara degli andamenti attuali dei prestiti<sup>2</sup>.

**Negli ultimi anni la crescita netta dei prestiti è stata frenata sempre di più dai rimborsi, questo ha celato il dinamismo crescente dell'erogazione di nuovi mutui.** Nel primo trimestre del 2018 i rimborsi hanno fornito un contributo negativo al tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni pari a circa -8 punti percentuali, a fronte dei -6 punti percentuali registrati appena prima della fase espansiva (area ombreggiata blu del grafico Aa). In altre parole, se da quel tempo il contributo dei rimborsi fosse rimasto costante, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni risulterebbe attualmente più elevato di due punti percentuali. Ci si attende che tale contributo negativo aumenti ulteriormente, raggiungendo il punto di massimo presumibilmente nel 2022, quando i rimborsi ridurranno la crescita netta dei prestiti di circa 3,5 punti percentuali in più rispetto a quanto avvenuto nel periodo precedente la fase espansiva (tale stima si basa sull'ipotesi che, negli anni a venire, le consistenze continuino a crescere al ritmo attuale). Si stima che l'erogazione di nuovi prestiti attualmente stia contribuendo per circa 11 punti percentuali alla crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (area ombreggiata gialla

<sup>1</sup> La definizione "prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni" indica i prestiti che servono a finanziare investimenti in abitazioni per uso proprio o per locazione (inclusi fabbricati e interventi di ristrutturazione) oppure l'acquisto di terreni. I prestiti compresi in questa categoria possono essere coperti da vari tipi di titoli o garanzie, anche se non obbligatoriamente. Nel presente riquadro, per brevità, le definizioni "prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni" e "mutui ipotecari" sono utilizzate come sinonimi.

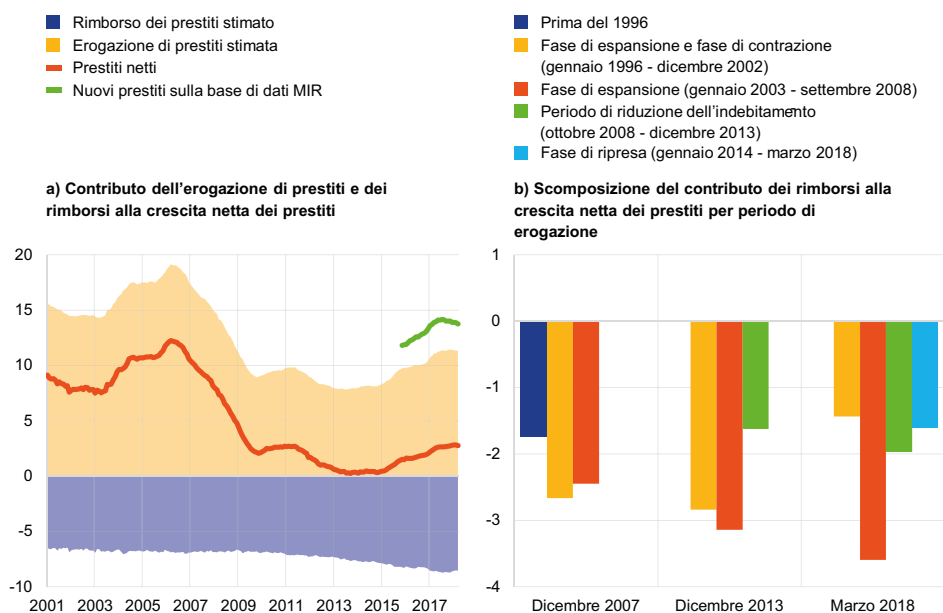
<sup>2</sup> I dettagli tecnici della metodologia sono illustrati in Adalid, R. e Falagiarda, M., "How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

del grafico Aa). Le stime sugli andamenti recenti dell'erogazione di prestiti sono in linea con i nuovi dati sulle "erogazioni effettive" pubblicati dalla BCE nelle statistiche sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie e monetarie (MIR) (linea verde del grafico Aa). Si tratta dei dati più affini, fra quelli disponibili, al fenomeno di erogazione di nuovi prestiti, in quanto forniscono informazioni su questi ultimi al netto delle rinegoziazioni statistiche. Tali dati, tuttavia, comprendono ancora alcune operazioni che, da un punto di vista economico, possono essere considerate rinegoziazioni (ad esempio, i prestiti rinegoziati che danno origine a un trasferimento verso un'altra banca e le surroghe). Ciò spiega perché il contributo delle "erogazioni effettive" sia lievemente più elevato rispetto a quello fornito dall'erogazione di prestiti stimata<sup>3</sup>.

## Grafico A

### Crescita netta, erogazione e rimborso dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(a – tasso di crescita sui dodici mesi e contributi in punti percentuali al tasso di crescita sui dodici mesi; b – contributi in punti percentuali al tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono corretti per cessioni e cartolarizzazioni. I prestiti corretti che risalgono a prima del 2015 sono costruiti allocando tutte le correzioni dei prestiti alle famiglie dovute a cartolarizzazioni e a cessioni di prestiti alla voce prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Dal 2015 per effettuare correzioni alle serie statistiche vengono utilizzati dati disponibili internamente su cartolarizzazioni e cessioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni. La voce "Nuovi prestiti sulla base di dati MIR" è il rapporto tra i flussi cumulati sui 12 mesi delle "erogazioni effettive" ricavati dalle statistiche MIR e le consistenze di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2018.

**Il contributo sempre più rilevante fornito dai rimborsi al tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è dovuto alla grande quantità di mutui concessi nel periodo di forte espansione che ha preceduto la crisi finanziaria.** La natura programmata dei rimborsi li rende tracciabili durante tutto l'arco di vita del prestito cui si riferiscono e consente di disaggregare il contributo che essi forniscono alla crescita netta dei prestiti per

<sup>3</sup> Le statistiche MIR sulle "erogazioni effettive" sono pubbliche da agosto 2017 e disponibili internamente da dicembre 2014. Gli ultimi dati MIR sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

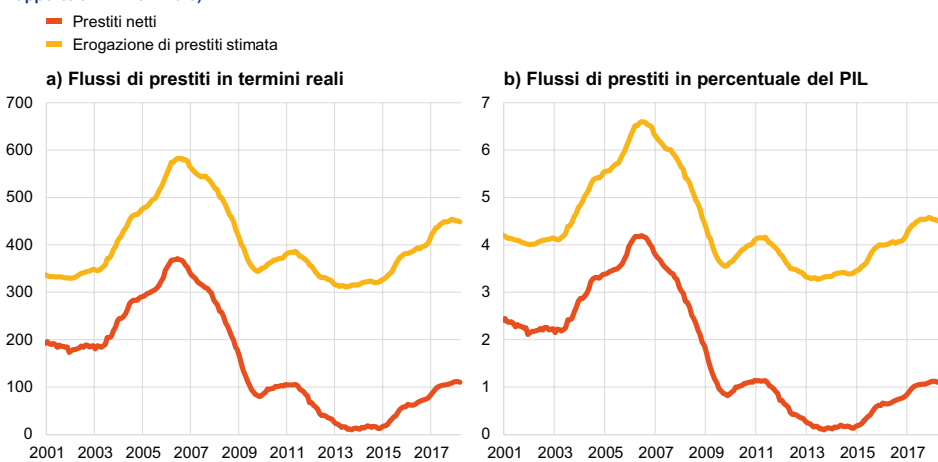
periodo di erogazione. Il contributo dei rimborsi dei prestiti concessi nel periodo di espansione che ha preceduto la crisi è cresciuto nel decennio scorso, rendendo questa categoria di prestito quella che al momento fornisce il contributo maggiore ai rimborsi (cfr. grafico Ab). L'impatto ritardato di questi mutui ipotecari rispecchia il fatto che il capitale viene rimborsato su un periodo di lunga durata<sup>4</sup>. Questo effetto ritardato è accentuato dal fatto che la maggior parte dei mutui ipotecari dell'area dell'euro prevede rimborsi crescenti nell'arco di vita del prestito<sup>5</sup>. Dopo un periodo di forte espansione, questo meccanismo di ritardo che si mette in atto tramite i rimborsi ha un impatto di lunga durata sulle consistenze dei prestiti, deprimendone per molti anni il tasso di crescita e influenzando molto il quadro della dinamica dei prestiti che emerge dai dati netti. È per questo che, in particolare dopo periodi di forte espansione del credito, è opportuno analizzare l'erogazione di nuovi mutui come fenomeno a sé stante, o metterla in rapporto a variabili di scala alternative come il PIL.

**Se da un lato i flussi netti dei prestiti segnalano una dinamica contenuta per i prestiti ipotecari rispetto al periodo pre-espansione, secondo le stime attuali l'erogazione di nuovi mutui si attesta invece intorno alla media osservata a partire dal 2001 (cfr. grafico B).** Questo vale sia quando i flussi di prestiti sui dodici mesi sono espressi in termini reali (ad esempio deflazionati con il deflatore del PIL),

## Grafico B

### Flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(a – flussi cumulati sui 12 mesi in miliardi di euro, deflazionati con il deflatore del PIL; b – flussi cumulati sui 12 mesi in rapporto al PIL nominale)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono corretti per cessioni e cartolarizzazioni. I prestiti corretti che risalgono a prima del 2015 sono costruiti allocando tutte le correzioni dei prestiti alle famiglie dovute a cartolarizzazioni e a cessioni di prestiti alla voce prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Dal 2015 per effettuare correzioni alle serie statistiche vengono utilizzati dati disponibili internamente su cartolarizzazioni e cessioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2018.

<sup>4</sup> È stato stimato che la scadenza originaria media dei mutui erogati durante tale periodo espansivo si colloca tra i 18 e i 19 anni (dati desunti dalla [Household and Finance Consumption Survey](#)).

<sup>5</sup> L'esempio più significativo è quello dell'ammortamento "alla francese", caratterizzato da una rata fissa mensile in cui la quota per interessi decresce a fronte di un rimborso crescente nell'arco del tempo. L'approccio illustrato nel presente riquadro mira a fornire una scomposizione del calendario di rimborso di questo tipo di prestito e contempla, quindi, anche la maggior parte dei contratti a rata variabile, posto che il loro piano di ammortamento sia comune a quello di un prestito alla francese equivalente.

sia quando sono espressi in percentuale del PIL. Nei dodici mesi fino a marzo 2018 l'erogazione di prestiti in termini reali corrispondeva a circa 450 miliardi di euro (pari al 4,5 per cento del PIL), a fronte dei 405 miliardi di euro registrati in media a partire dal 2001 (che equivale a un rapporto medio fra erogazione di prestiti e PIL pari al 4,4 per cento). Ciò è in contrasto con il quadro che si ottiene se si considerano i prestiti netti, che nel marzo del 2018 si attestavano su livelli notevolmente inferiori rispetto agli anni precedenti il periodo di forte espansione. Il messaggio che si ricava osservando le erogazioni dei mutui è in linea con la vivace dinamica dei prezzi delle abitazioni registrata negli ultimi anni, così come con la percezione della dinamica dei prestiti dichiarata dalle banche stesse nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (cfr. sezione 5 in questo numero del Bollettino). Secondo tale indagine, da diversi anni la dinamica dei mutui ipotecari sta ricevendo sostegno sia dai criteri di offerta sia dalla domanda di prestiti, circostanza che non si verificava da prima della crisi finanziaria.

## 6 Le raccomandazioni specifiche per le politiche economiche dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018

a cura di João Capella-Ramos

**Nel quadro di governance dell'UE per il coordinamento delle politiche economiche, le raccomandazioni specifiche per paese costituiscono una parte integrante del processo del Semestre europeo e orientano per i 12-18 mesi seguenti i singoli paesi membri nel far fronte alle necessità di riforme strutturali e agli squilibri macroeconomici.** Le raccomandazioni

specifiche per paese rappresentano lo strumento attraverso cui le politiche economiche nazionali dell'UE sono considerate come materia di comune interesse e coordinate nell'ambito del Consiglio dell'Unione europea ai sensi dell'articolo 121 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Sono dunque un elemento fondamentale della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) dell'UE, la cui finalità è evitare, rilevare e correggere gli squilibri macroeconomici nei singoli paesi, limitando così i rischi per il regolare funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM). La loro tempestiva e corretta implementazione è essenziale per ridurre le vulnerabilità e rafforzare la capacità di tenuta economica dell'area dell'euro e dell'UE nel suo complesso, incrementando in ultima istanza il potenziale di crescita nel lungo periodo<sup>1</sup>. Il presente riquadro, alla luce delle raccomandazioni specifiche per paese ricevute nel 2018 da 27 Stati membri (ovvero tutti eccetto la Grecia<sup>2</sup>), esamina le raccomandazioni di politica economica rivolte a 18 paesi dell'area dell'euro, a esclusione di quelle strettamente connesse all'attuazione del Patto di stabilità e crescita<sup>3</sup>.

**Le raccomandazioni specifiche per paese rappresentano il culmine di un articolato processo di monitoraggio e sorveglianza economica nell'ambito del Semestre europeo, che prende avvio nell'autunno dell'anno precedente.**

Inizialmente, il 22 novembre 2017 la Commissione europea ha pubblicato l'Analisi annuale della crescita (Annual Growth Survey), la Relazione sul meccanismo di allerta (Alert Mechanism Report) e una proposta di raccomandazioni sulla politica economica della area dell'euro. L'Analisi annuale della crescita identifica le principali priorità di politica economica per l'UE nel suo insieme. La Relazione sul meccanismo di allerta individua negli Stati membri l'esistenza o l'esigenza di correggere squilibri macroeconomici. Le raccomandazioni per l'area dell'euro definiscono i principali ambiti di riforma strutturale per l'insieme dell'area. Il 7 marzo 2018 la Commissione

<sup>1</sup> Per un'analisi dell'importanza delle politiche strutturali per il regolare funzionamento dell'UEM e per l'efficacia della politica monetaria cfr. il capitolo 3 in Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N., "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, giugno 2018.

<sup>2</sup> Per la Grecia non sono state fornite raccomandazioni specifiche per evitare duplicazioni rispetto alle condizioni strategiche previste nell'ambito del programma di aggiustamento economico del paese, ai sensi dell'articolo 12 del Regolamento (EU) n. 472/2013. Le raccomandazioni per la Grecia dovrebbero riprendere all'indomani dell'uscita del paese dal programma.

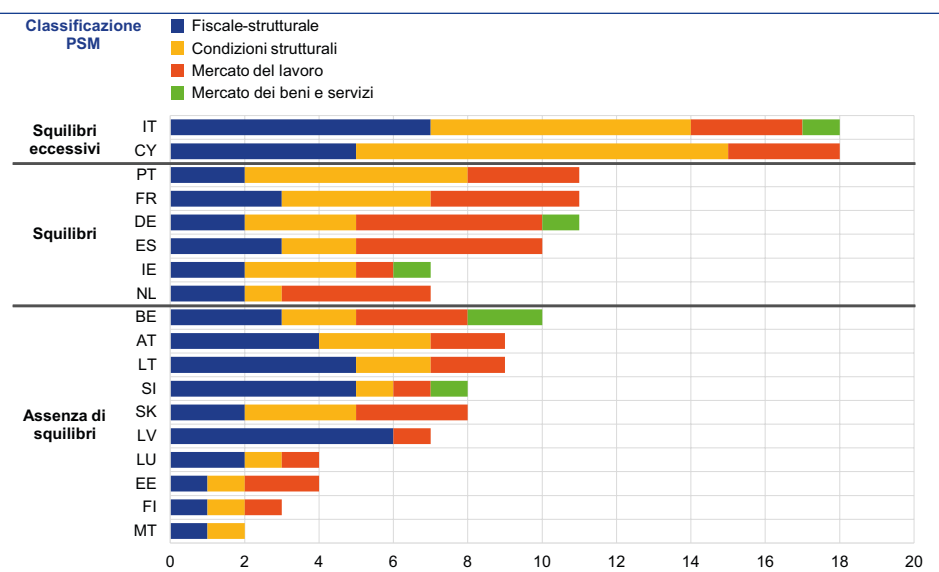
<sup>3</sup> Per informazioni dettagliate sulle raccomandazioni connesse all'attuazione del Patto di stabilità e crescita formulate nel 2018, cfr. il riquadro denominato [Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018](#) nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

ha pubblicato le relazioni per paese, riguardanti ciascuno Stato membro dell'UE. Tali relazioni analizzano i progressi compiuti nell'attuazione delle riforme strutturali e, per i paesi selezionati nella Relazione sul meccanismo di allerta, individuano la natura e l'entità degli squilibri macroeconomici nel contesto dell'esame approfondito previsto dalla PSM. Successivamente, il 23 maggio 2018 la Commissione ha adottato le proprie proposte in merito alle raccomandazioni specifiche per paese da formulare nel 2018. Il 13 luglio 2018 una volta discusse nei rispettivi comitati dell'Unione europea e approvate dal Consiglio europeo, il Consiglio Economia e Finanza (Consiglio Ecofin) le ha pubblicate nella loro versione definitiva.

**Le raccomandazioni del 2018 per l'area dell'euro nel suo insieme esortano gli Stati membri ad approfittare della solida e generalizzata espansione economica in atto, in un contesto di condizioni finanziarie favorevoli, per rafforzare il potenziale di crescita e la tenuta dell'economia, e per ricostituire margini di bilancio.** Il 23 gennaio 2018 il Consiglio Ecofin ha pubblicato le raccomandazioni 2018 sulla politica economica della zona euro sulla base della proposta della Commissione europea. Queste sollecitano gli Stati membri a perseguire, parallelamente all'ampliamento degli esigui margini di bilancio, politiche volte ad agevolare una crescita sostenibile e inclusiva e a migliorare la capacità di tenuta economica, il riequilibrio dei conti e la convergenza. A tal fine, gli Stati membri sono invitati ad affrontare le criticità strutturali che continuano a frenare l'economia, assegnando priorità alle riforme che aumentano la produttività e il potenziale di crescita, migliorando il contesto istituzionale e imprenditoriale, rimuovendo gli ostacoli agli investimenti, promuovendo le innovazioni, sostenendo la creazione di posti di lavoro di qualità e riducendo le sperequazioni. Tali paesi sono incoraggiati

### Grafico A

Raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018 per ambito di policy e classificazione PSM



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018.

Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018 per i paesi dell'area dell'euro disaggregato per ambito di policy generale. "Fiscale-strutturale" include principalmente amministrazioni pubbliche, spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e fiscalità; "condizioni strutturali" riguarda principalmente il sistema giudiziario, la normativa di riferimento in materia di insolvenza, le politiche abitative, il settore finanziario e la ricerca e l'innovazione; in "mercato del lavoro" sono inclusi principalmente i salari e la loro formazione, la tutela dell'occupazione, l'istruzione e le politiche attive del mercato del lavoro; "mercato dei beni e servizi" comprende principalmente le normative settoriali specifiche e le barriere all'accesso ai mercati. Non sono riportate le raccomandazioni relative all'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

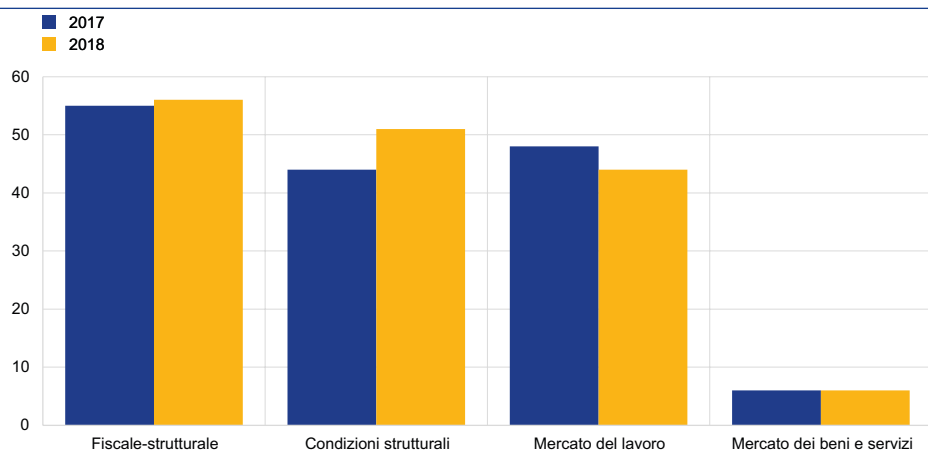
anche a compiere progressi rapidi verso il completamento dell'UEM, e in particolare dell'unione bancaria, attraverso una maggiore condivisione dei rischi e una loro riduzione.

**Le raccomandazioni specifiche per paese del 2018 richiamano sostanzialmente quanto sottolineato dalle raccomandazioni per l'area dell'euro nel suo insieme formulate nello stesso anno.**

Il grafico A mostra la scomposizione per ambito di policy delle raccomandazioni, concentrandosi sulle politiche fiscali-strutturali, sulle condizioni strutturali e sui mercati del lavoro e dei beni e servizi. Fra le raccomandazioni concernenti le politiche fiscali-strutturali formulate nel 2018 si sollecitano la sostenibilità a lungo termine dei sistemi pensionistici, l'aumento dell'efficienza nella spesa pubblica, la riduzione del cuneo fiscale e la lotta alle frodi e all'evasione fiscale. Fra le raccomandazioni in materia di politiche che migliorino le condizioni strutturali sono compresi il miglioramento del contesto imprenditoriale, il rafforzamento dell'efficacia dei sistemi giudiziari e delle normative di riferimento in materia di insolvenza, lo snellimento delle procedure burocratiche e la rimozione delle norme di mercato inefficienti. Rispetto all'anno scorso, le raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018 si concentrano maggiormente sulle riforme strutturali di lungo periodo volte a promuovere la ricerca, l'innovazione e l'istruzione, che potrebbero contribuire a innescare e gestire il progresso tecnologico, così come a far crescere tra i lavoratori le competenze richieste dal mercato, aiutando in questo modo i paesi ad affrontare le sfide poste dalla trasformazione digitale.

**Grafico B**

Raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2017 e nel 2018 per ambito di policy



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018.  
 Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche formulate nel 2017 e nel 2018 per i paesi dell'area dell'euro disaggregato per ambiti di policy generale. "Fiscale-strutturale" include principalmente amministrazioni pubbliche, spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e fiscalità; "condizioni strutturali" riguarda principalmente il sistema giudiziario, la normativa di riferimento in materia di insolvenza, le politiche abitative, il settore finanziario e la ricerca e l'innovazione; in "mercato del lavoro" sono inclusi principalmente i salari e la loro formazione, la tutela dell'occupazione, l'istruzione e le politiche attive del mercato del lavoro; "mercato dei beni e servizi" comprende principalmente le normative settoriali specifiche e le barriere all'accesso ai mercati. Non sono riportate le raccomandazioni relative all'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

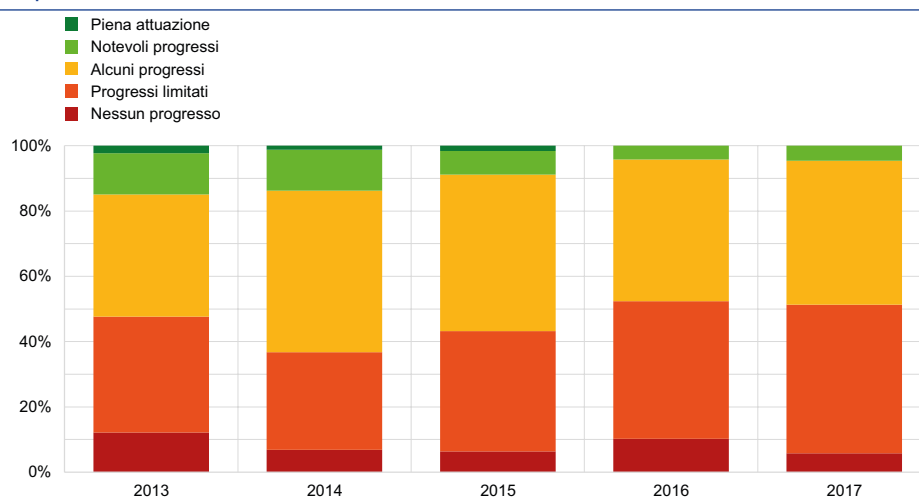
**Le raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018 assegnano una priorità inferiore alle riforme del mercato dei beni e servizi e alle riforme del mercato del lavoro volte ad assicurare una fissazione adeguata dei salari.**

Il grafico B mostra che il numero delle raccomandazioni relative alle riforme del mercato dei beni e servizi è rimasto contenuto, mentre le raccomandazioni

concernenti le riforme del mercato del lavoro, pur essendo ancora relativamente numerose, sono diminuite rispetto all'anno scorso. Entrambi gli ambiti strategici restano tuttavia essenziali per agevolare la riallocazione delle risorse verso gli impieghi più produttivi, così da rilanciare la crescita della produttività e rafforzare la capacità di tenuta economica dell'UEM. I mercati dei beni e servizi e del lavoro dovrebbero in generale essere flessibili, aperti e competitivi. In tal senso, riforme del mercato dei beni e servizi, quali la rimozione delle barriere all'accesso, sosterebbero la diffusione di imprese innovative e imprenditori dinamici, fattori che si collocano alla base degli incrementi di produttività. Le politiche relative al mercato del lavoro dovrebbero essere formulate in modo tale da assicurare che i salari riflettano adeguatamente le condizioni economiche di fondo, in linea con la produttività a livello di impresa, settore e paese e con le qualifiche dei lavoratori. In effetti, mentre le rigidità salariali potrebbero essere meno evidenti in una fase economica espansiva, il loro impatto negativo potrebbe risultare considerevole al mutare del ciclo economico.

### Grafico C

L'attuazione nei paesi dell'area dell'euro delle raccomandazioni specifiche per paese nel periodo 2013-2017



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base delle relazioni per paese della Commissione europea.

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

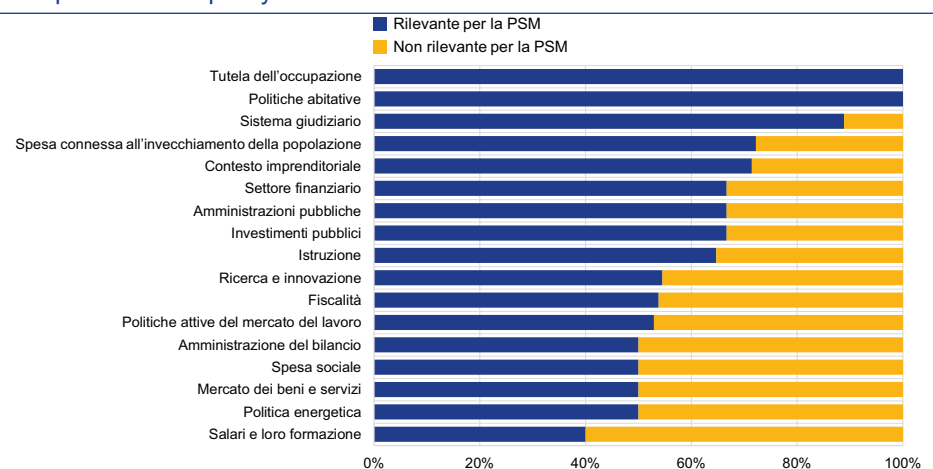
**Il protrarsi negli ultimi anni di una limitata attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese continua a rappresentare un aspetto problematico in presenza di numerosi squilibri di natura persistente<sup>4</sup>.** Il grafico C mostra che nel periodo 2013-2017 gli Stati membri hanno implementato solo parzialmente, nella migliore delle ipotesi, le raccomandazioni specifiche. I risultati insoddisfacenti

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato [La valutazione della Commissione europea per il 2018 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme](#), nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

relativi all’attuazione delle riforme strutturali potrebbero essere interpretati alla luce della ripresa congiunturale e del fatto che, in un contesto economico e finanziario favorevole, la percezione delle problematiche strategiche potrebbe essersi attenuata. Analogamente all’anno scorso, la Commissione europea ha concluso a febbraio 2018 che per la stragrande maggioranza dei casi (oltre il 90 per cento) vi sono stati solo “alcuni progressi” o “progressi limitati” nell’attuazione delle raccomandazioni del 2017. Per una sola raccomandazione (su un totale di quasi 80) si sono registrati “notevoli progressi” e per nessuna si è riscontrata una “piena attuazione”. Inoltre, i paesi che sperimentano squilibri macroeconomici “eccessivi” non sembrano aver intrapreso un’azione politica risoluta per procedere a una più rapida attuazione delle raccomandazioni formulate nel 2017, anche se ciò sarebbe stato commisurato alle rigidità e alle vulnerabilità ancora presenti. Inoltre, alcune delle raccomandazioni specifiche formulate nel 2017, benché d’importanza critica per la riduzione degli squilibri macroeconomici, quest’anno non sono state riproposte, anche se nella loro attuazione sono stati registrati solo “alcuni progressi” o addirittura “progressi limitati”. Tale fatto rischia di trasmettere un segnale sbagliato. Gli sforzi compiuti negli ultimi anni per ridurre il numero di raccomandazioni e snellire il processo non riflettono in alcun modo un forte e sostenuto slancio assunto dalle riforme strutturali.

#### Grafico D

Quota delle raccomandazioni specifiche per paese rilevanti per la PSM formulate nel 2018 per ambito di policy



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018.

Note: il grafico mostra la quota delle raccomandazioni specifiche per paese rilevanti per la PSM formulate nel 2018 per i paesi dell'area dell'euro disaggregata per ambito di policy. Non sono riportate le raccomandazioni relative all'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

**Il riorientamento delle raccomandazioni specifiche per paese verso politiche cruciali da un punto di vista macro che favoriscano una tempestiva liquidazione degli squilibri macroeconomici potrebbe incoraggiare il rispetto della PSM.** Il grafico D mostra che gran parte delle raccomandazioni formulate nel 2018 è considerata significativa per la conformità alla PSM. Tali raccomandazioni vengono definite “rilevanti per la PSM”. Alcune tuttavia sono state considerate rilevanti per la PSM anche se riguardano il coordinamento economico generale

e interessano gli squilibri macroeconomici solo in maniera indiretta<sup>5</sup>. Laddove la presenza di squilibri macroeconomici eccessivi comporta una maggiore urgenza, proporre una molteplicità di riforme strutturali può contribuire a rendere meno chiare le priorità d'intervento e quindi impedire in ultima istanza di conseguire un'azione politica efficace nel breve periodo. Una migliore definizione delle priorità tra le raccomandazioni specifiche sulla base della loro rilevanza sotto il profilo macro potrebbe incoraggiare il rispetto della PSM e incentivare i paesi ad assumere più convintamente la responsabilità delle riforme strutturali.

**Il pieno ed efficace utilizzo di tutti gli strumenti disponibili nell'ambito della PSM, inclusa la procedura per gli squilibri eccessivi, che ne rappresenta la parte correttiva, potrebbe sostenere i recenti miglioramenti congiunturali attraverso l'adozione di misure strutturali che rafforzino la capacità di tenuta dell'economia e il potenziale di crescita nel medio periodo<sup>6</sup>.**

La procedura per gli squilibri eccessivi, che finora non è stata attivata, intende in sostanza garantire un maggiore impulso all'attuazione di politiche cruciali da un punto di vista macro negli Stati più vulnerabili. Poiché risulta difficile intensificare il ritmo delle riforme strutturali nel quadro del meccanismo preventivo della PSM, sembrerebbero esserci ottime ragioni per applicare la procedura a tutti i paesi con squilibri macroeconomici eccessivi. Ciò darebbe credibilità e massima efficacia alla PSM. Anche altri strumenti e misure che sono valutati per creare incentivi opportuni all'attuazione delle riforme strutturali e al coinvolgimento nazionale, se elaborati e attuati correttamente, potrebbero contribuire a migliorare le prospettive, attualmente deboli, di implementazione delle raccomandazioni specifiche per paese nell'UE.

**Le raccomandazioni specifiche per paese dovrebbero servire da parametro di riferimento chiave per politiche economiche nazionali sane, assicurando così coerenza nel tempo.** La Commissione europea ha gradualmente escluso dalle raccomandazioni alcuni ambiti strategici coperti da altri canali di monitoraggio. Questi includono gli aspetti economici del settore energetico, demandati alle strutture di governance dell'Unione dell'energia, e i meccanismi di controllo e applicazione connessi al mercato unico. Nella misura in cui influenzano i risultati economici complessivi degli Stati membri, resta essenziale che tali ambiti siano sottoposti a costante monitoraggio, non da ultimo per assicurare che le politiche economiche attuate dai singoli paesi vengano valutate in maniera ancor più organica e coerente nel corso del tempo e in relazione a ciascun ambito strategico.

---

<sup>5</sup> Per maggiori dettagli, cfr. "Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM)", Relazione speciale n. 3, Corte dei conti europea, 2018, e Efstathiou, K. e Wolff, G.B., "Is the European Semester effective and useful?", *Policy Contribution*, n. 9, Bruegel, giugno 2018.

<sup>6</sup> Per maggiori dettagli, cfr. "Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM)", Relazione speciale n. 3, Corte dei conti europea, 2018.

# Articoli

## 1 L'evoluzione delle prassi adottate dalla BCE in tema di accountability durante la crisi

a cura di Nicolò Fraccaroli, Alessandro Giovannini  
e Jean-François Jamet

*L'articolo esamina l'evoluzione delle prassi in tema di accountability adottate dalla BCE durante la crisi. Descritte le sfide poste dalla crisi e le modifiche derivanti dal conferimento alla BCE di nuovi compiti in materia di vigilanza, l'articolo fornisce indicazioni su come l'accountability della BCE si sia rafforzata nel contesto della relazione della BCE stessa con il Parlamento europeo, in linea con il ruolo chiave affidato a quest'ultimo dai Trattati. La BCE e il Parlamento europeo, prendendo le mosse dal regime di accountability stabilito dalla normativa primaria, hanno intensificato la frequenza dell'interazione, ne hanno innovato le modalità e meglio circoscritto l'oggetto, rendendo così possibile una valutazione più attenta delle politiche adottate dalla BCE. La BCE ha così avuto maggiori opportunità per dar conto delle decisioni prese e per dimostrare di agire in accordo con il mandato democratico ricevuto, pilastro fondamentale su cui poggia la legittimità del suo operato.*

### 1 Introduzione

**La crisi finanziaria che si è manifestata negli anni 2007-2008 ha posto numerose sfide alle banche centrali di tutte le democrazie avanzate.**

Per poter adempiere il proprio mandato durante la crisi, le banche centrali hanno adottato una serie di misure di politica monetaria, alcune appartenenti allo strumentario convenzionale, altre ad esso estranee. In alcuni casi le banche centrali hanno anche assunto responsabilità nuove. Di conseguenza, esse sono state oggetto di accurato esame e rinnovata attenzione, come è giusto che sia nel caso di autorità indipendenti che devono rendere conto del proprio operato agli organi democraticamente eletti. Tuttavia, la varietà e la novità delle misure adottate dalle banche centrali hanno messo alla prova il regime di accountability esistente, in quanto hanno reso più complicato tracciare e sottoporre ad esame la politica monetaria.

**Così è stato anche per la BCE, e all'evolversi del suo ruolo durante la crisi anche le attività di accountability si sono evolute in parallelo.** Al pari di altre banche centrali, la BCE ha adottato una serie di misure di politica monetaria volte a mantenere la stabilità dei prezzi, a sostegno della ripresa economica dell'area

dell'euro<sup>1</sup>. La BCE si è trovata a operare, tuttavia, in un assetto istituzionale unico nel suo genere, quello dell'area dell'euro, in cui durante la crisi l'integrità stessa dell'Unione monetaria è stata messa in discussione e la trasmissione della politica monetaria è stata ostacolata dalla frammentazione finanziaria. In tale contesto, a luglio 2012 il Presidente Mario Draghi ha dichiarato che la BCE, nell'ambito del proprio mandato, era pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro<sup>2</sup>. La BCE ha anche assunto nuovi compiti di vigilanza a livello micro e macroprudenziale ed è stata invitata a mettere a disposizione le proprie competenze nell'ambito dei programmi di assistenza finanziaria a fianco del Fondo Monetario Internazionale e della Commissione europea. Nonostante siano stati predisposti specifici meccanismi di accountability per i nuovi compiti di vigilanza bancaria, la mancata modifica della relativa disciplina dei Trattati ha indotto in alcuni osservatori la percezione che non ci sia stato un sufficiente adeguamento degli obblighi di accountability al nuovo contesto politico<sup>3</sup>. Nel presente articolo si cercherà di dimostrare che un'eccessiva attenzione al *regime giuridico* previsto in materia di accountability finisce col trascurare l'evoluzione che si è verificata nelle *prassi effettive* adottate dalla BCE per dar conto del proprio operato durante la crisi.

### **Il rafforzamento dell'accountability della BCE è particolarmente evidente nei confronti del Parlamento europeo, in linea con l'importante ruolo ad esso attribuito dai Trattati.**

La BCE è sottoposta al vaglio critico dell'opinione pubblica europea in senso ampio e, come sottolineato in un articolo del Bollettino mensile della BCE del 2002<sup>4</sup>, i Trattati affidano al Parlamento europeo – ove siedono i rappresentanti dei cittadini dell'Unione Europea – un ruolo fondamentale nel chiamare la BCE a dar conto del proprio operato. Sulla base delle disposizioni stabilite nella normativa primaria, prassi dettagliate in materia di accountability erano state elaborate ben prima della crisi. Non dovrebbe perciò sorprendere che proprio il Parlamento europeo sia stato il principale e naturale organismo a dare voce durante la crisi alla richiesta di una maggior accountability da parte della BCE. Esistono anche altre istituzioni europee, soggetti e canali di comunicazione che svolgono un ruolo importante. Il presente articolo si concentrerà, tuttavia, sul rapporto attivo tra BCE e Parlamento europeo.

### **Le prassi adottate dalla BCE per render conto del proprio operato si sono evolute in risposta alle nuove richieste di accountability.**

Dopo aver illustrato il concetto di accountability e il regime previsto dai Trattati in materia (sezione 2),

<sup>1</sup> Per una panoramica sull'utilizzo degli strumenti di politica monetaria e sull'assetto operativo dell'Eurosistema dopo la crisi, cfr. Alvarez, I. et al., "[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012](#)", *Occasional Paper Series*, n. 188, BCE, maggio 2017; e la Task Force on the use of monetary policy instruments, "[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017](#)", *Occasional Paper Series*, n. 209, BCE, aprile 2018.

<sup>2</sup> Cfr. la [trascrizione dell'intervento di Mario Draghi](#) in occasione della Global Investment Conference di Londra del 26 luglio 2012.

<sup>3</sup> Va tuttavia ricordato che il meccanismo di accountability previsto dall'architettura istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) era stato sottoposto ad analisi critica da parte della comunità accademica prima della crisi. Si veda, ad esempio, Amtenbrink, F., "[On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank: Legal Arrangements and Practical Experience](#)", in Arnall, A. e Wincott, D. (a cura di), *Accountability and Legitimacy in the European Union*, Oxford University Press, 2002, pagg. 147-163.

<sup>4</sup> Cfr. l'articolo [La responsabilità della BCE per il proprio operato](#) nel numero di novembre 2002 del Bollettino mensile della BCE.

l'articolo prenderà in esame le nuove sfide e la maggior attenzione dell'opinione pubblica emerse a seguito della crisi (sezione 3). Pur concentrandosi sugli obblighi di accountability relativi ai compiti di banca centrale, il riquadro 1 della sezione 3 analizzerà il regime di accountability previsto per la funzione di vigilanza bancaria. La sezione 4 fornisce nuovi riscontri di natura quantitativa e qualitativa a dimostrazione di come l'interazione con il Parlamento si sia intensificata ed evoluta durante la crisi in termini di frequenza, modalità e contenuto. L'analisi si avvale dell'ulteriore contributo offerto dall'analisi testuale con riferimento all'evoluzione e all'intensità delle audizioni della Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (ECON), come illustrato nel riquadro 2. La sezione 5 riassume i temi principali dell'articolo e conclude con le prospettive future sulle prassi adottate dalla BCE per dar conto del proprio operato.

## 2 L'accountability della BCE: definizione e rilevanza

**Quando si parla di accountability in relazione a una banca centrale si intende l'obbligo giuridico e politico di una banca centrale indipendente di motivare e spiegare le decisioni prese ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti.** Nel caso della BCE, si tratta di un obbligo verso i rappresentanti dei cittadini europei che rappresenta un cardine fondamentale della legittimità della BCE e delle sue politiche<sup>5</sup>.

**Il diritto primario dell'Unione europea stabilisce obblighi di accountability precisi in capo alla BCE.** L'articolo 284, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) e l'articolo 15, paragrafo 3, dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea stabiliscono che la BCE deve rendere conto in primo luogo al Parlamento europeo, in quanto organo rappresentativo dei cittadini dell'Unione europea<sup>6</sup>.

**Gli organi decisionali della BCE sono considerati collegialmente responsabili a livello di Unione per le decisioni che essi assumono nel perseguimento del mandato della BCE.** In particolare, è compito del Presidente della BCE e degli altri membri del Comitato esecutivo spiegare e motivare le decisioni assunte collegialmente a livello di Unione Europea. Ciò riflette la disposizione fondamentale dei Trattati che stabilisce che il mandato di politica monetaria della BCE riguarda l'intera area dell'euro, per cui i governatori delle banche centrali nazionali (BCN) quando partecipano alle riunioni del Consiglio direttivo non rappresentano i rispettivi

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> L'articolo 284, paragrafo 3, del TFUE recita: "La Banca centrale europea trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il Presidente della BCE presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale. Il Presidente della Banca centrale europea e gli altri membri del Comitato esecutivo possono, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo."

paesi, ma gli interessi dell'area dell'euro<sup>7</sup>. Pertanto, secondo i Trattati, gli obblighi di accountability della BCE sono assolti a livello di Unione. In altre parole una politica monetaria unica presuppone una accountability unica<sup>8</sup>.

**Nelle società democratiche, l'accountability è un aspetto fondamentale della delega di poteri alle autorità indipendenti.** Il fondamento logico

dell'accountability è da individuare nel modello principale-agente; se i poteri sono delegati a un agente (la BCE) che li esercita in maniera indipendente rispetto al principale (il Parlamento europeo e, in ultima istanza, i cittadini dell'UE), è necessario prevedere alcuni meccanismi che garantiscano che l'agente rispetti il mandato ricevuto<sup>9</sup>. La BCE gode di un elevato grado di indipendenza, concepito per tenerla al riparo da eventuali pressioni da parte dei governi che potrebbero essere tentati di chiedere modifiche alla politica monetaria<sup>10</sup>. L'indipendenza protegge inoltre il principale dal rischio che l'agente possa discostarsi dal mandato ricevuto sulla base di motivazioni orientate al breve periodo. Tuttavia, essere indipendenti non significa che le banche centrali possano agire senza restrizione alcuna. Nelle società democratiche moderne le autorità indipendenti sono tenute a dar conto del proprio operato<sup>11</sup>. Più precisamente, affinché la delega di poteri a un'autorità indipendente e non eletta possa essere considerata democraticamente legittima, è fondamentale che l'agente risponda del proprio operato agli organi eletti a suffragio diretto. La letteratura sottolinea che, affinché l'obbligo di accountability sia efficace in tale modello, è necessario che il mandato conferito sia dettagliato chiaramente in un contratto, così da consentire al principale di effettuare un controllo adeguato sull'operato dell'agente<sup>12</sup>. Nel caso della BCE, tale contratto è rappresentato dal Trattato, che sancisce nella normativa primaria il mandato del mantenimento della stabilità dei prezzi affidato alla BCE.

---

<sup>7</sup> Cfr. Mersch, Y., "[Aligning accountability with sovereignty in the European Union: the ECB's experience](#)", intervento pronunciato in occasione della *ECB Legal Conference*, tenutasi a Francoforte sul Meno il 4 settembre 2017. Peraltro, alla luce della natura multilinguistica dell'area dell'euro, le BCN sono in una posizione ideale per illustrare le decisioni di politica monetaria a livello nazionale, interagendo e comunicando con l'opinione pubblica dei rispettivi paesi. Inoltre, alcuni governatori delle BCN hanno partecipato, negli ultimi anni, a scambi di opinioni innanzi alla commissione ECON, presso cui sono stati invitati per discutere della situazione economica e di questioni relative alla governance dell'UEM. Si veda anche Praet, P., "[Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU](#)", intervento pronunciato alla *ECB Central Bank Communications Conference*, tenutasi a Francoforte sul Meno il 15 novembre 2017.

<sup>8</sup> Cfr. Mersch, Y., op. cit.

<sup>9</sup> Per un'analisi comparata dei meccanismi di accountability in campioni che includevano 38, 46 e 36 banche centrali, rispettivamente nel 1990, 1998 e nel 2006, si veda il rapporto preparato dal Central Bank Governance Group della Banca dei regolamenti internazionali su "[Accountability, transparency and oversight](#)", in *Issues in the Governance of Central Banks*, BRI, 18 maggio 2009.

<sup>10</sup> Cfr. Cœuré, B., "[Independence and accountability in a changing world](#)", intervento pronunciato nel corso dell'evento Transparency International EU *Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank*, tenutosi a Bruxelles il 28 marzo 2017.

<sup>11</sup> Cfr. Praet, P., "[Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis](#)", intervento pronunciato al *Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States*, tenutosi a Francoforte sul Meno il 29 marzo 2017.

<sup>12</sup> Cfr., ad esempio, Fratianni, M., Von Hagen, J. e Waller, C., "Central banking as a political principal-agent problem", *Economic Inquiry*, vol. 35(2), 1997, pagg. 378-393; Dyson, K., "The age of the euro: a structural break? Europeanization, convergence and power in central banking", in Dyson, K. e Marcussen, M. (a cura di), *Central Banks in the age of the euro*, Oxford University Press, 2009, pagg. 1-52; e Eggertson, M.G.B. e Le Borgne, M.E., "A political agency theory of central bank independence", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42(4), 2010, pagg. 647-677.

### **La legittimità dell'indipendenza della BCE si basa pertanto sull'accountability.**

L'accountability assicura che l'indipendenza non degeneri in arbitrio e che il mandato venga assolto. In questa prospettiva, adeguati meccanismi di accountability rafforzano le motivazioni alla base dell'indipendenza<sup>13</sup>. Indipendenza e accountability sono perciò due facce inscindibili della stessa medaglia che si rafforzano vicendevolmente<sup>14</sup>. Solo grazie a un assetto di governance robusto e ben definito è possibile che le banche centrali siano “molto potenti e indipendenti, seppur non elette”<sup>15</sup>.

### **Ancor prima della crisi, le prassi adottate in tema di accountability non solo riflettevano le disposizioni del Trattato, ma si spingevano ben oltre.**

In linea con i principi stabiliti dal Trattato, ogni anno la BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione e al Consiglio europeo una relazione annuale sui compiti ad essa affidati, sulle attività del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e sulla politica monetaria dell'Eurosistema. Inoltre, il Vicepresidente della BCE presenta tale relazione alla commissione per i problemi economici e monetari (commissione ECON) del Parlamento europeo in una sessione dedicata. La relazione è presentata dal Presidente anche in occasione del dibattito in seduta plenaria, che precede la votazione sulla risoluzione del Parlamento europeo che riassume l'opinione del Parlamento stesso sulle politiche e le prassi seguite dalla BCE<sup>16</sup>. Un pilastro fondamentale del regime di accountability è il “Dialogo monetario”, ovvero la partecipazione del Presidente della BCE ad audizioni trimestrali pubbliche di fronte alla commissione ECON, in occasione delle quali il Presidente pronuncia una dichiarazione sulle azioni intraprese dalla BCE e risponde alle domande dei membri del Parlamento europeo presenti all'audizione<sup>17</sup>. L'importanza di tale prassi, prevista dall'articolo 126 del Regolamento del Parlamento europeo<sup>18</sup> e avviata a gennaio 1999<sup>19</sup>, è stata sottolineata dal Presidente Mario Draghi durante l'audizione tenuta a settembre 2016 di fronte alla commissione<sup>20</sup>. Uno studio pubblicato nel 2004 indica che la frequenza delle audizioni della BCE presso il Parlamento europeo supera la media di quelle delle altre banche centrali di fronte ai rispettivi

---

<sup>13</sup> Cfr. Mersch, Y., op. cit.

<sup>14</sup> La necessità di interpretare l'accountability non già come un mero “esercizio giustificativo”, ma come un'attività essenziale allo svolgimento dei compiti della BCE, e quindi all'efficacia della politica monetaria, era già stata sottolineata all'inizio degli anni 2000 da Otmar Issing. Cfr. Issing, O., “[The Euro Area and the Single Monetary Policy](#)”, *OeNB Working Papers*, n. 44, Oesterreichische Nationalbank, 2001.

<sup>15</sup> Cfr. Draghi, M., “[Central bank communication](#)”, articolo pubblicato in *Handelsblatt*, 4 agosto 2014.

<sup>16</sup> Relazioni di iniziativa del Parlamento sono previste all'[articolo 52 del Regolamento del Parlamento europeo, ottava legislatura – gennaio 2017](#).

<sup>17</sup> L'audizione è trasmessa in diretta; il testo dell'intervento introduttivo e la trascrizione della sessione di domande e risposte sono pubblicati sul sito della BCE e su quello del Parlamento europeo.

<sup>18</sup> Cfr. l'[articolo 126 del Regolamento del Parlamento europeo, ottava legislatura – gennaio 2017](#).

<sup>19</sup> La risoluzione del Parlamento europeo del 2 aprile 1998 sulla “[responsabilità democratica nella terza fase dell'UEM](#)” conteneva già un invito ad avviare un dialogo tra il Parlamento europeo e la BCE sugli affari economici e monetari, il cui quadro regolamentare doveva essere approvato di comune accordo. In particolare, la risoluzione prevedeva, oltre alla presentazione della relazione annuale della BCE prevista dal Trattato, la convocazione di riunioni trimestrali sugli ultimi sviluppi economici e monetari con il Presidente e/o altri membri del Comitato esecutivo.

<sup>20</sup> Cfr. la [trascrizione dell'audizione del Presidente della BCE di fronte alla commissione ECON del 26 settembre 2016](#).

parlamenti nazionali<sup>21</sup>. Inoltre, i membri del Comitato esecutivo della BCE hanno partecipato in numerose occasioni ad audizioni presso la commissione ECON al fine di illustrare le motivazioni e le decisioni della BCE su temi specifici, come previsto sempre dall'articolo 126, comma 4, del Regolamento del Parlamento europeo. In aggiunta, tutti i deputati del Parlamento europeo (non solo i membri dell'ECON) possono inviare interrogazioni scritte alla BCE, chiedendo di chiarire le motivazioni sottese a specifiche decisioni di policy. Le risposte a tali interrogazioni sono firmate dal Presidente della BCE e pubblicate sui siti della BCE e del Parlamento europeo. Tale meccanismo, frutto di una decisione presa di comune accordo tra la BCE e il Parlamento europeo all'inizio degli anni 2000, è attualmente formalizzato all'articolo 131 del Regolamento. La tavola 1 riassume i principali canali di comunicazione utilizzati dalla BCE per dar conto del proprio operato al Parlamento europeo.

### Tavola 1

I principali canali di comunicazione utilizzati dalla BCE per dar conto del proprio operato al Parlamento europeo.

Canale	Descrizione
Rapporto annuale	La BCE trasmette un rapporto annuale sui propri compiti, sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'Eurosistema al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione europea. Il rapporto è presentato ogni anno al Parlamento europeo dal Vicepresidente della BCE in una sessione dedicata della commissione ECON e dal Presidente dinanzi alla plenaria.
Audizioni e scambi di opinione	Il Presidente della BCE partecipa alle audizioni trimestrali della commissione ECON. Anche altri membri del Comitato esecutivo intervengono alle audizioni di questa commissione per illustrare le ragioni e le decisioni su temi specifici.
Interrogazioni scritte	I membri del Parlamento europeo possono rivolgere interrogazioni scritte alla BCE.

**Negli anni la BCE ha anche sviluppato ulteriori canali di comunicazione per rendere più trasparenti, nei confronti dell'opinione pubblica, le decisioni assunte e consentire ai cittadini dell'Unione europea di meglio comprenderle e giudicarle.** La comunicazione e la trasparenza sono aspetti cruciali dell'accountability della BCE<sup>22</sup>. Attraverso diversi canali, la BCE offre all'opinione pubblica e ai mercati tutte le informazioni rilevanti sulla strategia adottata, le valutazioni effettuate e le decisioni di policy. Tra l'altro, la BCE tiene una conferenza stampa subito dopo le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. Inoltre, sulla base dell'articolo 284, comma 3 del TFUE e dell'articolo 15, comma 1, dello Statuto del SEBC, la BCE pubblica otto volte l'anno un Bollettino economico che riferisce sui principali andamenti economici, monetari e finanziari in base ai quali il Consiglio direttivo assume le proprie decisioni di politica monetaria. Pubblica inoltre, ogni settimana, la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema, che fornisce informazioni sulle operazioni di politica monetaria, sulle operazioni in cambi e sulle

<sup>21</sup> Cfr. Eijffinger, S.C.W. e Mujagic, E., "An Assessment of the Effectiveness of the Monetary Dialogue on the ECB's Accountability and Transparency: A Qualitative Approach", *Intereconomics*, vol. 39, n. 4, 2004, pagg. 190-203.

<sup>22</sup> A tal riguardo, rilevano le due dimensioni proprie della trasparenza. Da un lato, la trasparenza è considerata uno strumento che contribuisce ad accrescere l'efficacia della politica monetaria della BCE. Come indicato nel [sito della BCE](#), la trasparenza aiuta il pubblico a capire la sua politica monetaria e la miglior comprensione rende la politica monetaria più credibile ed efficace. Dall'altro, la trasparenza è considerata uno strumento essenziale di governance perché garantisce la fiducia della collettività nell'istituzione. Cfr. Coëuré, B., op. cit. Di recente la trasparenza della BCE è stata oggetto di dibattito nella letteratura relativa all'accountability e all'indipendenza della BCE. Cfr., ad esempio, Curtin, D., "'Accountable Independence' of the European Central Bank: Seeing the Logics of Transparency", *European Law Journal*, vol. 23(1-2), agosto 2017, pagg. 28-44.

attività di investimento. Più recentemente la BCE ha anche rafforzato la trasparenza delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, che si svolgono ogni sei settimane, pubblicando i resoconti delle discussioni. Va sottolineato che la BCE è stata la prima tra le principali banche centrali a organizzare puntualmente una conferenza stampa dopo ciascuna riunione di politica monetaria<sup>23</sup>. Da ultimo, i membri del Comitato esecutivo si tengono regolarmente in contatto con la collettività mediante articoli, interviste e interventi in occasione di iniziative pubbliche. Tutte queste iniziative (riassunte nella tavola 2) contribuiscono a chiarire le decisioni di politica monetaria assunte dalla BCE, nonché le motivazioni sottostanti, offrendo ulteriori strumenti alle altre istituzioni europee, compreso il Parlamento europeo, e ai cittadini dell'Unione per effettuare il necessario controllo.

## Tavola 2

### Ulteriori canali di informazione rilevanti per l'accountability della BCE

Canale	Descrizione
Conferenze stampa	La BCE tiene una conferenza stampa dopo ogni riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo, ossia ogni sei settimane.
Bollettino economico	Il Bollettino economico (in precedenza Bollettino mensile) presenta le informazioni economiche e monetarie sulle quali si fondano le decisioni di policy del Consiglio direttivo. È pubblicato otto volte l'anno, due settimane dopo ogni riunione di politica monetaria.
Situazione contabile settimanale	La situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema fornisce informazioni sulle operazioni di politica monetaria, sulle operazioni in cambi e sulle attività di investimento.
Resoconti delle riunioni di politica monetaria	I resoconti dei dibattiti del Consiglio direttivo sono divulgati quattro settimane dopo ogni riunione di politica monetaria.
Articoli, interviste e interventi	I membri del Comitato esecutivo comunicano pubblicamente su base regolare tramite articoli, interviste e discorsi, disponibili sul sito Internet della BCE.

## 3 Le sfide poste all'accountability della BCE dalla crisi

**La crisi ha messo alla prova l'accountability della BCE sotto due profili.** Per quanto concerne il primo, si tratta di un fenomeno comune a tutte le principali banche centrali: con la crisi, i controlli sulla politica monetaria sono stati resi più complicati dalle eccezionali circostanze economiche e dal ricorso a misure non convenzionali. Il secondo profilo riguarda esclusivamente la BCE, poiché deriva dall'evoluzione del quadro istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) in risposta alla crisi.

**La crisi e l'adozione di misure non convenzionali hanno messo alla prova l'accountability delle banche centrali rendendo più complicato sottoporre a vaglio critico la politica monetaria.** L'adozione di una varietà di misure, convenzionali e non convenzionali, e le implicazioni della crisi per la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, ad esempio, hanno reso quasi impossibile durante la crisi dare una lettura dell'orientamento di politica monetaria utilizzando strumenti semplici<sup>24</sup>. Da un lato, la consapevolezza dell'importante ruolo svolto dalla politica monetaria durante la crisi ha portato a una crescita dell'attenzione rivolta

<sup>23</sup> Cfr. Liikanen, E., "Introductory Remarks at the Panel Discussion 'Is More Always Better? Transparency, Accountability and the Clarity of Message'", *ECB Central Bank Communication Conference*, Francoforte, 14 novembre 2017.

<sup>24</sup> Cfr. Praet, P., "Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis", intervento pronunciato al *Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States*, tenutosi a Francoforte sul Meno il 29 marzo 2017.

alla configurazione di tale politica e alle implicazioni ad essa connesse, inclusi gli aspetti operativi relativi agli acquisti delle attività finanziarie e ai loro effetti distributivi. Dall'altro, l'opinione pubblica si è trovata di fronte a una complessità crescente, sia in termini di varietà di strumenti utilizzati contemporaneamente, sia in termini di complessità di ciascuno strumento dal punto di vista dell'implementazione e degli effetti sull'economia<sup>25</sup>. In tale contesto, non bisogna dimenticare che la BCE è la banca centrale di 19 paesi e, in quanto istituzione comunitaria, deve farsi comprendere in un numero ancora più elevato di lingue. Il fatto che in tutti questi paesi, come ha sottolineato il Presidente Draghi, le aspettative dei cittadini siano diverse pone una sfida continua<sup>26</sup>. Tale crescente complessità ha rappresentato una difficoltà rilevante in termini di accountability non solo per la BCE, ma anche per le altre banche centrali dei paesi a economia avanzata, in cui alcuni osservatori hanno messo apertamente in discussione l'equilibrio tra indipendenza e accountability<sup>27</sup>.

**La seconda sfida è specifica del contesto istituzionale europeo ed è collegata ai nuovi compiti affidati alla BCE.** Nel quadro della riforma della governance dell'UEM durante la crisi, alla BCE sono state attribuite nuove funzioni che vanno oltre il ruolo tradizionale di banca centrale. Tra le altre cose, alla BCE è stata affidata la responsabilità per la vigilanza microprudenziale sul sistema bancario dell'area dell'euro con la creazione nel 2014 del Meccanismo di vigilanza unico (MVU). Con l'entrata in vigore del Regolamento sull'MVU, la BCE dispone anche di strumenti macroprudenziali per affrontare l'emergere di possibili rischi sistemici nel sistema finanziario<sup>28</sup>. Inoltre, a partire dal 2010 la BCE ha svolto un ruolo di consulenza nell'ambito dei programmi di assistenza finanziaria, agendo in collegamento con la Commissione europea: tale ruolo è stato successivamente codificato nel cosiddetto "two-pack"<sup>29</sup>. L'espansione del ruolo e dei compiti affidati alla BCE hanno fatto sì che i commentatori si chiedessero se fosse ancora possibile monitorare l'operato della BCE, considerato che il "principale" si trovava a dover controllare contemporaneamente un insieme ben più ampio di strumenti e obiettivi<sup>30</sup>. Infine, una caratteristica peculiare dell'UEM è data dall'interazione delle politiche della BCE con altre politiche, in un contesto che prevede diversi livelli di governance; mentre le politiche dell'Unione hanno assunto un ruolo maggiore durante la crisi (ad esempio con la creazione dell'unione bancaria), in alcuni casi esse si sovrappongono alle politiche nazionali, contribuendo probabilmente a ingenerare confusione nell'opinione pubblica sulla ripartizione delle competenze e sui regimi di accountability<sup>31</sup>.

<sup>25</sup> Cfr. Cœuré, B., "Central banking in times of complexity", intervento pronunciato alla conferenza in occasione del 350° anniversario della Sveriges Riksbank, Stoccolma, 25 maggio 2018.

<sup>26</sup> Cfr. Draghi, M., "Central bank communication", op. cit.

<sup>27</sup> Sulle sfide poste all'indipendenza delle banche centrali dalle politiche monetarie non convenzionali, cfr. Goodhart, C e Lastra, R., "Populism and Central Bank Independence", *Open Economies Review*, vol. 29(1), 2017, pagg. 49-68.

<sup>28</sup> Nell'ambito della stabilità finanziaria, la BCE offre anche supporto di carattere analitico al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

<sup>29</sup> Cfr. [Regolamento \(UE\) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria](#), GU L 140, 27.5.2013, p. 1.

<sup>30</sup> Cfr. Pisani-Ferry, J. e von Weizsäcker, J., "Can a less boring ECB remain accountable?", *Bruegel Policy Contribution*, numero 2009/11, settembre 2009.

<sup>31</sup> Cfr. Mersch, Y., op. cit.

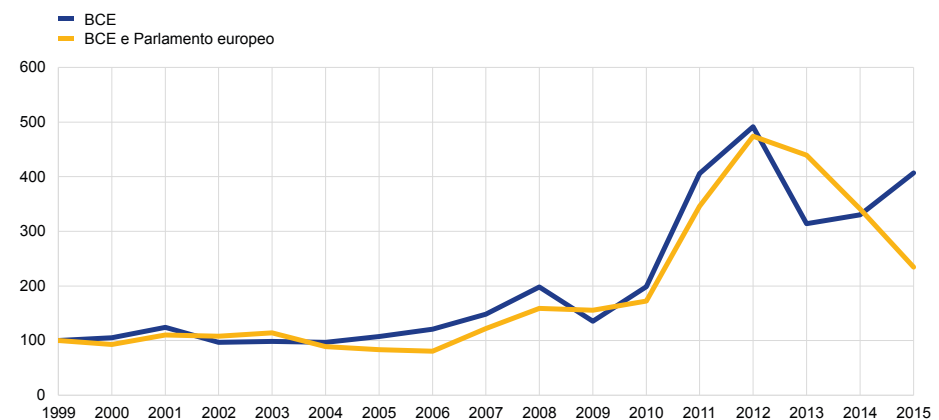
### In relazione a tali sfide la politica monetaria della BCE è stata oggetto di ulteriore attenzione e scrutinio da parte della collettività.

Prove materiali del crescente interesse dell'opinione pubblica nei confronti dell'azione della BCE si trovano nella copertura informativa da parte dei media. Dal punto di vista dell'accountability, è interessante notare che il rapido aumento del numero di articoli di giornale dedicati alla BCE dopo l'inizio della crisi del debito sovrano nel 2010 (grafico 1) è stato accompagnato da un analogo aumento del numero di articoli che citavano contemporaneamente BCE e Parlamento europeo, segno di una copertura mediatica più ampia dei canali di accountability tra le due istituzioni. Tale attenzione non si è limitata ai media, ma ha riguardato anche l'opinione pubblica, che è sembrata diventare più consapevole del ruolo della BCE; secondo l'indagine di Eurobarometro, la percentuale di cittadini che dichiarano di aver sentito parlare della BCE è cresciuta in maniera significativa durante la crisi. Infine, gli operatori di mercato hanno dedicato maggiore attenzione ai canali di accountability della BCE. Se le conferenze stampa che seguono la riunione del Consiglio direttivo sono rimaste la fonte principale di informazioni per capire la politica monetaria della BCE, anche le audizioni del Presidente della BCE di fronte al Parlamento europeo hanno in alcune occasioni catturato l'attenzione degli operatori, alla ricerca di segnali di un possibile cambiamento dell'orientamento futuro della politica monetaria. L'analisi delle variazioni dei dati ad alta frequenza relativi ai prezzi delle attività nei mercati finanziari mostra che le audizioni non hanno avuto in genere un impatto significativo sui mercati, anche se in alcune occasioni (ad esempio l'audizione di novembre 2015) si è registrata una reazione da parte dei mercati, seppure di relativo impatto e di breve durata. Tuttavia, la BCE ha considerato tali audizioni essenzialmente come uno strumento di accountability per far conoscere ai parlamentari europei le motivazioni sottostanti le scelte di policy effettuate, e non come un ulteriore canale di comunicazione con i mercati, come risulta dai dati.

#### Grafico 1

##### Attenzione dei media nei confronti della BCE e del Parlamento europeo

(numero di articoli di giornale che citano la BCE o la BCE in collegamento con il Parlamento europeo; indice: 1999 = 100)

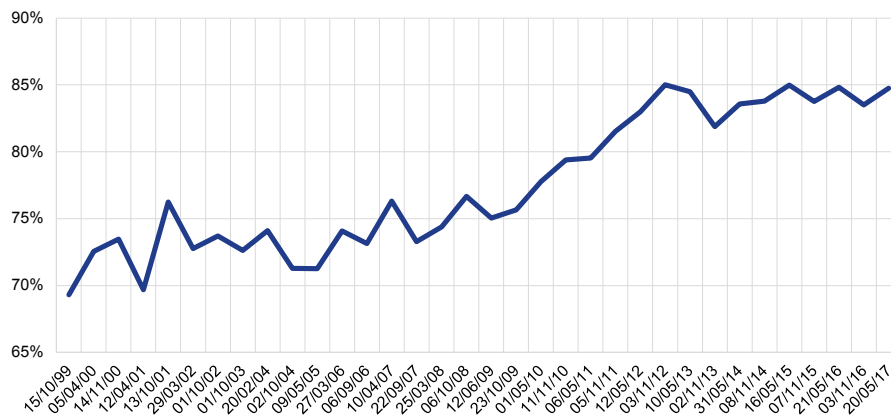


Fonti: Dow Jones Factiva ed elaborazioni della BCE.

## Grafico 2

### Conoscenza della BCE da parte dell'opinione pubblica

(risposte affermative alla domanda "Ha sentito parlare della Banca centrale europea?"; percentuali)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni della BCE.

### Dal punto di vista della BCE è importante che l'accountability si sia evoluta in modo da poter rispondere alle novità portate dalla crisi in linea con l'indipendenza di cui gode.

Con la creazione dell'MVU sono stati previsti specifici meccanismi di accountability relativi alle attività di vigilanza affidata alla BCE.

Tale regime, sviluppato nel solco del sistema di accountability esistente e stabilito nel regolamento sull'MVU<sup>32</sup>, è descritto nel riquadro 1. Non è stato necessario emendare le disposizioni del Trattato e il regime generale di accountability previsto per i tradizionali compiti di banca centrale, che pure sono stati oggetto di maggior attenzione, poiché un più ampio impiego degli strumenti disponibili ha consentito alle prassi di accountability di evolvere<sup>33</sup>.

## Riquadro 1

### Disposizioni relative all'accountability per i nuovi compiti di vigilanza

a cura di Joachim Eule e Nicolò Fraccaroli

### La creazione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) nel 2014 e il successivo conferimento alla BCE di responsabilità in materia di vigilanza hanno prodotto uno dei più importanti cambiamenti determinati dalla crisi rispetto al regime di accountability.

Nel regolamento sull'MVU è stato previsto uno specifico regime per consentire alla BCE di dar conto del proprio operato in relazione ai nuovi compiti. La concreta realizzazione delle disposizioni relative all'accountability in materia di vigilanza è stata meglio specificata in un Accordo interistituzionale tra il Parlamento europeo e la BCE<sup>34</sup> e in un Protocollo di intesa tra

<sup>32</sup> Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, GU L 287, 29.10.2013, pag. 63.

<sup>33</sup> Cfr. Giovannini, A. e Jamet, J., "Matching accountability with independence: the ECB's experience", in Ziller, J. (ed.), *The Communication of the European Central Bank: an Interdisciplinary Analysis*, Giappichelli, Torino, 2018 (di prossima pubblicazione).

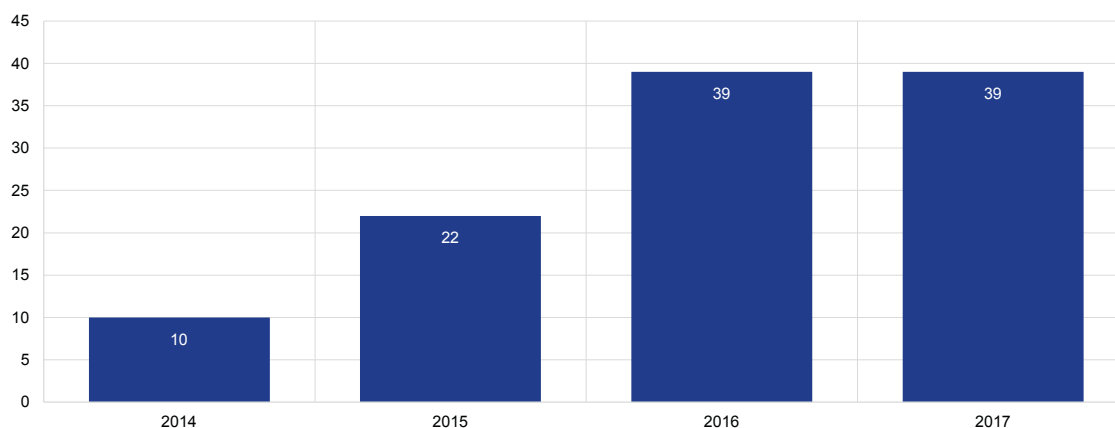
<sup>34</sup> Accordo interistituzionale tra il Parlamento europeo e la BCE sulle modalità pratiche dell'esercizio della responsabilità democratica e della supervisione sull'esecuzione dei compiti attribuiti alla Banca centrale europea nel quadro del meccanismo di vigilanza unico (2013/694/UE), GU L 320, 30.11.2013, pag. 1.

il Consiglio e la BCE<sup>35</sup>. I tre canali “tradizionali” del sistema di accountability della BCE sono stati estesi alla Vigilanza bancaria della BCE. In primo luogo, la Presidente del Consiglio di vigilanza partecipa alle audizioni ordinarie e agli scambi di opinioni con il Parlamento europeo<sup>36</sup>. In secondo luogo, i deputati europei possono inviare interrogazioni scritte relative a questioni di vigilanza alla Presidente del Consiglio di vigilanza. Nel corso del 2017 la BCE ha pubblicato 39 risposte a interrogazioni di deputati del Parlamento europeo su questioni di vigilanza (grafico A). In terzo luogo, a partire dal 2014 la BCE pubblica un rapporto annuale sulle attività di vigilanza, che viene presentato dalla Presidente del Consiglio di vigilanza al Parlamento europeo nel corso di un’audizione pubblica. Il rapporto è altresì trasmesso al Consiglio, all’Eurogruppo, alla Commissione e ai parlamenti nazionali degli Stati membri partecipanti. Sulla base di tali disposizioni, nel periodo che va da febbraio 2014 a marzo 2018, Danièle Nouy, Presidente del Consiglio di vigilanza, ha presenziato 20 volte al Parlamento europeo per audizioni ordinarie, scambi di opinioni ad hoc con i deputati del Parlamento europeo e per la presentazione dei rapporti annuali. Oltre alle audizioni e alle interazioni previste dall’Accordo interistituzionale, la Presidente e la Vicepresidente del Consiglio di vigilanza hanno partecipato ad audizioni con i membri del Parlamento europeo su progetti di revisione della legislazione bancaria dell’Unione europea e sulla relazione della Corte dei conti europea sulla vigilanza bancaria della BCE.

## Grafico A

### Risposte a interrogazioni di deputati del Parlamento europeo su questioni di vigilanza

(numero di risposte a interrogazioni di deputati del Parlamento europeo su questioni di vigilanza, 2014-2017)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

**Infine, il regolamento sull’MVU e l’Accordo interistituzionale contemplano alcuni canali di accountability specifici per la funzione di vigilanza.** Tra gli altri strumenti va ricordato che, come concordato nell’Accordo interistituzionale, la BCE fornisce al Parlamento europeo un resoconto completo e pertinente dei lavori del Consiglio di vigilanza, messo a disposizione dei membri del Parlamento europeo in una sala di lettura che offre garanzie di sicurezza. Il regolamento sull’MVU stabilisce anche le modalità specifiche cui devono conformarsi le discussioni orali riservate, al fine di garantire piena riservatezza nell’interlocuzione con il Parlamento europeo, ove necessario. Tali canali consentono un’interazione ampia e

<sup>35</sup> [Memorandum of Understanding between the Council of the European Union and the European Central Bank on the cooperation on procedures related to the Single Supervisory Mechanism \(SSM\).](#)

<sup>36</sup> La Presidente del Consiglio di vigilanza partecipa anche a scambi di opinioni con l’Eurogruppo. Inoltre l’Eurogruppo può rivolgerle interrogazioni scritte.

approfondita tra la BCE e il Parlamento europeo sui temi di vigilanza, garantendo quindi un elevato grado di accountability.

---

**Per valutare l'evoluzione delle prassi in materia di accountability è necessario andare oltre gli indici utilizzati dagli economisti per misurare il grado di indipendenza e accountability delle banche centrali.** I criteri in base ai quali sono elaborati gli indici di accountability fanno infatti riferimento esclusivamente alle disposizioni legislative e non sono in grado di prendere in considerazione tutti gli aspetti che rilevano in relazione agli obblighi delle banche centrali di dar conto del proprio operato in un contesto democratico. Tali indici tendono a non evolvere in maniera significativa nel corso del tempo<sup>37</sup> e danno l'impressione errata che i sistemi non si adeguino alle mutate richieste di accountability (grafico 3). Tuttavia questo disallineamento è facilmente spiegabile se si pensa alla natura *giuridica* di tali indici: si tratta di stime effettuate sulla base delle disposizioni giuridiche previste per assicurare che le banche centrali rimangano responsabili del proprio operato (con riferimento agli indici di accountability) e per difenderle da eventuali pressioni di carattere politico (per quanto riguarda gli indici di indipendenza). Come sottolineato in letteratura, tuttavia, è importante valutare l'*accountability de facto*, che dipende non solo dalle disposizioni giuridiche, ma anche dall'intensità delle interazioni che hanno luogo tra parlamento e banca centrale<sup>38</sup>. Nel caso della BCE le prassi adottate per dar conto del proprio operato si sono evolute durante la crisi per consentire un controllo più approfondito, come si vedrà nella prossima sezione.

---

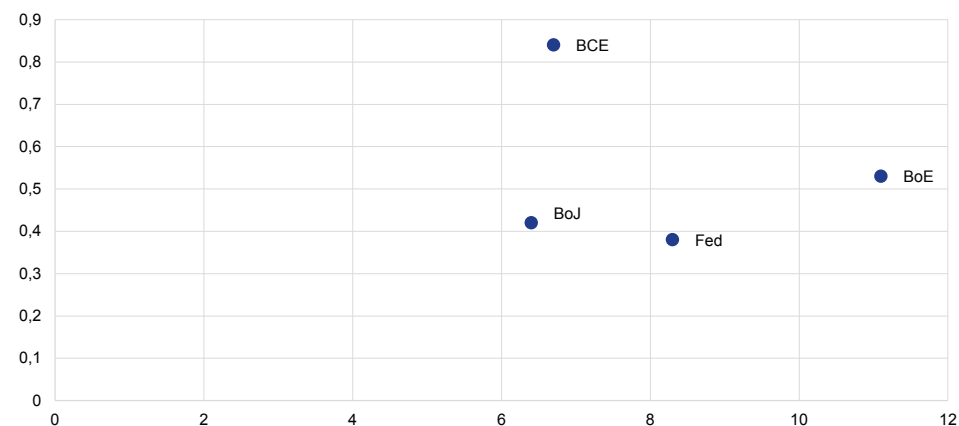
<sup>37</sup> Cfr. Garriga, A.C., "Central Bank Independence in the World: A New Dataset", *International Interactions*, vol. 42(5), 2016, pagg. 849-868, che ha aggiornato l'indice di indipendenza per il periodo 1970-2012; e Bodea, C. e Hicks, R., "Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions", *International Organization*, vol. 69(1), 2015, pagg. 35-61, che ha aggiornato l'indice relativo al periodo 1973-2015. L'indice di accountability è stato calcolato anche da De Grauwe, P. e Gros, D., "[Accountability and Transparency in Central Banking](#)", in uno studio effettuato su richiesta della Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo nel 2009. È interessante notare che De Grauwe e Gros sottolineano che, dal confronto del loro calcolo aggiornato con le stime proposte in letteratura, "emerge che gli indici di accountability non rilevano modifiche significative dell'*accountability*" (pag.20). Confrontando i risultati di cinque diversi studi, gli autori hanno evidenziato come la BCE abbia registrato risultati analoghi a quelli del Federal Reserve System e della Banca del Giappone in termini di accountability, ma non di livello pari alla Bank of England. In particolare, il basso punteggio della BCE è determinato da fattori istituzionali, ad esempio dal fatto che il Parlamento europeo non ha potere di veto sulla nomina dei membri del Comitato esecutivo della BCE. Per contro, la BCE ha ottenuto lo stesso punteggio delle altre banche centrali se si guarda all'interazione con il Parlamento.

<sup>38</sup> Cfr. De Grauwe, P. e Gros, D., op. cit.

### Grafico 3

#### Accountability e indipendenza della BCE, del Federal Reserve System, della Bank of England e della Banca del Giappone

(indici di accountability e indipendenza delle banche centrali; asse delle ascisse: accountability; asse delle ordinate: indipendenza)



Fonti: De Grauwe e Gros (2009), Garriga (2016), Bodea e Hicks (2015), Dincer e Eichengreen (2014) ed elaborazioni della BCE. Note: valori elevati indicano un livello elevato di accountability e indipendenza. L'indice utilizzato per il calcolo dell'accountability è stato elaborato sulla base della media di cinque diversi indici sviluppati in letteratura e aggiornati nel 2009 da De Grauwe e Gros. L'indice di indipendenza è stato calcolato come media degli aggiornamenti effettuati da Dincer e Eichengreen nel 2014, Bodea e Hicks nel 2015 e Garriga nel 2016, che hanno evidenziato l'assenza di modifiche nell'indice per le quattro banche centrali dagli anni novanta. Questi tre studi hanno aggiornato gli indici di indipendenza utilizzando la metodologia elaborata da Cukierman, Webb e Neyapti nel 1992. Cfr. Dincer N. e Eichengreen, B., "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures," *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n. 1, 2014, pagg. 189-259; e Cukierman, A., Webb, S.B. e Neyapti, B., "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, vol. 6, n. 3, 1992, pagg. 353-398.

## 4 L'evoluzione delle prassi adottate dalla BCE in tema di accountability

**Sulla scorta delle disposizioni del Trattato, la BCE ha risposto alle sfide della crisi migliorando le proprie prassi di accountability in termini di frequenza, modalità e contenuto, oltre che in termini di interazioni con le altre parti interessate.** Il quadro giuridico era abbastanza flessibile da soddisfare la crescente necessità della BCE di spiegare e giustificare le proprie politiche al Parlamento europeo. Ciò non è stato dettato unicamente da richieste esterne, poiché era nell'interesse della BCE fornire al pubblico e ai mercati un'analisi approfondita della situazione economica e delle decisioni di politica monetaria per migliorare la prevedibilità e la credibilità della politica monetaria della BCE<sup>39</sup>.

### 4.1 Frequenza e modalità

**La frequenza degli scambi fra la BCE e il Parlamento europeo è aumentata considerevolmente durante la crisi, poiché le periodiche audizioni di fronte al Parlamento sono state integrate da ulteriori audizioni ad hoc.** Le audizioni trimestrali ECON hanno continuato a rappresentare un cardine del rapporto fra la BCE e il Parlamento europeo. Ciononostante, poiché le norme parlamentari regolano il numero e la tempistica delle interrogazioni orali dei parlamentari europei al Presidente della BCE, sono stati utilizzati altri strumenti per intensificare la frequenza delle interazioni fra la BCE e il Parlamento europeo. Sulla base dell'articolo 284, comma 3, del TFUE, i rappresentanti della BCE sono stati invitati a numerosi scambi aggiuntivi durante la crisi (18 fra il 2008 e il 2017). Fra questi, un'audizione

<sup>39</sup> Cfr. Mersch, Y., op. cit.

ECON straordinaria del Presidente della BCE nell'agosto 2011 sulla crisi e la sua partecipazione a uno scambio di opinioni a porte chiuse in merito alla relazione *Verso un'autentica Unione economica e monetaria* nel 2012. Inoltre, ci sono state tre ulteriori audizioni ECON con i rappresentanti della BCE su questioni legate ai programmi di assistenza finanziaria dell'UE<sup>40</sup>, uno scambio di opinioni generali sulla crisi<sup>41</sup>, due sulla governance economica, quattro su questioni riguardanti i sistemi di pagamento e regolamento e uno su questioni statistiche<sup>42</sup>. In aggiunta, i membri del Comitato esecutivo hanno partecipato a una serie di incontri organizzati dal Parlamento europeo che coinvolgevano anche membri di parlamenti nazionali (ad esempio durante la settimana parlamentare europea<sup>43</sup>) e a scambi di opinioni con parlamenti nazionali<sup>44</sup>.

**Inoltre, il numero di interrogazioni scritte rivolte alla BCE dai parlamentari europei è aumentato notevolmente nel corso delle ultime due legislature. Il**

grafico 4 mostra che la crisi è stata una notevole determinante di questa tendenza al rialzo, che ha portato a un aumento sostanziale delle interrogazioni scritte fra la sesta e la settima legislatura e a una crescita particolarmente rapida nell'ottava. Durante la settima legislatura i deputati del Parlamento europeo hanno prodotto più del doppio delle interrogazioni scritte inviate dai loro colleghi nel corso della sesta (128 interrogazioni contro 62). Se nel 2008 soltanto 11 interrogazioni scritte erano state inviate alla BCE, nel 2013 il numero era salito a 46. L'attuale legislatura (2014-2019), tuttavia, è la più attiva finora: nel 2015 le comunicazioni hanno raggiunto il loro numero massimo, pari a 152, e già 325 lettere sono state inviate alla BCE, più della sesta e della settima legislatura messe insieme. Infine, è opportuno osservare che, dall'inizio dell'ottava legislatura, un'ampia quota delle interrogazioni scritte è stata inviata da gruppi politici minori, il che in parte compensa il numero limitato di interrogazioni orali a

<sup>40</sup> Nell'ambito dell'indagine sul ruolo e sulle operazioni della troika (BCE, Commissione e FMI) nei programmi di assistenza finanziaria dei paesi dell'area dell'euro, la BCE ha inoltre fornito [risposte scritte](#) al questionario presentato dal Parlamento europeo, e le ha rese disponibili sul proprio sito internet.

<sup>41</sup> Nel 2009 José Manuel González-Páramo è intervenuto in un'audizione organizzata dalla Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale del Parlamento europeo (cfr. [Rapporto annuale 2009](#), pag. 178).

<sup>42</sup> C'è stata anche una serie di scambi tra esperti su questioni specifiche, anche se ciò non può essere considerato come parte degli obblighi di accountability della BCE. Cfr., ad esempio, [Rapporto annuale 2012](#), pag. 157, e [Rapporto annuale 2013](#), pag. 174. Lo scambio di opinioni su questioni statistiche menzionato nel testo era legato ad AnaCredit, un progetto statistico mirato a creare un dataset contenente informazioni dettagliate su prestiti bancari individuali nell'area dell'euro, armonizzato tra tutti i paesi membri. Il progetto ha attirato l'attenzione di alcuni eurodeputati che hanno anche rivolto interrogazioni scritte alla BCE sull'argomento. L'[incontro con il membro del Comitato esecutivo Sabine Lautenschläger](#) ha offerto, fra l'altro, un'opportunità per spiegare nel dettaglio la procedura seguita dalla BCE nel preparare il Regolamento AnaCredit, nello stabilire i costi ad esso collegati e nell'assicurare il coinvolgimento delle parti interessate.

<sup>43</sup> A partire da febbraio 2012, all'inizio di ogni anno il Parlamento europeo organizza un evento interparlamentare sul Semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche, chiamato settimana parlamentare europea, che riunisce parlamentari di tutta l'UE per discutere di questioni economiche, di bilancio e sociali. La settimana parlamentare europea intende fornire una struttura per il dibattito e lo scambio di informazioni fra i parlamenti nazionali e il Parlamento europeo al fine di assicurare la responsabilità democratica nell'ambito della governance economica all'interno dell'UE.

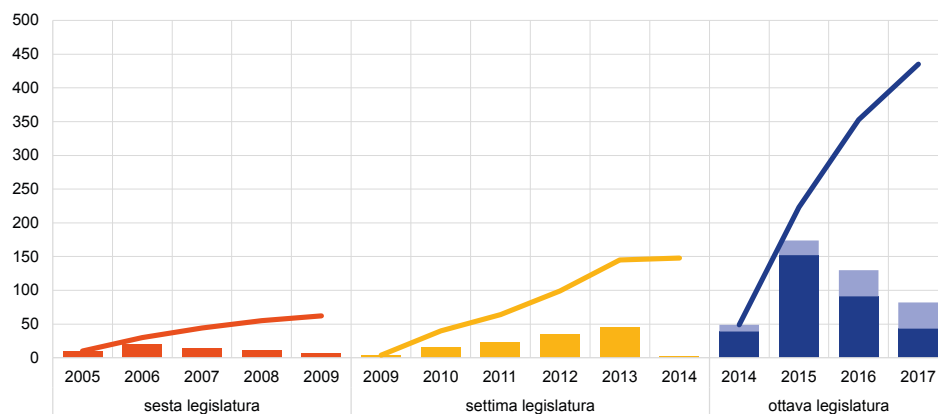
<sup>44</sup> Anche se l'interazione tra la BCE e i parlamenti nazionali non è parte delle sue attività di accountability, è opportuno rilevare che dal 2012 il Presidente della BCE è intervenuto davanti a sei parlamenti nazionali: in Germania nel 2012 e nel 2016, in Spagna e Francia nel 2013, in Finlandia nel 2014, in Italia nel 2015 e nei Paesi Bassi nel 2017. Inoltre, anche altri membri del Comitato esecutivo hanno preso parte a incontri presso altri parlamenti nazionali.

loro disposizione durante le audizioni ordinarie<sup>45</sup>. Ciò implica che l'invio di interrogazioni scritte assume un ruolo complementare rispetto alle audizioni ordinarie, migliorando in tal modo i canali di attuazione degli obblighi di accountability della BCE.

#### Grafico 4

##### Numero di risposte alle interrogazioni scritte dei parlamentari europei

(numero per anno e totali cumulativi, per legislatura)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aree ombreggiate rappresentano interrogazioni scritte su questioni di vigilanza.

#### Anche la risoluzione del Parlamento europeo sul Rapporto annuale della BCE è usata sempre più spesso per veicolare osservazioni alla BCE.

Anche se la relazione di iniziativa del Parlamento europeo sulle attività della BCE esiste come strumento parlamentare dal 1999, l'aumento del numero di emendamenti proposti dagli europarlamentari indica che, dal loro punto di vista, la sua importanza è andata sempre più crescendo. Nel 2017 gli emendamenti presentati alla relazione di iniziativa sul Rapporto annuale BCE 2016 sono stati 568, rispetto ai 269 dell'anno precedente. La differenza è ancor più netta se si paragona il numero di emendamenti presentati prima della crisi del debito sovrano del 2010 con il numero di quelli presentati durante e dopo. Il totale di tutti gli emendamenti presentati alle relazioni di iniziativa tra il 2005 e il 2009 è inferiore al totale di quelli presentati alle sole relazioni del 2010 e del 2011 (375 contro 468). Anche se questi dati possono derivare da una maggiore polarizzazione dei gruppi politici<sup>46</sup>, essi confermano anche che il rapporto annuale della BCE ha acquisito sempre maggiore rilevanza quale utile veicolo di accountability per i parlamentari europei.

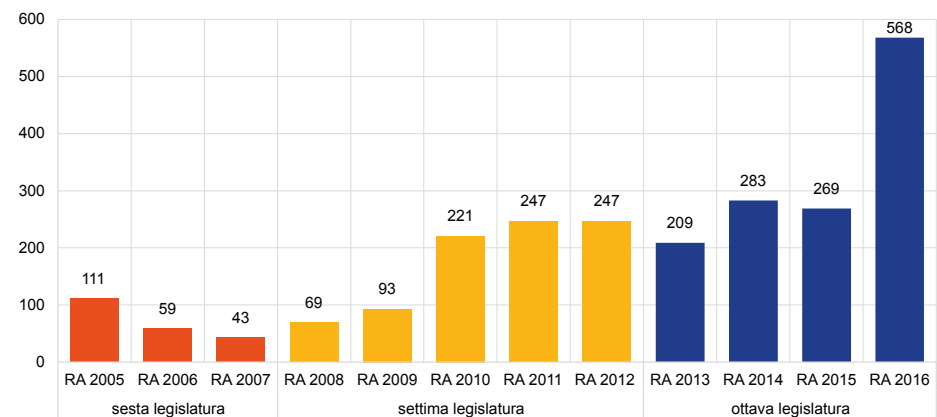
<sup>45</sup> Secondo il regolamento interno del Parlamento europeo, i tempi a disposizione per domande e risposte durante le audizioni sono allocati in base alla dimensione del gruppo politico, il che riduce la possibilità per i gruppi più piccoli e per gli europarlamentari non iscritti a gruppi di porre interrogazioni orali al Presidente della BCE.

<sup>46</sup> Cfr. Whitaker, R., Hix, S. e Dreyer, P., *MEPs' attitudes in the 2014-19 European Parliament: Key Findings from the European Parliament Research Group's Survey*, MEP Survey Data, 22 febbraio 2017.

## Grafico 5

### Coinvolgimento dei parlamentari europei nelle relazioni di iniziativa sui rapporti annuali della BCE prima, durante e a partire dalla crisi

(numero di emendamenti presentati dai parlamentari europei nella commissione ECON, per legislatura)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su informazioni fornite dal Parlamento europeo.

**Nel 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare il suo riscontro alla risoluzione del Parlamento europeo sul Rapporto annuale della BCE<sup>47</sup>.** Ogni anno il Parlamento europeo si riunisce in seduta plenaria per discutere e votare una risoluzione sul Rapporto annuale della BCE relativo all'anno precedente. Rispondendo a una richiesta esplicita da parte del Parlamento europeo<sup>48</sup>, la BCE ha iniziato a rendere pubbliche le proprie considerazioni in merito a tali risoluzioni. Tale pratica fornisce un ulteriore canale, al di là di quelli prescritti dal Trattato, attraverso il quale il Parlamento europeo valuta l'operato della BCE. In effetti, il riscontro permette ai parlamentari europei di comprendere meglio la posizione della BCE su una serie di questioni di policy, migliorando ulteriormente la qualità degli scambi fra le due istituzioni. Ad esempio, nel riscontro alle osservazioni formulate dal Parlamento europeo nella risoluzione sul Rapporto annuale della BCE per il 2015<sup>49</sup>, la BCE ha annunciato che erano stati affrontati i timori espressi dal Parlamento europeo riguardo la trasparenza nello sviluppo di regolamenti BCE sulle statistiche europee. In esso si afferma che il Consiglio direttivo ha approvato dei nuovi principi tenendo conto delle prassi di trasparenza del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione. In tal modo, adesso il Parlamento europeo è informato e invitato a partecipare alle consultazioni pubbliche sui regolamenti BCE riguardanti le statistiche europee<sup>50</sup>.

<sup>47</sup> Cfr. *Feedback on the input provided by the European Parliament as part of its resolution on the ECB Annual Report 2014*, 7 aprile 2016.

<sup>48</sup> Nella sua *Risoluzione sulla relazione annuale della Banca centrale europea per il 2014*, presentata il 25 febbraio 2016, il Parlamento europeo ha richiesto che "la relazione annuale della BCE fornisca un riscontro alle osservazioni formulate nella relazione annuale del Parlamento".

<sup>49</sup> Cfr. *Riscontro sul contributo fornito dal Parlamento europeo nel quadro della sua risoluzione sul Rapporto annuale della BCE per il 2015*, 10 aprile 2017.

<sup>50</sup> Cfr. *Transparency in developing new ECB regulations on European statistics*, disponibile sul sito della BCE.

## 4.2 Contenuto

**L'intensificazione delle interazioni fra la BCE e il Parlamento europeo è stata accompagnata da un cambiamento nel contenuto degli scambi.** Osservando l'evoluzione nel tempo degli argomenti, si può notare che i parlamentari europei hanno concentrato le proprie interrogazioni su questioni che erano di attualità nel periodo delle audizioni ordinarie. Il Dialogo monetario ordinario ha perciò fornito una sede di accountability di primo piano per spiegare la posizione della BCE su questioni legate alle policy e all'agenda politica del momento. La possibilità di discutere temi di attualità è certamente un fattore importante nel determinare l'efficacia di uno strumento di accountability. In linea con ciò, i risultati di un'indagine recente<sup>51</sup> hanno mostrato che il 50 per cento dei parlamentari europei ha sempre trovato utili gli scambi con il Presidente della BCE e nessuno di loro li ha considerati inutili.

### Riquadro 2

L'evoluzione degli argomenti e del tono delle audizioni parlamentari della BCE

---

a cura di Nicolò Fraccaroli

**Le tecniche di analisi testuale forniscono ulteriori indicazioni circa l'evoluzione di contenuto e tono delle audizioni ECON nel corso del tempo.** Se si analizzano le trascrizioni delle audizioni ECON è possibile identificare le parole usate più frequentemente nel corso di questi scambi e la loro evoluzione tra il 1999 e il 2018<sup>52</sup>. La “nuvola di parole” delle audizioni fornisce una rassegna visiva delle parole più frequenti negli scambi (cfr. grafico A) e mostra che *euro*, *monetary policy* (politica monetaria), *inflation* (inflazione) e *growth* (crescita) sono emerse più marcatamente rispetto alle altre nel corso delle discussioni. Al contempo, il centro dell'attenzione si è spostato con l'evoluzione della crisi. Come è comprensibile, la crisi è divenuta essa stessa un argomento di rilievo del Dialogo monetario, soprattutto quando ha raggiunto il suo culmine nell'area dell'euro (cfr. grafico B).

---

<sup>51</sup> Cfr. Collignon, S. e Diessner, S., “The ECB's Monetary Dialogue with the European Parliament: Efficiency and Accountability during the Euro Crisis?”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 54, n. 6, 2016, pagg. 1296-1312.

<sup>52</sup> I dati usati in questa analisi provengono dalle trascrizioni delle audizioni pubblicate dal Parlamento europeo. Un numero ridotto di trascrizioni (10 su 75) sono state escluse dall'analisi, poiché non sono interamente in inglese.

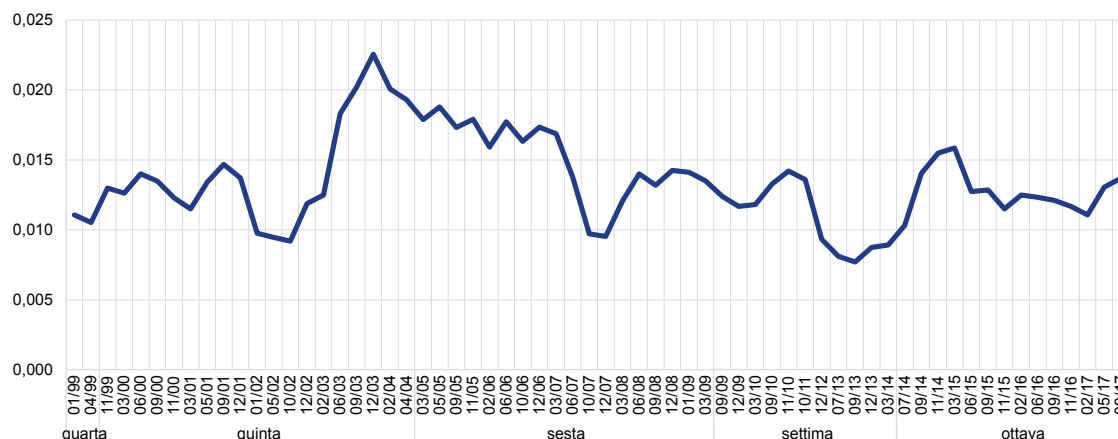


nella sezione precedente. L'analisi testuale permette di colmare tale lacuna e fornisce evidenze empiriche. Attingendo alla letteratura sull'analisi del sentiment applicata ai testi<sup>54</sup> è possibile calcolare il grado del sentiment positivo o negativo diffuso nel Dialogo monetario, rappresentare il tono negativo usato durante le audizioni sia dalla BCE che dai parlamentari europei e quindi misurare in che modo è cambiato nel tempo il tono dei dibattiti parlamentari (cfr. grafico C).

## Grafico C

### Indice del sentiment nelle audizioni ECON, 1999-2018

(indice del sentiment nelle trascrizioni delle audizioni ECON, per anno e per legislatura)



Fonti: Parlamento europeo ed elaborazioni della BCE.

Note: le liste di termini positivi e negativi sono tratte da una base terminologica preconstituita usata in letteratura e sviluppata da Bing Liu e dai suoi collaboratori per il pacchetto tidytext R. La base terminologica include 2.006 termini positivi e 4.782 negativi. Il sentiment viene calcolato usando la tecnica del dizionario comune, che consiste nell'associare ciascun termine delle trascrizioni a quelli contenuti in due liste di parole, positive e negative, per ottenere l'indice del sentiment, calcolato come segue:

$$\text{SentimentRatio}_t = \frac{(|\text{Positive}_t| - |\text{Negative}_t|)}{N_t}$$

in cui  $t$  è una trascrizione del Dialogo monetario,  $N_t$  è il numero di termini contenuto nella trascrizione  $t$ , e  $\text{Positive}_t$  e  $\text{Negative}_t$  sono, rispettivamente, il numero di termini positivi e negativi associati in ciascuna trascrizione. Dieci trascrizioni di Dialoghi monetari su 75 non rientrano nell'analisi poiché non sono stati interamente tradotti in inglese.

**Nonostante la crisi, nel complesso il tono del dibattito si è mantenuto positivo.** Dopo aver raggiunto il culmine a febbraio 2004, il sentiment è peggiorato fino a toccare il punto più basso a dicembre 2007, all'inizio della recessione. Nonostante ciò, è opportuno notare che tale livello negativo non si è distaccato significativamente da quello raggiunto nell'ottobre 2002. Inoltre, il peggioramento del sentiment era già iniziato, seppur moderatamente, nel 2005, due anni prima che iniziasse la crisi. Tuttavia, il tono del dialogo è migliorato prontamente dopo il 2008 e nonostante sia stato caratterizzato da alcune oscillazioni, esso si è mantenuto piuttosto stabile durante la crisi, includendo anche dei picchi positivi. Ciò sembra suggerire che le audizioni ECON fra il Presidente della BCE e i parlamentari europei siano un'utile piattaforma per un dialogo costruttivo anche nei periodi di crisi. Questa analisi, tuttavia, ha dei limiti metodologici. Ad esempio, il basso sentiment durante la crisi può derivare da prospettive economiche negative discusse nell'audizione e commentate dagli europarlamentari. Ciononostante, la stabilità del sentiment durante tutta la crisi indica che la relazione fra le due istituzioni non si è sgretolata e che il regime di accountability che la sostiene si è dimostrato in grado di resistere alla sfida di una recessione economica.

<sup>54</sup> Cfr. Nyman, R., Kapadia, S., Tuckett, D., Gregory, D., Ormerod P. e Smith, R., "News and narratives in financial systems: exploiting big data for systemic risk assessment", *Staff Working Paper*, n. 704, Bank of England, gennaio 2018. Cfr. anche Liu, B., *Sentiment Analysis and Opinion Mining*, Morgan & Claypool Publishers, 2012.

## Il Parlamento europeo ha intensificato l'uso di consulenze specialistiche durante la preparazione delle audizioni con il Presidente.

La mancanza di competenze su questioni tecniche, economiche e finanziarie da parte dei parlamentari europei è stata identificata come un possibile fattore di indebolimento degli sforzi di monitoraggio da parte del Parlamento europeo<sup>55</sup>. Dal 1999, prima di ciascun Dialogo monetario, la commissione ECON incarica un gruppo di esperti di redigere documenti informativi che forniscano agli eurodeputati approfondimenti tecnici su argomenti di attualità. Si ritiene che gli eurodeputati abbiano avuto maggior successo nell'influenzare la politica monetaria quando si sono trovati allineati con gli

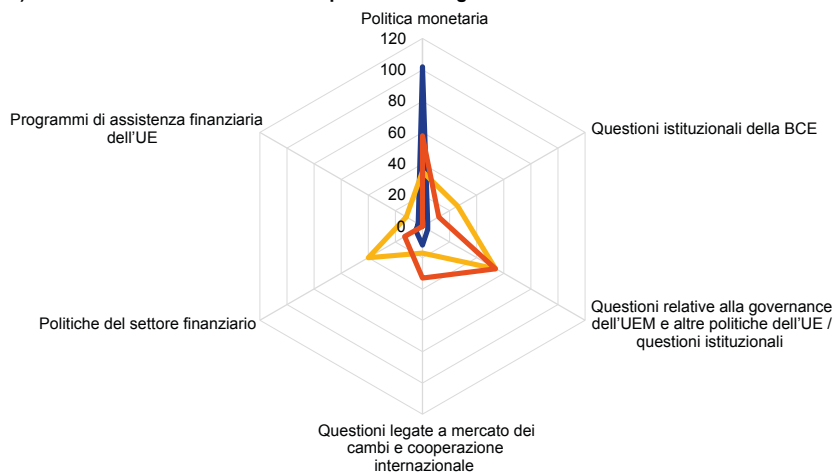
### Grafico 6

Su quali argomenti gli eurodeputati hanno richiesto consulenze specialistiche prima e dopo la crisi?

(argomenti dei documenti informativi degli esperti monetari, per legislatura (dal 3° trimestre 2004 al 1° trimestre 2018))

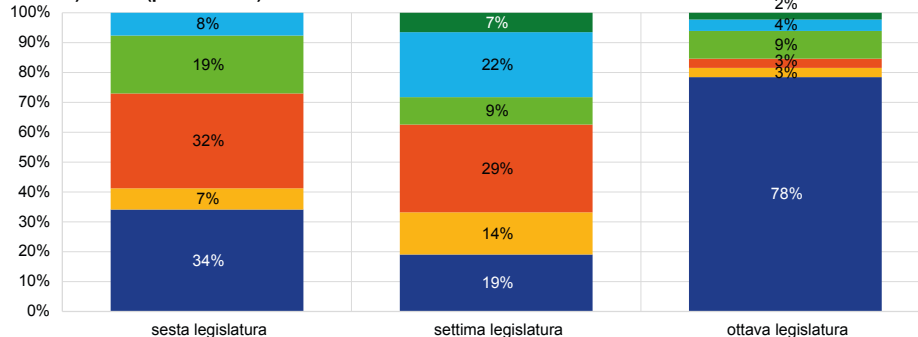
- ottava legislatura
- settima legislatura
- sesta legislatura

#### a) Numero di documenti informativi per ciascun argomento



- Politica monetaria
- Questioni istituzionali della BCE
- Questioni relative alla governance dell'UEM e altre politiche dell'UE / questioni istituzionali
- Questioni legate a mercato dei cambi e cooperazione internazionale
- Politiche del settore finanziario
- Programmi di assistenza finanziaria dell'UE

#### b) Quota (percentuale)



Fonti: Parlamento europeo ed elaborazioni della BCE.

Note: gli anni corrispondenti a ciascuna legislatura sono: sesta legislatura: dal 2004 al 2009; settima legislatura: dal 2009 al 2014; ottava legislatura: dal 2014 a oggi. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute ad arrotondamenti.

<sup>55</sup> Cfr. Wyplosz, C., "The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue", *Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, ottobre 2005.

esperti<sup>56</sup>. Mentre alcuni critici hanno osservato, in passato, che le richieste di pareri di esperti da parte del Parlamento europeo non si erano focalizzate abbastanza sugli aspetti tecnici legati alla politica monetaria<sup>57</sup>, il grafico 6 mostra che nel corso dell'ultima legislatura il Parlamento europeo ha ridotto il numero di argomenti e si è concentrato di più sugli aspetti di politica monetaria<sup>58</sup>. Ciò indica che gli europarlamentari fanno sempre più affidamento sugli esperti in questo campo, come si evince anche da una recente indagine svolta fra i parlamentari stessi<sup>59</sup>.

**Osservando le audizioni trimestrali ECON, si nota che la politica monetaria è stata la principale tematica affrontata dagli europarlamentari nell'ottava legislatura (cfr. grafico 7).** Ciò si contrappone a quanto accaduto in legislature passate, quando gli osservatori avevano notato che le interrogazioni degli eurodeputati spesso non erano riferite alla politica monetaria<sup>60</sup>. Tuttavia, man mano che, nel corso della crisi, i compiti della BCE si ampliavano, le discussioni affrontavano anche un più ampio novero di argomenti. Ad esempio, le interrogazioni in merito ai programmi di assistenza finanziaria dell'UE sono state più numerose di quelle sulla politica monetaria nel biennio 2010-2011, periodo in cui hanno preso il via i primi programmi<sup>61</sup>. La loro frequenza è diminuita fra il 2012 e il 2014, poiché l'attenzione si è spostata sulle politiche del settore finanziario, soprattutto sull'imminente riforma dell'architettura finanziaria europea e sulla creazione dell'unione bancaria. Nel 2015 il dibattito si è di nuovo incentrato sui programmi di assistenza finanziaria dell'UE, in particolare in seguito agli eventi avvenuti in Grecia, e ha toccato questioni più ampie riguardanti il futuro dell'UEM, comprese quelle emerse a seguito della pubblicazione della relazione dei cinque presidenti<sup>62</sup>. Inoltre, per quel che riguarda gli anni più recenti, il fatto che gli europarlamentari si siano concentrati su nuovi argomenti e su tematiche di attualità è evidenziato, fra le altre cose, dal numero di interrogazioni riguardanti la Brexit (il 17 per cento delle interrogazioni fra il 2016 e il 2017) e le questioni di tecnofinanza e sicurezza informatica (il 4 per cento nel 2017)<sup>63</sup>.

<sup>56</sup> Cfr. Sibert, A., *The European Parliament's Monetary Dialogue with the ECB and its Panel of Experts*, Parlamento europeo, 2005.

<sup>57</sup> Cfr. Wyplosz, C., "The Monetary Dialogue", e Sibert, A., "Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward", entrambi all'interno di *Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward – Compilation of Notes*, Parlamento europeo, marzo 2014.

<sup>58</sup> Il ridimensionamento dell'argomento "stabilità finanziaria e vigilanza" si spiega inoltre con la creazione di audizioni specifiche su questioni legate alla vigilanza bancaria europea: cfr. il riquadro 1.

<sup>59</sup> Secondo un'indagine recente, il 74 per cento del campione di parlamentari europei ha trovato utili i documenti prodotti dal gruppo di esperti. L'indagine è stata pubblicata in Collignon, S. e Diessner, S., op. cit.

<sup>60</sup> Cfr. Wyplosz, C., "The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue", op. cit.

<sup>61</sup> In tal senso, la risposta dell'ex-Presidente della BCE Jean-Claude Trichet all'audizione ECON del 30 giugno 2011 è piuttosto rivelatrice: "Mi sarei aspettato molte domande sulla nostra politica monetaria, sul livello dell'inflazione, su come sarà tra due anni, sul fatto che le nostre proiezioni siano giuste o sbagliate, e se abbiamo ragione o torto a mantenere l'attuale livello dei tassi di interesse, tenendo in considerazione le altre decisioni assunte nel resto del mondo. Tuttavia, vedo che avete una tale fiducia nella mia istituzione che queste questioni non rappresentano assolutamente un problema! Ho inoltre ricevuto molte domande su questioni per le quali non siamo responsabili. Siamo responsabili per l'area dell'euro nel suo insieme e per la stabilità dei prezzi." Cfr. la [trascrizione sul sito del Parlamento europeo](#).

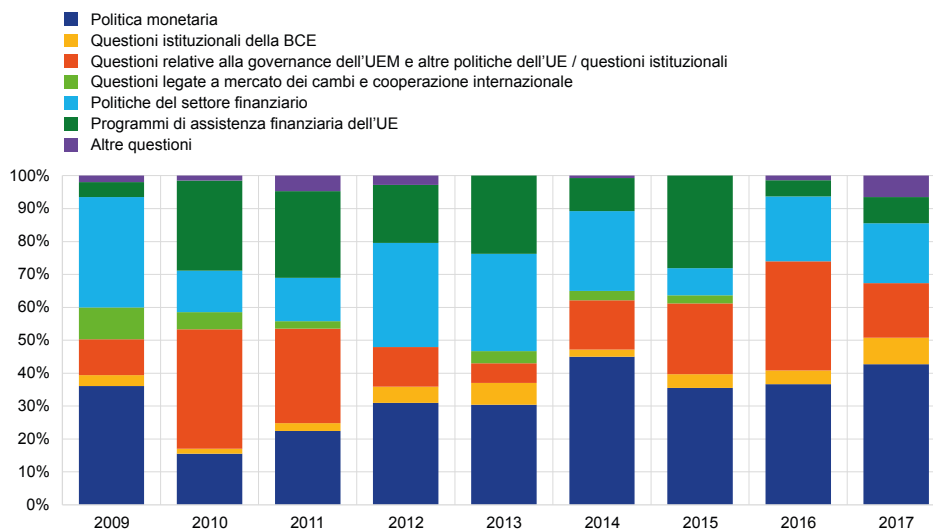
<sup>62</sup> Cfr. Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., *Completare l'unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione europea, 22 giugno 2015.

<sup>63</sup> Entrambi gli argomenti sono inclusi nella categoria "altre questioni".

## Grafico 7

Nel corso delle audizioni ECON, è stata chiesta l'opinione del Presidente della BCE su un ampio novero di questioni

(interrogazioni rivolte dagli europarlamentari durante le audizioni trimestrali ECON, per argomento, valori percentuali)



Fonti: Parlamento europeo ed elaborazioni della BCE.

**La scomposizione degli argomenti nelle interrogazioni scritte inviate dai parlamentari europei alla BCE indica che questo strumento di accountability svolge un ruolo complementare.** La politica monetaria è stata inoltre l'argomento affrontato più spesso nelle interrogazioni scritte durante le ultime due legislature (cfr. grafico 8). Le interrogazioni in merito alle politiche del settore finanziario si sono ridotte dal 19 per cento della settima legislatura al 5 per cento dell'ottava (in parte perché, dal 2014, è stato possibile indirizzare le interrogazioni scritte alla Presidente del Consiglio di vigilanza), mentre le interrogazioni sui programmi di assistenza finanziaria dell'UE sono aumentate. È opportuno notare che, a differenza di quanto accaduto nelle audizioni ordinarie, la maggior parte delle interrogazioni scritte nel 2014 e nel 2015 ha riguardato gli eventi avvenuti in Grecia. Le interrogazioni scritte hanno fornito ai gruppi politici minori (con un tempo limitato a disposizione per intervenire verbalmente durante le audizioni) e ai collegi elettorali nazionali l'opportunità di porre domande sulla questione e ha dato alla BCE l'opportunità di presentare le proprie opinioni su numerosi aspetti del programma di aggiustamento economico della Grecia<sup>64</sup>. La maggior parte delle interrogazioni scritte in merito a questioni istituzionali sottolinea inoltre il ruolo complementare da esse svolto e indica che i parlamentari europei le usano per porre domande più dettagliate su questioni di solito non affrontate nel corso delle audizioni a causa, ad esempio, di limiti temporali. Ciò ha fornito alla BCE la possibilità di spiegare più dettagliatamente

<sup>64</sup> Ad esempio, fra marzo e ottobre 2015, il Presidente della BCE ha risposto a 15 interrogazioni scritte in merito al programma di aggiustamento economico della Grecia spiegando, fra le altre cose, il preciso funzionamento e fondamento logico alla base dei requisiti di eleggibilità applicati ai titoli di stato greci usati come collaterale nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

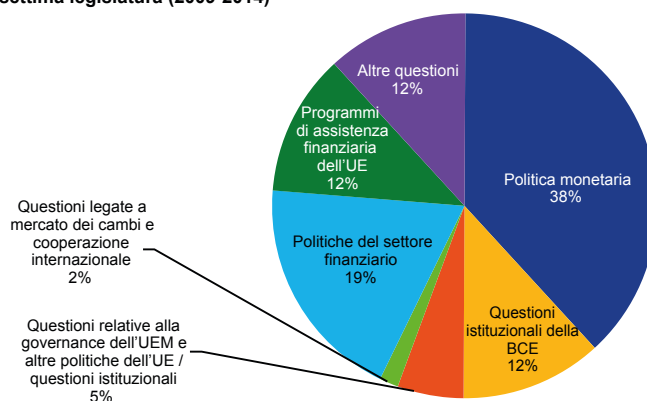
il funzionamento del proprio processo decisionale<sup>65</sup> e di fornire maggiori informazioni sulle proprie attività<sup>66</sup>.

### Grafico 8

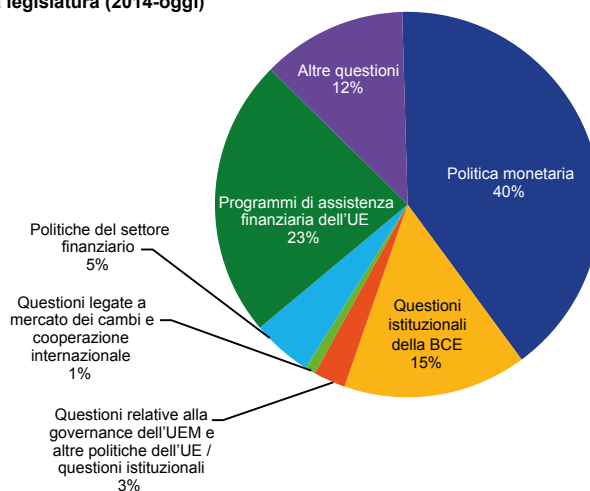
#### Argomenti delle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari dal 2009 ad oggi

(valori percentuali)

##### a) settima legislatura (2009-2014)



##### b) ottava legislatura (2014-oggi)



Fonti: Parlamento europeo ed elaborazioni della BCE.

Note: non sono incluse le interrogazioni scritte indirizzate alla Presidente del Consiglio di vigilanza. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute ad arrotondamenti.

<sup>65</sup> Ad esempio, nella [risposta a un'interrogazione scritta da parte di numerosi europarlamentari](#), il Presidente della BCE ha fornito una descrizione completa della metodologia per il calcolo del reddito da signoraggio complessivo percepito dalla BCE e tutte le informazioni di contorno richieste (ad es., dati annuali su ritenzione/distribuzione di questo reddito, ponderazioni di distribuzione fra BCN, ecc.)

<sup>66</sup> Ad esempio, nella [risposta a un'interrogazione scritta da parte di un europarlamentare](#), il Presidente della BCE ha fornito una lista completa dei consessi e delle istituzioni internazionali presso le quali i membri del Comitato esecutivo della BCE e del Consiglio di vigilanza hanno rappresentato l'istituzione.

### 4.3 Interazioni con altre parti interessate

**L'accresciuto interesse nella possibilità di chiedere conto alla BCE del proprio operato ha influenzato principalmente le interazioni della BCE stessa con il Parlamento europeo, ma anche altri soggetti e istituzioni dell'UE hanno svolto un ruolo importante nel fornire controlli incrociati.** L'obbligo di accountability della BCE è integrato in un network di interazioni con altre istituzioni che si intensificano nei periodi di crisi<sup>67</sup>. Ad esempio, la Corte di giustizia dell'Unione europea negli ultimi anni ha accresciuto sempre di più il proprio sindacato giurisdizionale sugli atti della BCE<sup>68</sup>. Le decisioni della Corte hanno implicazioni di vasta portata, poiché i singoli individui possono contestare la condotta della BCE chiedendo un risarcimento danni, nonché chiedendo alla Corte di annullare le decisioni della BCE per motivi di illegittimità<sup>69</sup>. Anche l'istituzione del Mediatore europeo svolge un ruolo, poiché può essere interpellato su questioni riguardanti la trasparenza e la corretta amministrazione. L'efficienza operativa della gestione della BCE è esaminata dalla Corte dei conti europea (CCE), ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC. Altre istituzioni importanti comprendono l'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), che ha il potere di condurre indagini amministrative all'interno della BCE per contrastare frode, corruzione e altre attività illegali, e il Garante europeo della protezione dei dati, che monitora e assicura l'osservanza della normativa sulla protezione dei dati nelle operazioni di trattamento dati della BCE. Inoltre, altre organizzazioni della società civile hanno contribuito al dibattito sull'accountability. Ad esempio, il dibattito originato dalla pubblicazione del rapporto di Transparency International sulla trasparenza e l'accountability della BCE è stato accolto favorevolmente da quest'ultima<sup>70</sup> poiché ha fornito un'occasione di dialogo aperto e bilanciato con organizzazioni non governative (ONG).

**Nessuno di questi organismi e istituzioni agisce in modo isolato e le loro azioni hanno un impatto sull'accountability della BCE nei confronti del Parlamento europeo.** Ad esempio, sia la BCE che i parlamentari europei hanno fatto riferimento alle sentenze della Corte nel corso dei loro scambi ordinari. Analogamente, i rapporti di CCE, Mediatore europeo, ONG e accademici sono stati discussi con gli europarlamentari, sia nel contesto delle audizioni ordinarie sia nelle interrogazioni scritte<sup>71</sup>.

<sup>67</sup> Cfr. Giovannini, A. e Jamet, J., op. cit.

<sup>68</sup> Cfr., ad esempio, la sentenza della Corte sul programma di operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE in *Peter Gauweiler e altri v Deutscher Bundestag*, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400, punti 49-51.

<sup>69</sup> Cfr. Mersch, Y., op. cit.

<sup>70</sup> Cfr. *"Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank"*, Transparency International EU, marzo 2017; e *"La BCE accoglie con favore il dialogo con le ONG sulla trasparenza"*, comunicato stampa, BCE, 28 marzo 2017. La BCE ha agevolato il progetto di Transparency International EU invitando i ricercatori a una serie di incontri con rappresentanti dell'alta dirigenza.

<sup>71</sup> Cfr., ad esempio, la *lettera a Kostadinka Kuneva (parlamentare europea)* da parte del Presidente della BCE, che affronta la relazione speciale della CCE su *L'intervento della Commissione nella crisi finanziaria greca*. Anche gli studi svolti dalle ONG sono stati discussi nelle risposte alle interrogazioni scritte degli europarlamentari. Cfr., ad esempio, la *lettera ad alcuni parlamentari europei riguardo le interazioni della BCE con soggetti esterni*, da parte del Presidente della BCE; essa risponde a interrogazioni riguardanti la relazione del Corporate Europe Observatory *Open door for forces of finance at the ECB*.

## 5 Osservazioni conclusive

**Questo articolo fornisce evidenze quantitative e qualitative sull'evoluzione delle prassi di accountability della BCE, in risposta alla richiesta di monitoraggio che è emersa dalla crisi.**

Sebbene le disposizioni del Trattato in merito siano rimaste invariate, si è creato un nuovo regime di accountability per i nuovi compiti di vigilanza affidati alla BCE. Inoltre, nell'ambito del regime già esistente, la BCE e il Parlamento europeo hanno aumentato la frequenza delle loro interazioni, apportato innovazioni alla modalità degli scambi e aumentato la concentrazione di questi ultimi su specifici argomenti, in risposta alle richieste di maggiore controllo sulle azioni della BCE. Da un lato, ciò ha portato a un uso migliore degli strumenti a disposizione del Parlamento europeo in tema di accountability. Dall'altro, anche la BCE ha interesse a rafforzare le proprie prassi di accountability nei confronti del Parlamento europeo, poiché ciò rientra nell'impegno di spiegare le proprie politiche in un contesto sempre più complesso.

**L'impegno congiunto delle due istituzioni ha fatto in modo che un elevato grado di accountability della banca centrale fosse assicurato durante tutta la crisi.**

Il preesistente regime di accountability ha consentito un maggiore controllo e ha in tal modo dimostrato la propria solidità. La BCE è stata in grado di spiegare e dimostrare di star agendo secondo il suo mandato democratico, pilastro fondamentale della sua legittimità.

**Nonostante l'evoluzione delle prassi di accountability della BCE, si mantiene elevata la richiesta pubblica di un maggiore controllo.**

Continua ad aumentare l'attenzione dell'opinione pubblica verso la BCE, mentre è in graduale ripresa dal 2014 la fiducia in essa riposta, come riportato dall'Eurobarometro<sup>72</sup>. Anche se il miglioramento della comprensione delle interrelazioni finanziarie ed economiche da parte dell'opinione pubblica aiuta quest'ultima a comprendere meglio le politiche delle BCE<sup>73</sup>, l'accountability è comunque indispensabile per la BCE quale mezzo per spiegare le proprie azioni ai cittadini e per contribuire, pertanto, ad accrescere la fiducia della collettività, che è essa stessa una base essenziale per l'indipendenza di una banca centrale.

---

<sup>72</sup> L'ultima indagine dell'Eurobarometro (novembre 2017) ha riscontrato che il 39 per cento degli intervistati appartenenti all'area dell'euro tendeva a fidarsi della BCE (il valore più alto dall'autunno 2011) e il 47 per cento tendeva a non fidarsi (altri non sapevano).

<sup>73</sup> Cfr. Cœuré, B., *Independence and accountability in a changing world*, op. cit.

## 2 Misurare la frammentazione nel mercato monetario interbancario overnight delle operazioni non garantite: un approccio basato sulla trasmissione della politica monetaria

a cura di Jens Eisenschmidt, Danielle Kedan e Robin Tietz

Il mercato monetario overnight svolge un ruolo cruciale nell'attuazione e nella trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. La frammentazione del mercato monetario segnala una disfunzione del meccanismo di trasmissione che implica la necessità di seguire con attenzione una serie di indicatori adeguati. Il presente articolo esamina gli aspetti concettuali e di misurazione del grado di frammentazione e propone una nuova misura di tale fenomeno che tiene conto del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

### 1 Introduzione

**Il mercato monetario overnight rappresenta il punto di partenza per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.** Le aspettative riguardo all'andamento dei tassi di riferimento della BCE sono alla base delle attese sui tassi overnight. A loro volta, tali tassi ancorano l'intera curva dei rendimenti, nella misura in cui i tassi a lungo termine, che influenzano maggiormente l'attività economica, dipendono dalle attese sul futuro andamento dei tassi overnight maggiorati dei premi per il rischio. Pertanto, un corretto funzionamento del mercato monetario overnight che eviti la frammentazione è cruciale per la trasmissione della politica monetaria.

**Il segmento del mercato interbancario overnight delle operazioni non garantite è di particolare rilevanza, perché la formazione dei prezzi su questo mercato è collegata in maniera più stretta con la politica monetaria.** Nonostante uno spostamento di lungo periodo dell'attività del mercato monetario dell'area dell'euro verso operazioni garantite<sup>1</sup>, il segmento non garantito resta assai rilevante ai fini dell'attuazione e della trasmissione della politica monetaria. Le quotazioni su questo segmento rispecchiano le dinamiche relative alla domanda e all'offerta delle riserve di moneta della banca centrale. Di conseguenza, la formazione dei prezzi è determinata soprattutto dalla liquidità e dipende da fattori direttamente controllati dalla banca centrale: a) i tassi di riferimento e b) la quantità di riserve fornite dalla banca centrale. Al contrario, sul mercato monetario garantito la domanda di riserve di moneta di banca centrale non rappresenta necessariamente il fattore alla base della formazione dei prezzi. Nella maggior parte delle operazioni pronti contro termine, i prezzi vengono determinati dalla domanda e dall'offerta delle attività stanziate in garanzia. Sebbene il mercato di tali attività possa essere influenzato dalla

<sup>1</sup> Per un'ulteriore trattazione del calo delle attività non garantite sul mercato monetario, cfr. *Euro money market study 2014*, BCE, aprile 2014 e *Financial integration in Europe*, BCE, maggio 2018, pag. 135.

politica monetaria<sup>2</sup>, assumono rilevanza anche determinati fattori esogeni come la regolamentazione<sup>3</sup>.

**La frammentazione segnala una disfunzione nella trasmissione iniziale della politica monetaria, che può pregiudicarne l'efficacia in termini di capacità complessiva di guidare i criteri di concessione del credito applicati a famiglie e imprese.** Durante la crisi finanziaria, i primi segnali di tensione sul mercato sono emersi nel segmento interbancario non garantito. Pertanto, al pari di altre banche centrali, nel corso della crisi la BCE ha seguito con attenzione gli andamenti dei mercati dei finanziamenti interbancari, come si evince dalle pubblicazioni ufficiali, dagli interventi pubblici e dai verbali delle riunioni decisionali<sup>4</sup>. Per affrontare le disfunzioni nei mercati interbancari, la BCE ha introdotto una serie di misure, come l'applicazione della procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le linee di swap reciproche per lo scambio di liquidità con varie altre banche centrali.

**La crisi finanziaria ha stimolato l'attività di ricerca accademica sui mercati interbancari finalizzata a migliorare la comprensione della struttura e del funzionamento di tali mercati e a identificarne le fonti di tensione e frammentazione.** Ad esempio, Heider et al. sviluppano un modello relativo ai prestiti interbancari soggetti a rischio di controparte erogati e ricevuti e analizzano l'impatto delle informazioni private detenute dagli intermediari relative ai rischi per le negoziazioni e le quotazioni della liquidità in questo segmento<sup>5</sup>. Eisenschmidt e Tapking mostrano come le preoccupazioni relative al futuro accesso al mercato possano indurre gli intermediari o ad aumentare i tassi sui prestiti a breve termine o a ritirarsi del tutto dal prestito interbancario<sup>6</sup>. Cocco et al. e Bräuning e Fecht rilevano che i rapporti di erogazione di prestito costituiscono un fattore importante nel determinare la disponibilità di finanziamenti e il tasso di interesse al quale le banche riescono a ottenere fondi sul mercato interbancario<sup>7</sup>. Frutos et al. esaminano le tensioni nel mercato interbancario europeo considerando i dati del sistema dei pagamenti e riscontrano che la crescita del rischio di controparte dei debitori nei

---

<sup>2</sup> Tale influenza può esplicarsi sia in modo indiretto (ad esempio attraverso l'assetto operativo delle garanzie delle banche centrali) che in modo diretto (ad esempio attraverso i programmi di acquisto di attività finanziarie attuati dalle banche centrali).

<sup>3</sup> Per un'ulteriore trattazione dei potenziali effetti della regolamentazione sui mercati monetari garantiti, cfr. Grill, M., Jakovicka, J., Lambert, C., Nicoloso, P., Steininger, L. e Wedow, M., "Recent developments in euro repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017, pagg. 158-171.

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, *Implicazioni delle tensioni sui mercati monetari per la trasmissione dei tassi di interesse delle IFM*, riquadro n. 5 nel numero di dicembre 2008 del Bollettino mensile della BCE, pagg. 47-62; "Restarting a Market: The Case of the Interbank Market", intervento di Lorenzo Bini Smaghi, 1° dicembre 2008; Jackson, C. e Sim, M., "Recent Developments in the Sterling Overnight Money Market", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 3° trimestre 2013, pagg. 223-232; "Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy", *Global Financial Stability Report*, capitolo 2, FMI, ottobre 2008.

<sup>5</sup> Heider, F., Hoerova, M. e Holthausen, C., "Liquidity hoarding and interbank market rates: The role of counterparty risk", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n. 2, 2015, pagg. 336-354.

<sup>6</sup> Eisenschmidt, J. e Tapking, J., "Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets", *Working Paper Series*, n. 1025, BCE, marzo 2009.

<sup>7</sup> Cocco, J.F., Gomes, F.J. e Martins, N.C., "Lending relationships in the interbank market", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, n. 1, 2009, pagg. 24-48 e Bräuning, F. e Fecht, F., "Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity", *Review of Finance*, vol. 21, n. 1, 2017, pagg. 33-75.

paesi periferici dell'area dell'euro si è tradotta in un calo dei prestiti erogati dalle banche nei principali paesi<sup>8</sup>. Garcia-de-Andoain et al. e Mayordomo et al. sviluppano indicatori del grado di frammentazione per i mercati interbancari sulla base dei differenziali di interesse<sup>9</sup>.

**Il presente articolo si aggiunge alla letteratura relativa alla misurazione del grado di frammentazione tenendo in considerazione il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.** La seconda sezione esamina gli aspetti concettuali della frammentazione e fornisce un riepilogo di alcune delle misure disponibili. La terza sezione spiega come sia possibile ricavare un indicatore del grado di frammentazione a partire dalle operazioni non garantite nel mercato monetario overnight. La quarta sezione esamina le proprietà del nuovo indicatore comparandolo a quelli esistenti.

## 2 Definire e misurare il grado di frammentazione

**Dal punto di vista del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la frammentazione può essere considerata come la mancanza di una completa negoziabilità transfrontaliera delle riserve di moneta di banca centrale che non può essere spiegata da fattori tecnici o fondamentali.** Nel contesto di un'unione monetaria, un mercato monetario privo di frammentazione che funziona correttamente prevede che le riserve fluiscono liberamente tra le banche. Pertanto, i tassi di interesse dovrebbero soddisfare la legge del prezzo unico ed essere omogenei fra gli intermediari, una volta considerati i fattori tecnici (ad esempio, l'abilitazione alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti delle banche centrali)<sup>10</sup> e fondamentali (ad esempio, il rischio di controparte) che giustificano un differenziale di tasso. Per quanto possano esservi fattori idiosincratici che influiscono sulle transazioni transfrontaliere, in un mercato privo di frammentazione

<sup>8</sup> Frutos, J.C., Garcia-de-Andoain, C., Heider, F. e Papsdorf, P., "Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis", *Working Paper Series*, n. 1925, BCE, giugno 2016.

<sup>9</sup> Garcia-de-Andoain, C., Hoffman, P. e Manganelli, S., "Fragmentation in the euro overnight unsecured money market", *Economic Letters*, vol. 125, n. 2, 2014, pagg. 298-302 e Mayordomo, S., Abascal, M., Alonso, T. e Rodriguez-Moreno, M., "Fragmentation in the European interbank market: Measures, determinants, and policy solutions", *Journal of Financial Stability*, vol. 16, 2015, pagg. 1-12.

<sup>10</sup> L'accesso delle controparti al bilancio dell'Eurosistema è un fattore tecnico che può influenzare la determinazione dei prezzi nel mercato monetario. Solo gli intermediari situati nell'area dell'euro sono ammessi a partecipare alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sono abilitati a compiere operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Di conseguenza i tassi di riferimento della BCE non rappresentano il costo opportunità rilevante per la totalità degli operatori del mercato interbancario. Le banche non abilitate alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti devono depositare le riserve in euro presso un'altra banca che possa accedere a tali operazioni. La conseguente asimmetria nel potere di contrattazione può esercitare pressioni al ribasso sui tassi interbancari quando l'eccesso di liquidità è elevato. Nel contesto attuale, i tassi ai quali gli intermediari non appartenenti all'area concedono prestiti a (o effettuano depositi presso) banche dell'area dell'euro sono inferiori al tasso applicato ai depositi. Pertanto, i tassi di mercato possono discostarsi ulteriormente da quelli di riferimento quando la quota relativa alle banche esterne all'area dell'euro sul totale delle attività sul mercato monetario interbancario è la più elevata. Tali scostamenti, tuttavia, discendono dalla questione tecnica dell'accesso delle controparti al bilancio dell'Eurosistema, e non necessariamente segnalano una disfunzione nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

non dovrebbero esserci ostacoli sistematici nel ricevere o erogare prestiti transfrontalieri<sup>11</sup>.

**Da un punto di vista concettuale, la frammentazione nell'area dell'euro è spesso esaminata con riferimento all'integrazione finanziaria, anche se la mancanza di dati ha fatto sì che indicatori che si discostano da tale concetto siano utilizzati per valutare lo stato della frammentazione.** Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria, una disfunzione nell'attività del mercato transfrontaliero (sia in termini di differenziali di interesse fra paesi che in termini di mancanza di depositi transfrontalieri) può indicare frammentazione. La misurazione di questo fenomeno attraverso i tassi corretti per il rischio e l'operatività transfrontaliera richiede dati sulle operazioni che non sono accessibili al pubblico. In pratica, quindi, il grado di frammentazione è stato spesso valutato attraverso indicatori dell'attività dei mercati monetari tempestivi e prontamente disponibili (ad esempio, i differenziali di interesse nel mercato monetario, che non segnalano necessariamente una frammentazione transfrontaliera). Tra le altre misure usate per stimare il grado di frammentazione figurano gli indicatori connessi con la dispersione dei tassi di interesse (riconducibile alla legge del prezzo unico)<sup>12</sup>, le dinamiche del *network* di mercato<sup>13</sup> e il ricorso al bilancio dell'Eurosistema<sup>14</sup>.

**Misure diverse riflettono aspetti diversi della frammentazione e possono risentire delle politiche monetarie non convenzionali.** Prima della crisi finanziaria, il differenziale fra Euribor e OIS a tre mesi era modesto (cfr. grafico 1)<sup>15</sup>. Con l'aumento delle tensioni nel mercato monetario nel 2007, 2008 e 2011, questa metrica comunemente utilizzata ha evidenziato un brusco ampliamento, prima di ricominciare a restringersi in risposta alle misure non convenzionali di politica monetaria introdotte nell'ultimo decennio. A partire dal 2013, il dato è rimasto molto stabile e attualmente è al di sotto del livello precedente la crisi<sup>16</sup>. Come diversi altri indicatori, il differenziale fra Euribor e OIS risente degli interventi

<sup>11</sup> Nel sistema bancario tedesco, ad esempio, esistono rapporti istituzionali di erogazione di prestito tra casse di risparmio e Landesbank, che possono ridurre la necessità di partecipare al mercato interbancario. Cfr. Bräuning, F. e Fecht, F., "Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity", *Review of Finance*, vol. 21, n. 1, 2017, pagg. 33-75.

<sup>12</sup> Cfr., ad esempio, la relazione annuale della BCE dal titolo *Financial integration in Europe* e Frutos, J.C., Garcia-de-Andoain, C., Heider, F. e Papsdorf, P., "Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis", *Working Paper Series*, n. 1925, BCE, giugno 2016.

<sup>13</sup> Cfr., ad esempio, Rünstler, G., "Network Dependence in the Euro Area Money Market", *Working Paper Series*, n. 1887, BCE, 2016.

<sup>14</sup> Cfr., ad esempio, la relazione annuale della BCE dal titolo *Financial integration in Europe*; Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system", *Working Paper Series*, n. 1426, BCE, 2012; Frutos, J.C., Garcia-de-Andoain, C., Heider, F. e Papsdorf, P., "Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis", *Working Paper Series*, n. 1925, BCE, giugno 2016.

<sup>15</sup> Il differenziale tra il tasso interbancario riferito all'area dell'euro (Euribor) e il tasso di interesse sugli swap sull'indice overnight (OIS) con uguale scadenza rappresenta un esempio di misura ampiamente utilizzata per stimare il grado di frammentazione sul mercato interbancario delle operazioni non garantite. L'Euribor è un tasso quotato per i depositi interbancari a termine privi di garanzie, che include premi a termine, di liquidità e per il rischio di credito. I tassi OIS rappresentano una misura indiretta dei tassi privi di rischio, e riflettono l'andamento atteso dei tassi della politica monetaria. Il differenziale tra questi tassi misura quindi vari premi per il rischio ed è considerato un indicatore che approssima il rischio per il settore bancario.

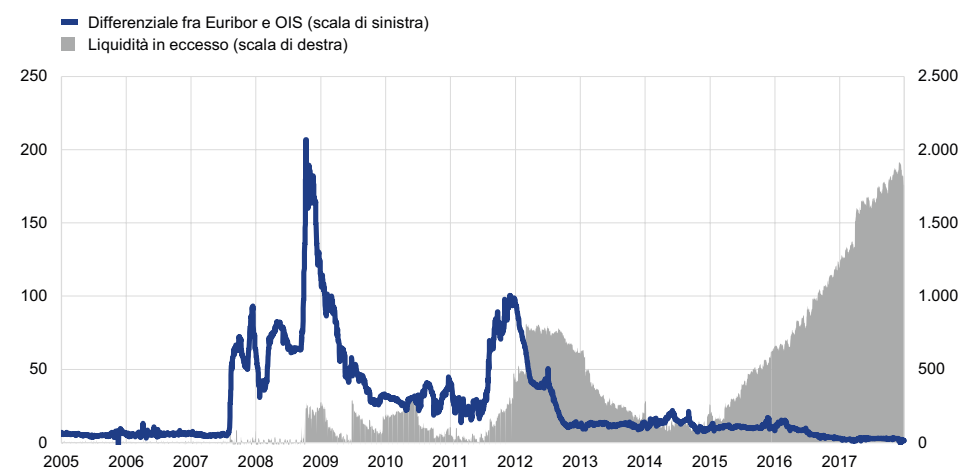
<sup>16</sup> Il differenziale fra EURIBOR e OIS riflette il rischio di credito percepito delle banche primarie. Questo indicatore potrebbe quindi segnalare delle difficoltà solo nel momento in cui le tensioni nel mercato monetario sono di gravità tale da coinvolgere anche tali banche.

della banca centrale, rendendo difficile distinguere il livello di frammentazione sottostante dall'effetto di attenuazione delle politiche della banca centrale. Analogamente, i volumi di scambio transfrontalieri, un'altra diffusa misura del grado di frammentazione, risentono della liquidità in eccesso, che può alterare in maniera significativa le dinamiche dell'offerta e della domanda sul mercato delle riserve di banca centrale, provocando pertanto distorsioni nella loro capacità di segnalazione. Tra il 2014 e il 2016, ad esempio, l'aumento della liquidità in eccesso è stato accompagnato da un calo nella quota di transazioni transfrontaliere sul mercato monetario interbancario delle operazioni non garantite (cfr. grafico 2)<sup>17</sup>. Considerato singolarmente, questo fenomeno potrebbe essere (erroneamente) interpretato come un incremento della frammentazione, in conflitto con i segnali che provengono dal differenziale fra Euribor e OIS.

### Grafico 1

#### Differenziale fra Euribor e OIS a tre mesi e liquidità in eccesso

(scala di sinistra: punti base; scala di destra: miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

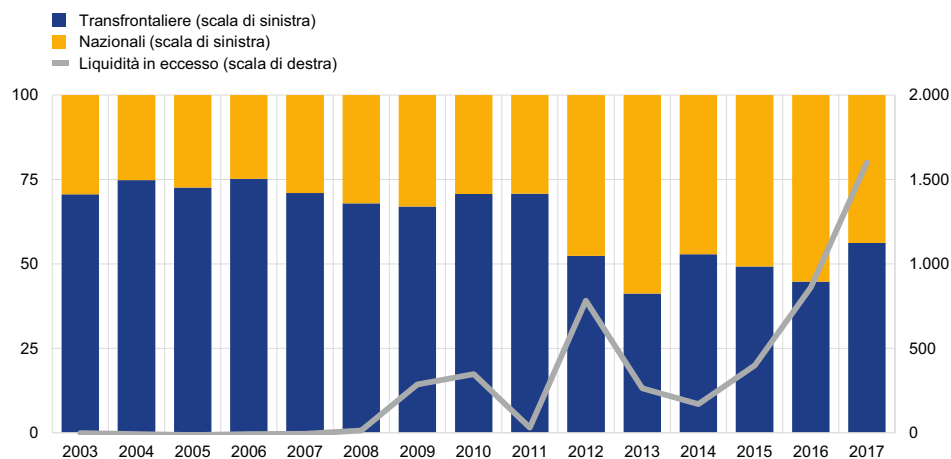
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 31 dicembre 2017.

<sup>17</sup> I livelli crescenti della liquidità in eccesso riducono il fabbisogno di finanziamento delle banche ed in generale deprimono i volumi di scambio. In particolare potrebbero diminuire i volumi di scambio transfrontalieri dal momento che questo tipo di operazioni comportano costi di monitoraggio maggiori. Al tempo stesso, tuttavia, con i considerevoli quantitativi di liquidità in eccesso allocati presso enti non abilitati ai conti di deposito overnight presso la BCE, la quota di volumi transfrontalieri può crescere (come ad esempio nel 2017) dal momento che tali enti depositano riserve in euro presso banche situate nell'area dell'euro.

## Grafico 2

### Distribuzione geografica delle operazioni nei mercati monetari

(scala di sinistra: percentuali del volume complessivo; scala di destra: miliardi di euro; dati annuali)



Fonti: relazione del 2018 della BCE Financial integration in Europe, Euro Money Market Survey della BCE, segnalazioni statistiche sui mercati monetari (money market statistical reporting, MMSR) della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al secondo trimestre di ciascun anno. I dati per il 2016 (terzo trimestre) e il 2017 sono presi dalla base dati dell'MMSR. Tutti i dati si riferiscono a intermediari che hanno partecipato sia al campione della Money Market Survey che alla base dati dell'MMSR e sono potenzialmente soggetti a revisioni. La serie relativa alla liquidità in eccesso mostra i livelli registrati alla fine del secondo trimestre di ciascun anno.

**Gli indicatori esistenti sul grado di frammentazione potrebbero essere migliorati sia prendendo in considerazione un numero maggiore di operazioni sia tenendo conto del prevalente livello di sostegno offerto dalle politiche monetarie.** L'utilizzo di indicatori basati su tutte le operazioni nei mercati monetari anziché su un sottoinsieme di operazioni o quotazioni (ad esempio l'Euribor) può fornire indicazioni su piccole sacche di pressione che altrimenti non si potrebbero riscontrare. Inoltre, alla luce del rapporto endogeno tra frammentazione e sostegno fornito dalle politiche monetarie, gli indicatori che cercano di tener conto dell'impatto della politica monetaria aiutano a determinare il grado di frammentazione sottostante. La sezione seguente propone un nuovo indicatore del grado di frammentazione del mercato interbancario overnight delle operazioni non garantite che tiene in considerazione questi fattori.

### 3 La frammentazione dal punto di vista del meccanismo di trasmissione della politica monetaria: un nuovo indicatore basato sulle operazioni interbancarie overnight non garantite

La presente sezione fornisce dettagli sulla costruzione di un nuovo indicatore della frammentazione del mercato monetario. Si passano dapprima in rassegna i fondamenti teorici dell'indicatore, in particolare in che modo, in un sistema basato su un corridoio di tassi di riferimento, vengono determinati i tassi di interesse a breve termine per le operazioni non garantite, in diverse condizioni di liquidità. Si chiariscono quindi i passi necessari a costruire l'indicatore.

### 3.1 Formazione dei tassi in un sistema basato su un corridoio di oscillazione e impatto della liquidità in eccesso sui tassi e sui volumi di mercato

**La formazione dei tassi sul mercato monetario interbancario overnight delle operazioni non garantite avviene in funzione dei tassi di riferimento della BCE e della quantità di riserve fornite dalla banca centrale.** A livelli di liquidità equilibrati, con un'offerta di liquidità di banca centrale calibrata per soddisfare il fabbisogno del settore bancario che deriva dall'obbligo di riserva e da fattori autonomi, i tassi overnight nel mercato monetario interbancario delle operazioni non garantite sono ancorati al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP). I tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti – operazioni di rifinanziamento marginale e depositi *overnight* presso l'Eurosistema – definiscono un corridoio di oscillazione intorno al tasso delle ORP e individuano un limite massimo e minimo per i tassi sul mercato monetario interbancario overnight delle operazioni non garantite (nell'ipotesi che entrambe le controparti negoziali siano abilitate a tali operazioni).

**La posizione dei tassi all'interno del corridoio di oscillazione, al pari dei volumi di operazioni, dipende dal livello di riserve nel sistema bancario.** Allorché i livelli di liquidità sono neutrali, la banca centrale fornisce riserve appena sufficienti per soddisfare il fabbisogno del sistema bancario applicando un tasso collegato a quello delle ORP<sup>18</sup>. In assenza di frammentazione nel mercato, quindi, il costo marginale a fine giornata delle riserve è uguale al tasso delle ORP. In generale, tale costo è una media ponderata dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e su quelle di deposito, in cui le ponderazioni rispecchiano la probabilità di ricorrere a una delle due operazioni (cfr. grafico 3). Negli ultimi anni, con la realizzazione di aste con piena aggiudicazione dell'importo e del Programma ampliato di acquisto di attività (PAA), il livello delle riserve fornite dall'Eurosistema ha ampiamente superato le esigenze di liquidità del sistema bancario. Questo ha determinato elevati livelli di liquidità in eccesso, che hanno ridotto i volumi delle contrattazioni e hanno effettivamente ancorato i tassi di mercato al tasso sui depositi presso la banca centrale (DBC), dal momento che la probabilità di ricorrere a fine giornata alle operazioni di deposito presso la banca centrale era effettivamente salita a uno<sup>19</sup>.

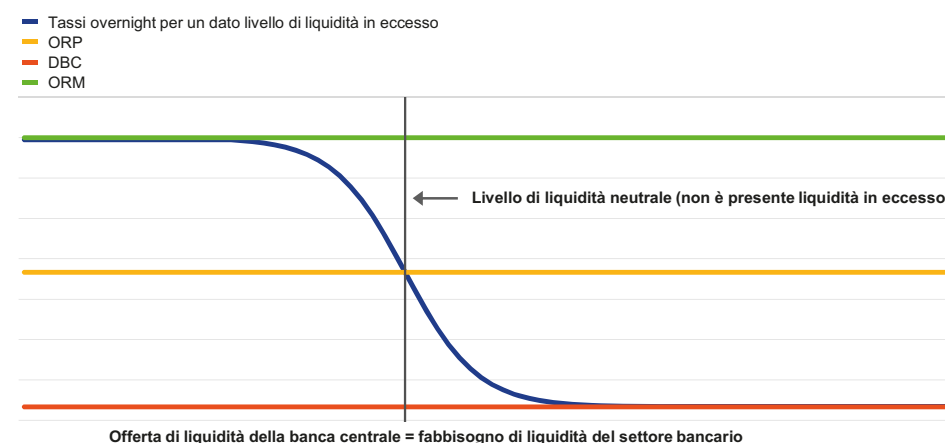
<sup>18</sup> Nell'ambito delle procedure d'asta a tasso variabile, il tasso delle ORP rappresenta il tasso minimo di offerta per partecipare alle operazioni di acquisto dell'Eurosistema che immettono liquidità. Nell'ambito delle procedure di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, questo tasso rappresenta il tasso effettivo al quale le banche partecipano a tali operazioni.

<sup>19</sup> Il corridoio di oscillazione delle operazioni su iniziativa delle controparti può moderare i volumi delle operazioni riducendo l'intervallo dei tassi che possono essere osservati sul mercato. Se i premi per il rischio di credito aumentano sensibilmente in modo da spingere i tassi di mercato al di fuori del corridoio, le banche (se in possesso di garanzie sufficienti e prive di timori riguardo ai possibili effetti di stigma derivanti dal ricorso a operazioni con la banca centrale) faranno ricorso alle operazioni di rifinanziamento anziché a quelle sul mercato interbancario. Per un'ulteriore trattazione sulla formazione del tasso in un sistema basato su un corridoio di oscillazione, cfr. Bindseil, U., *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford, 2014.

### Grafico 3

#### Relazione stilizzata tra i tassi interbancari overnight sulle operazioni non garantite e i tassi di riferimento della BCE in assenza di frammentazione

(asse delle ascisse: liquidità fornita dalla banca centrale; asse delle ordinate: tasso interbancario overnight sulle operazioni non garantite)



Note: questo schema stilizzato illustra un corridoio di oscillazione simmetrico formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Gli stessi concetti di ampio respiro sono pertinenti nelle situazioni con un corridoio di oscillazione asimmetrico. ORM, ORP e DBC indicano, rispettivamente, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale, su quelle di rifinanziamento principali e sui depositi presso la banca centrale. A sinistra della linea grigia, si registra un deficit di riserve nel settore bancario; a destra della linea grigia, si registra eccesso di liquidità (ovvero un surplus di riserve).

#### La distribuzione delle riserve di banca centrale di per sé non è un indicatore della frammentazione.

Come discusso in Eisenschmidt et al., la struttura finanziaria dell'area dell'euro ha determinato l'accumulo di liquidità in eccesso in sedi specifiche nel periodo del PAA<sup>20</sup>. Una tale concentrazione di liquidità in eccesso non segnala necessariamente frammentazione. Nell'ipotesi di neutralità rispetto al rischio, l'arbitraggio assicura che all'interno dell'area dell'euro i tassi sul mercato interbancario overnight delle operazioni non garantite vengano riequilibrati fra le banche, e pertanto fra i paesi. Tuttavia, opportunità di arbitraggio esistenti ma non sfruttate veicolano informazioni circa la frammentazione. Questa impostazione costituisce la base delle considerazioni espone nella sezione 3.2.

### 3.2 Costruzione del nuovo indicatore

**La completa surrogabilità transfrontaliera delle riserve di moneta di banca centrale implica che il tasso corrisposto da una qualsiasi banca per finanziarsi sul mercato delle operazioni overnight non garantite dovrebbe essere funzione del livello di liquidità in eccesso in termini aggregati, anziché interno al singolo paese<sup>21</sup>.** La linea blu nel grafico 4 è una rappresentazione stilizzata della relazione fra la media ponderata del tasso overnight dell'area dell'euro nel mercato monetario

<sup>20</sup> Cfr. Eisenschmidt, J., Kedan, D., Schmitz, M., Adalid, R. e Papsdorf, P., "The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances", *Occasional Paper Series*, n. 196, BCE, 2017.

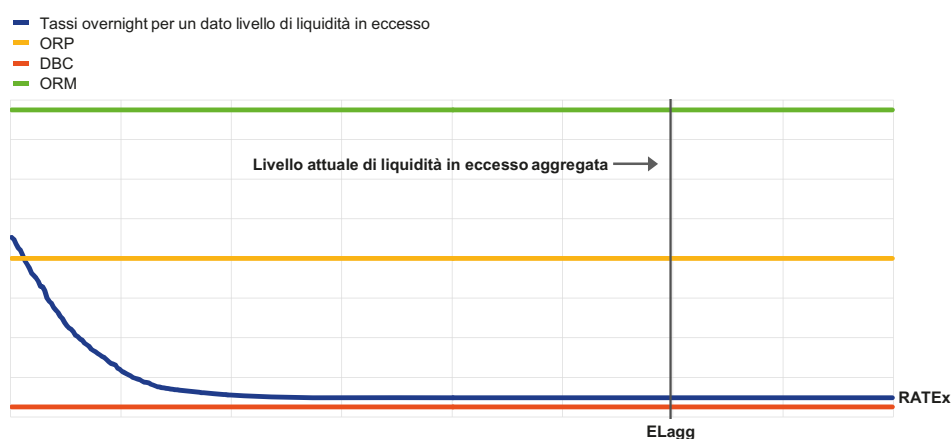
<sup>21</sup> L'implicazione della piena surrogabilità non si ferma alle frontiere. In linea di principio, la completa surrogabilità (o l'assenza di frammentazione) implica che i tassi interbancari devono essere correlati con i livelli aggregati della liquidità in eccesso e non con quelli connessi a un sottoinsieme ristretto di banche, come quelle situate nel medesimo paese. La disponibilità di dati e la natura della frammentazione, che spesso influisce sugli scambi transfrontalieri, hanno incentrato questa analisi sulla dimensione nazionale della frammentazione attraverso il confronto tra i tassi connessi alla liquidità in eccesso relativa a ciascun paese con quelli connessi alla liquidità in eccesso aggregata.

interbancario delle operazioni non garantite ( $RATE_x$ ) e la liquidità in eccesso aggregata ( $EL_{agg}$ )<sup>22</sup>. Con il livello di liquidità in eccesso aggregato indicato dalla linea grigia, il tasso interbancario overnight sulle operazioni non garantite è uguale a  $RATE_x$ . Prescindendo dai fattori tecnici o fondamentali che potrebbero influenzare i tassi, dalla definizione di frammentazione basata sulla trasmissione della politica monetaria riportata nella sezione 2 si evince che i tassi per le banche dovrebbero essere uguali a  $RATE_x$  indipendentemente dai livelli di liquidità in eccesso ai quali le banche sono esposte nei mercati nazionali. I grafici 5 e 6 mostrano esempi stilizzati di un mercato frammentato e di uno non frammentato in condizioni di liquidità in eccesso aggregata come quelle indicate da  $EL_{agg}$  nel grafico 4. Nel mercato frammentato si osserva un'evidente correlazione tra i tassi e il livello nazionale di liquidità in eccesso: i tassi relativi a ciascun paese crescono sopra  $RATE_x$  con il calo del livello nazionale di liquidità in eccesso (area gialla del grafico). Nel mercato non frammentato, i tassi sono pari a  $RATE_x$ , a prescindere da tale livello.

#### Grafico 4

##### Relazione stilizzata fra liquidità in eccesso aggregata e il tasso interbancario overnight sulle operazioni non garantite nell'area dell'euro

(asse delle ascisse: liquidità in eccesso aggregata; asse delle ordinate: tasso interbancario overnight sulle operazioni non garantite)



Note: questo schema stilizzato illustra un corridoio di oscillazione simmetrico formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Gli stessi concetti di ampio respiro sono pertinenti nelle situazioni con un corridoio di oscillazione asimmetrico. ORM, ORP e DBC indicano, rispettivamente, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale, su quelle di rifinanziamento principali e sui depositi presso la banca centrale.

<sup>22</sup> Come spiegato nella sezione 3.1 e mostrato nel grafico 3, la forma della linea blu riflette la probabilità di dover ricorrere a una delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, a sua volta legata all'ammontare della liquidità in eccesso nel sistema.



ammessi alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema (ovvero le banche dell'area dell'euro) e dei tassi corretti per il rischio di controparte al fine di isolare i differenziali di tasso determinati dalla frammentazione da quelli riconducibili a fattori tecnici e fondamentali. La relazione tra liquidità in eccesso e tassi del mercato monetario è di per sé funzione dallo stato di frammentazione<sup>23</sup>. Pertanto, le soglie andrebbero idealmente stabilite sulla base dei dati del periodo antecedente alla crisi, quando i mercati monetari erano considerati completamente privi di frammentazione. Ciò non è possibile per due ragioni: in primo luogo, perché i dati a livello di singola operazione per il mercato monetario interbancario overnight non sono disponibili per il periodo antecedente all'avvio di Target2 a maggio 2008; in secondo luogo, perché prima della crisi i livelli di liquidità in eccesso erano trascurabili<sup>24</sup>.

**I dati storici corretti per il rischio sulle operazioni interbancarie overnight non garantite per le banche dell'area dell'euro durante i periodi di minore tensione nei mercati, a partire dal 2008, sono utilizzati per ricavare differenziali soglia come valori di riferimento per misurare il grado di frammentazione corrente.** In

primo luogo, i tassi interbancari overnight passivi sulle operazioni non garantite desunti dalle statistiche sui pagamenti in Target2<sup>25</sup> sono corretti per il rischio di controparte<sup>26</sup>. In secondo luogo, viene scelto un periodo campionario trovando un compromesso tra l'esigenza di registrare una sufficiente variazione nel livello di liquidità in eccesso da un lato e quella di assicurare che il periodo rappresenti condizioni del mercato monetario relativamente buone, dall'altro<sup>27</sup>. In terzo luogo, una regressione *spline* viene stimata alla relazione tra i differenziali dei tassi aggregati corretti per il rischio rispetto al tasso sui depositi presso l'Eurosistema e la liquidità in eccesso aggregata in tali periodi. Infine, i differenziali soglia si ricavano utilizzando l'intervallo di tolleranza del 95 per cento corrispondente alle stime ottenute dalla regressione *spline* (cfr. grafico 7).

<sup>23</sup> Cfr. *Gli andamenti recenti della liquidità in eccesso e dei tassi del mercato monetario*, nel numero di gennaio 2014 del Bollettino mensile della BCE, pagg. 69-82.

<sup>24</sup> Tra il 2004 e luglio 2007 le riserve in eccesso, che sono la parte dei depositi sui conti correnti delle banche non necessaria ad assicurare l'adempimento dell'obbligo di riserva, si sono attestate in media su 1,2 miliardi di euro, mentre il ricorso ai depositi presso la banca centrale nello stesso periodo si è attestato in media sui 190 milioni.

<sup>25</sup> Questi tassi sono identificati dai dati sulle transazioni processate da Target2 utilizzando il metodo descritto da Frutos, J.C., Garcia-de-Andoain, C., Heider, F. e Papsdorf, P. in "Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis", *Working Paper Series*, n. 1925, BCE, giugno 2016.

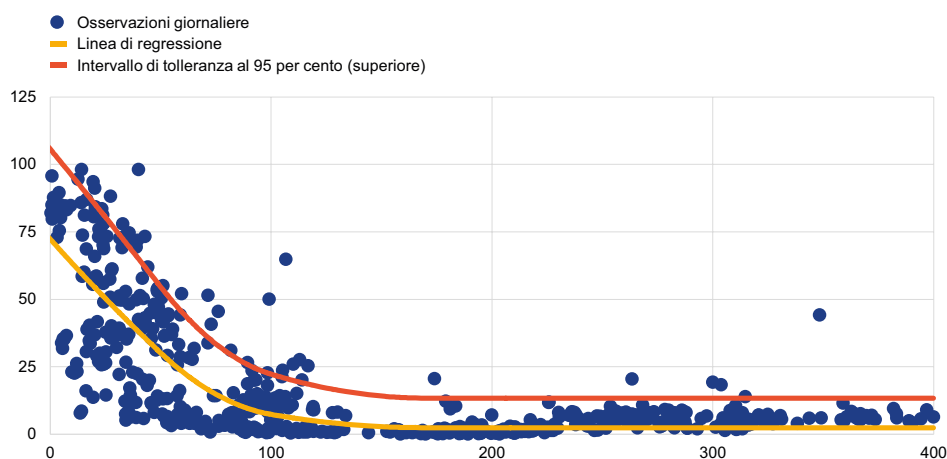
<sup>26</sup> I tassi corretti per il rischio sono calcolati mediante una regressione dei tassi passivi medi ponderati per il volume degli scambi su Target2 per ciascun paese sul differenziale di rendimento mediano del corrispondente CDS tra banche situate nel paese. Regressioni con il metodo dei minimi quadrati ordinari sull'intero panel di dati sono effettuate per ottenere una stima dei tassi corretti per il rischio per i paesi vulnerabili e gli altri. Le regressioni si basano su dati giornalieri da giugno 2008 a settembre 2017. Il tasso corretto per il rischio viene calcolato come differenza tra il tasso effettivo del giorno  $t$  e il coefficiente stimato moltiplicato per il differenziale di rendimento mediano del corrispondente CDS a livello di banca del paese del giorno  $t$ .

<sup>27</sup> Ai fini dell'individuazione di periodi di diversa durata tra giugno 2008 e agosto 2013 durante i quali le condizioni del mercato monetario sono rimaste relativamente calme vengono utilizzati vari indicatori. Al fine di valutare lo stato di frammentazione del mercato dopo l'annuncio del pacchetto di misure attuate a partire da giugno 2014, agosto 2013 è utilizzato come valore limite per l'identificazione di condizioni del mercato monetario relativamente buone. I periodi di tensione complessiva relativamente bassa sono: 1° giugno-27 agosto 2008, 1° luglio 2009-30 giugno 2011 e 1° gennaio-30 agosto 2013.

## Grafico 7

Differenziali dei tassi passivi medi corretti per il rischio e ponderati per i volumi rispetto al tasso sui depositi nell'area dell'euro ed eccesso di liquidità aggregata nei periodi caratterizzati da tensioni relativamente contenute sui mercati finanziari a partire dal 2008

(asse delle ascisse: eccesso di liquidità aggregata in miliardi di euro; asse delle ordinate: differenziale del tasso passivo medio corretto per il rischio e ponderato per i volumi rispetto al tasso sui depositi nell'area dell'euro in punti base)



Fonti: Target2, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico a dispersione riporta il differenziale dei tassi medi passivi overnight corretti per il rischio e ponderati sui volumi delle operazioni non garantite nell'area dell'euro rispetto al tasso sui depositi. I tassi corretti per il rischio sono calcolati attraverso una regressione dei tassi passivi medi ponderati per i volumi di scambio su Target2 per ciascun paese rispetto al valore medio del differenziale del CDS tra le banche situate nel paese. I minimi quadrati ordinari dell'intero panel di dati sono utilizzati per ottenere una stima dei tassi corretti per il rischio per i paesi vulnerabili e per altri paesi. Le regressioni si basano su dati giornalieri da giugno 2008 a settembre 2017. Il tasso corretto per il rischio viene calcolato come differenza tra il tasso effettivo del giorno  $t$  e il coefficiente stimato moltiplicato per il differenziale di rendimento mediano del corrispondente CDS a livello di banca del paese del giorno  $t$ . Il grafico a dispersione mostra i tassi giornalieri nei periodi seguenti: 1° giugno-27 agosto 2008, 1° luglio 2009-30 giugno 2011 e 1° gennaio-30 agosto 2013. La linea di regressione è desunta dalla regressione B-spline.

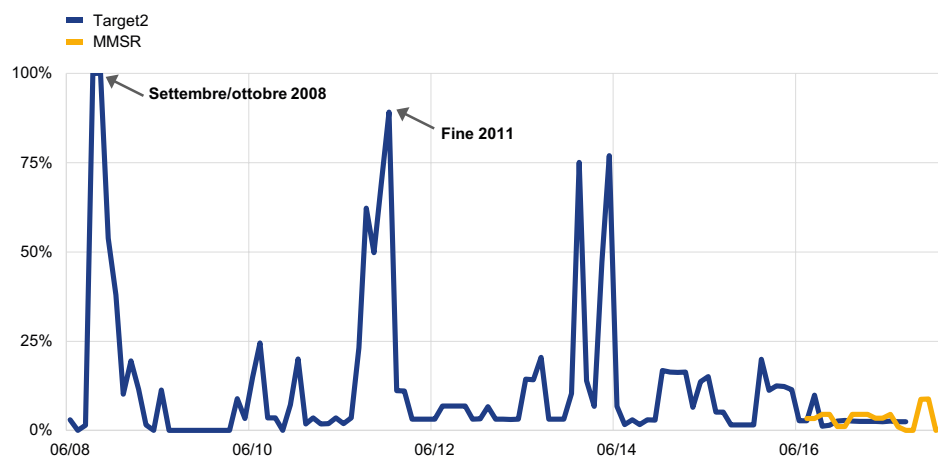
## Un indicatore della frammentazione si costruisce mettendo a confronto i tassi osservati nelle varie economie con i tassi soglia stimati.

Le medie mensili relative a ciascun paese dei tassi interbancari overnight ponderati sui volumi delle operazioni non garantite corretti per il rischio di controparte vengono confrontate con i livelli soglia stimati. A partire da luglio 2016, è possibile utilizzare i dati raccolti nel quadro normativo delle segnalazioni statistiche sui mercati monetari (Money Market Statistical Reporting, MMSR) per integrare i tassi desunti dalle statistiche sui pagamenti in Target2. Se il tasso medio ponderato per il volume corretto per il rischio di un paese supera il livello soglia corrispondente al livello aggregato della liquidità in eccesso prevalente in un certo mese, il settore bancario di quel paese viene classificato tra quelli che hanno difficoltà di accesso al mercato nel mese considerato. I paesi sono quindi ponderati per le rispettive quote della somma delle attività del settore bancario nel campione di paesi. Ai paesi con i settori bancari più ampi viene pertanto attribuito un peso maggiore. L'indicatore del grado di frammentazione ottenuto stima la quota di settori bancari dell'area dell'euro con difficoltà di accesso al mercato interbancario overnight delle operazioni non garantite a livello nazionale (cfr. grafico 8).

## Grafico 8

### Quota di settori bancari dell'area dell'euro con difficoltà di accesso al mercato monetario interbancario delle operazioni overnight non garantite a livello nazionale

(asse delle ascisse: mese; asse delle ordinate: quota di attività del settore bancario a livello nazionale)



Fonti: Target2; MMSR; BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la difficoltà di accesso viene definita comparando i differenziali dei tassi corretti per il rischio rispetto al tasso sui depositi a livello nazionale con un livello di differenziale limite determinato dalla relazione storica tra la liquidità in eccesso aggregata e i tassi corretti per il rischio, in periodi caratterizzati da tensioni contenute. Il campione degli intermediari è corretto in modo che entrambe le serie coprano gli stessi paesi. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017 per i dati Target2 e a dicembre 2017 per i dati MMSR.

## 4 Formulazione del nuovo indicatore e relative proprietà

**Si stima che, rispetto a periodi di tensione relativamente contenuta sui mercati finanziari tra la metà del 2008 e la metà del 2013, anche alla fine del 2017 la frammentazione, in un'ottica di negoziabilità delle riserve, sia stata modesta.** La frammentazione ha raggiunto il suo culmine alla fine del 2008, dopo il fallimento di Lehman Brothers, quando gli intermediari di tutti i paesi dell'area dell'euro avrebbero sperimentato una difficoltà di accesso al mercato. Intorno

alla metà del 2009, tuttavia, sulla base dei tassi di interesse allora prevalenti nei mercati monetari nazionali, le banche di tutti i paesi avrebbero riacquisito pieno accesso ai finanziamenti di mercato. La frammentazione è tornata a crescere nella primavera del 2010, quando ha avuto inizio la crisi del debito sovrano, ed è rapidamente aumentata alla fine del 2011 con il suo intensificarsi. Con l'aumento della liquidità in eccesso aggregata conseguente all'aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni, a dicembre 2011 e a febbraio 2012, i tassi interbancari overnight sulle operazioni non garantite sono diminuiti nei diversi paesi. Tuttavia, la misura della frammentazione è aumentata fino alla metà del 2014 per via di una riduzione della liquidità in eccesso e dell'aumento dell'incertezza relativa all'andamento di tale variabile dalla fine del 2013 a causa del rimborso anticipato delle ORLT a tre anni e delle variazioni di prezzo intervenute nel mercato monetario concomitanti alla valutazione approfondita delle banche. Tale misura è rimasta moderatamente elevata nei mesi successivi all'introduzione dei tassi negativi sui depositi, vista l'iniziale riluttanza degli intermediari a effettuare scambi a tassi di interesse negativi, che ha fatto salire i tassi sul mercato monetario; la piena trasmissione dei tassi di riferimento negativi si è realizzata solo all'inizio del 2015. Un calo del livello di frammentazione ha fatto seguito alla cessazione, nel

giugno 2014, delle operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità connessa al Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme) e all'annuncio di un insieme di misure finalizzate all'espansione del bilancio dell'Eurosistema. Un certo grado di frammentazione si è osservato ancora nel 2017, pur rimanendo su livelli relativamente contenuti.

**Il nuovo indicatore della frammentazione va a integrarsi con le misure esistenti, poiché consente una valutazione più attenta del grado di sostegno fornito dalle politiche monetarie e, in generale, fornisce un quadro più informativo sulla frammentazione.** L'indicatore viene raffrontato alla relazione osservata tra i tassi overnight non garantiti e la liquidità in eccesso durante i periodi caratterizzati da tensioni contenute nei mercati monetari. Questo esercizio consente di tenere conto del legame endogeno tra il livello di frammentazione e il grado di accomodamento della politica monetaria dal momento che una maggiore frammentazione tipicamente coincide con livelli più alti di liquidità in eccesso, ma anche con un mutamento nella relazione tra tassi overnight e liquidità in eccesso. Per giunta, l'indicatore si basa su tutte le operazioni del mercato monetario in un dato periodo, anziché su quote di mercato o su un sottoinsieme di transazioni; esso è inoltre costruito su dati relativi ai tassi e ai volumi e pertanto riflette le dimensioni di prezzo e di quantità della frammentazione.

**Al pari di qualsiasi altro indicatore, tuttavia, la nuova misura della frammentazione ha i suoi limiti e dovrebbe essere considerata assieme a varie altre misure analoghe.** Idealmente, l'indicatore dovrebbe tenere conto dell'ampiezza del corridoio di oscillazione del tasso di interesse dal momento che, a parità di altri fattori, il differenziale rispetto al tasso dei depositi per un certo livello di frammentazione dovrebbe essere tanto più contenuto tanto più il corridoio è stretto. Tuttavia, nel tempo non si registra una variazione dell'ampiezza di tale corridoio a livelli di liquidità in eccesso diversi sufficiente a stimare in modo affidabile i coefficienti di aggiustamento. In ogni caso, con alti livelli di liquidità in eccesso, l'analisi indica che l'elasticità dei tassi di mercato ai cambiamenti nell'ampiezza del corridoio di oscillazione è minima. Di conseguenza, è sufficiente tener conto dell'ampiezza del corridoio di oscillazione quando si interpreta l'indicatore in un momento in cui il livello aggregato della liquidità in eccesso è molto più contenuto che alla fine del 2017.

**Un ulteriore motivo di cautela connesso con l'uso dell'indicatore è che esso si basa su un campione di intermediari che cambia nel tempo e che non può rilevare le transazioni che, a causa della frammentazione, non sono state concluse.** La variazione del campione implica che una crescita osservata nella misura della frammentazione potrebbe essere causata da a) condizioni di scambio per i medesimi intermediari che si sono deteriorate o b) variazioni nella composizione del campione. Inoltre, l'aggiunta di nuove banche o l'uscita degli intermediari esistenti, o entrambi i fenomeni, potrebbero alterare la composizione del campione. Tale possibile variazione evidenzia il rischio di una distorsione dovuta al campione perché l'indicatore non tiene conto delle transazioni sul mercato monetario che non sono osservate. Al limite, l'indicatore potrebbe sottostimare in maniera sostanziale il vero livello di frammentazione laddove il campione degli intermediari che effettuano operazioni fosse composto solo da banche con un buon livello di accesso al mercato perché le banche soggette a tensioni, che ipoteticamente sperimentano una difficoltà di accesso al mercato, non sarebbero più attive. Nel momento in cui tali banche

recuperassero accesso al mercato, presumibilmente a tassi più alti, l'indicatore sovrastimerebbe la frammentazione. Se, in maniera più o meno intenzionale, alcune misure di politica monetaria operano attraverso la disintermediazione, questo problema potrebbe acuirsi. Per superare questo limite, occorre rappresentare la partecipazione delle banche al mercato. Questa operazione faciliterebbe una correzione dell'indicatore basata solo sui tassi osservati<sup>28</sup>.

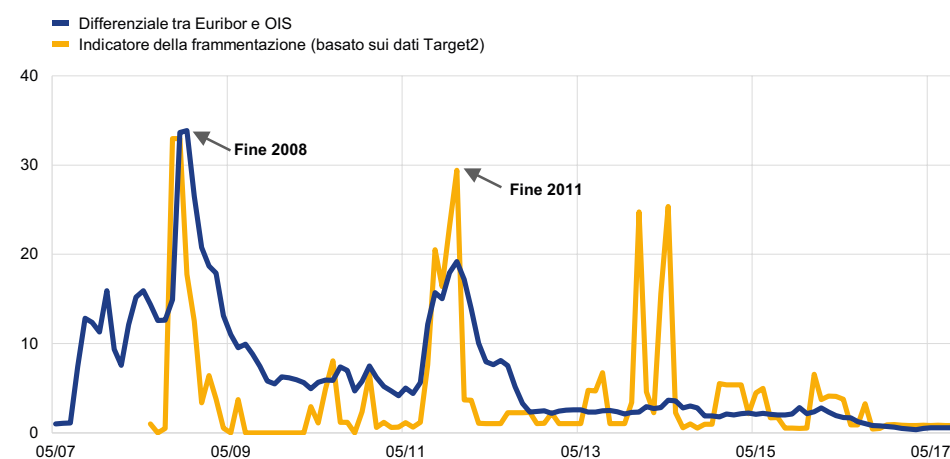
**Il segnale ricavato dal nuovo indicatore è sostanzialmente paragonabile a quello del differenziale tra Euribor e OIS ma è più preciso nell'identificare la tempistica dell'adeguamento del mercato, come il periodo precedente alla valutazione approfondita delle banche dell'area dell'euro (cfr. grafico 9).**

L'indicatore riesce a identificare periodi di forte tensione durante il caso Lehman Brothers e la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. È degno di nota il fatto che, diversamente dal differenziale tra Euribor e OIS, secondo questo indicatore i livelli di tensione registrati alla fine del 2011 sono in linea con quelli sperimentati dopo il crollo di Lehman Brothers. Questa differenza potrebbe essere riconducibile al grado prevalente di sostegno fornito dalle politiche monetarie che probabilmente influenza maggiormente il differenziale tra Euribor e OIS rispetto al nuovo indicatore. La fase in cui si è svolta la valutazione approfondita (dalla fine del 2013 alla fine del 2014) è identificata come un periodo di frammentazione del mercato monetario, un risultato plausibile benché le ragioni alla base della frammentazione siano ampiamente svincolate dalle tensioni sul mercato finanziario. Infine, l'indicatore evidenzia livelli di frammentazione bassi nel 2017, coerentemente con il segnale fornito dal differenziale tra Euribor e OIS.

### Grafico 9

Indicatore della frammentazione basato sui dati di Target2 e differenziale tra Euribor e OIS a tre mesi

(asse delle ascisse: mese; asse delle ordinate: quota di attività del settore bancario a livello nazionale)



Fonti: Bloomberg, Target2, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la serie relativa al differenziale tra Euribor e OIS ha inizio a maggio 2007 mentre quella relativa all'indicatore della frammentazione (basato sui dati di Target2) ha inizio a giugno 2008. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2017.

<sup>28</sup> Attraverso l'osservazione dei volumi degli scambi interbancari si possono agevolmente individuare le forze che determinano la "propagazione" della frammentazione dovuta al fatto che gli intermediari accedono al mercato a tassi più alti rispetto a quelli precedentemente esclusi in ragione del loro profilo di rischio. Se, in seguito all'accesso di nuove banche, l'indicatore segna un incremento, i volumi complessivi dovrebbero crescere mentre l'intermediazione da parte della banca centrale dovrebbe diminuire.

### 3 Consumi privati e relative determinanti nell'espansione economica attuale

a cura di Maarten Dossche, Magnus Forsells, Luca Rossi e Grigor Stoevsky

Il presente articolo documenta il ruolo chiave svolto dai consumi privati nel recente periodo di crescita (2013-2018) e si interroga sulla plausibile durata dell'attuale fase di espansione dei consumi e sulla sua capacità di autosostenersi. A tal fine, l'articolo si propone di individuare l'importanza relativa dei diversi fattori che trainano i consumi, quali la ripresa del mercato del lavoro, l'orientamento accomodante della politica monetaria, il calo del prezzo del petrolio nel biennio 2014-2015, l'aumento dei prezzi delle attività, l'allentamento delle condizioni di concessione del credito e la riduzione della leva finanziaria. Poiché la riduzione dei consumi tra il 2008 e il 2013 ha assunto tratti eterogenei tra i diversi paesi, l'articolo analizza anche la misura in cui l'attuale fase espansiva abbia effettivamente prodotto un incremento netto dei consumi nell'ultimo decennio: un aspetto rilevante se si considera che i consumi privati rappresentano anche uno dei principali indicatori del benessere economico delle famiglie.

Sebbene contenuta rispetto alle precedenti fasi espansive, a partire dal 2013 la crescita dei consumi ha superato le aspettative iniziali, trainata principalmente dalla ripresa del mercato del lavoro. Tuttavia, la disoccupazione, in alcuni paesi e per alcuni gruppi di lavoratori, rimane su livelli superiori a quelli registrati prima del 2008. In prospettiva, con il protrarsi del miglioramento delle condizioni sui mercati del lavoro, i consumi privati dovrebbero espandersi ulteriormente in tutti i paesi e per tutti i gruppi di lavoratori. Attraverso l'impatto esercitato sul mercato del lavoro, la politica monetaria accomodante della BCE contribuisce non soltanto all'espansione dei consumi privati, ma anche alla riduzione delle disuguaglianze. Al tempo stesso, ci sono deboli evidenze che i bassi tassi di interesse abbiano prodotto un aumento generalizzato dell'indebitamento delle famiglie, a supporto della sostenibilità dell'espansione economica complessiva.

#### 1 Introduzione

**I consumi privati dell'area dell'euro hanno svolto un ruolo significativo nell'attuale espansione economica a partire dai suoi albori nel 2013.** In alcuni paesi dell'area dell'euro l'iniziale incremento dei consumi privati è stato anche più forte di quello negli investimenti, sebbene tale componente della domanda sia tipicamente quella che evidenzia la più rapida crescita in una fase di espansione economica. A cinque anni dall'inizio dell'attuale fase espansiva, ci si interroga sulla durata dell'attuale ritmo di crescita dei consumi. Per una valutazione delle attuali prospettive economiche per l'area dell'euro è pertanto essenziale individuare le determinanti della recente espansione dei consumi privati.

**L'approccio analitico adottato nel presente articolo risente degli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria.** È stato da tempo appurato che alcuni aspetti dei dati sono in contrasto con l'ipotesi standard del ciclo di vita/reddito permanente, secondo

la quale i consumi privati non reagirebbero alle variazioni di reddito transitorie<sup>1</sup>. Ciò ha favorito la comparsa di diverse integrazioni della teoria dei consumi (tra cui l'incertezza del reddito e i vincoli di liquidità) volte a sottolineare l'importanza delle caratteristiche individuali delle famiglie<sup>2</sup>. La rilevanza di tali fattori è stata ulteriormente dimostrata dagli andamenti economici registrati durante e dopo la Grande recessione. L'articolo presenta pertanto le evidenze sulle determinanti dei consumi privati da una prospettiva aggregata e disaggregata, tenendo conto anche dell'interazione con la disuguaglianza reddituale e patrimoniale. Il contesto macroeconomico specifico di ciascun paese, inoltre, ha ampiamente influenzato le dinamiche dei consumi privati nei diversi paesi dell'area, in particolare attraverso le condizioni dei mercati del lavoro e dell'edilizia residenziale. La dimensione nazionale viene pertanto analizzata in maggior dettaglio ove necessario.

**L'articolo è strutturato come segue:** la sezione 2 valuta il vigore della crescita dei consumi nell'espansione in atto sia in termini storici sia di differenze tra i vari paesi e categorie di prodotti. La sezione 3 passa in rassegna le determinanti dei redditi delle famiglie in termini reali. La sezione 4 esamina gli andamenti della ricchezza e dell'indebitamento delle famiglie. La sezione 5 espone le conclusioni e valuta le prospettive per la crescita dei consumi. Il riquadro 1 fornisce evidenze più dettagliate sull'importanza degli effetti del reddito e della ricchezza sui consumi privati nell'area dell'euro. Il riquadro 2 analizza le interazioni tra politica monetaria, disuguaglianza tra famiglie e consumi privati.

## 2 I consumi nell'attuale fase di espansione economica

### 2.1 Un'espansione trainata dai consumi?

**Sin dall'inizio dell'espansione economica in atto, nel 2013, la crescita è stata trainata principalmente dai consumi privati.** Tenendo conto che i consumi privati costituiscono la maggiore componente di spesa, questo andamento può essere considerato normale; nel 2017 i consumi privati hanno rappresentato il 55 per cento circa del prodotto interno lordo (PIL). Tuttavia, ciò è in netto contrasto con la ripresa del 2009-2011, nel corso della quale, in media, solo il 10 per cento circa della crescita del PIL dell'area dell'euro è stata trainata dai consumi privati (cfr. grafico 1)<sup>3</sup>. Questa osservazione non è limitata esclusivamente all'area dell'euro. Nel corso della recente espansione economica, in molti paesi industrializzati si è osservata una vigorosa dinamica dei consumi, spesso associata a una crescita dei consumi superiore a quella degli investimenti<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Cfr. Friedman, M., *A Theory of the Consumption Function*, Oxford Publishing Company, 1957; e Hall, R., "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 86, 1978, pagg. 971-987.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Deaton, A., "Saving and liquidity constraints", *Econometrica*, vol. 59, 1991, pagg. 1221-1248; Stein, J., "Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 1995, pagg. 379-406; nonché Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. e Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 32, 2017.

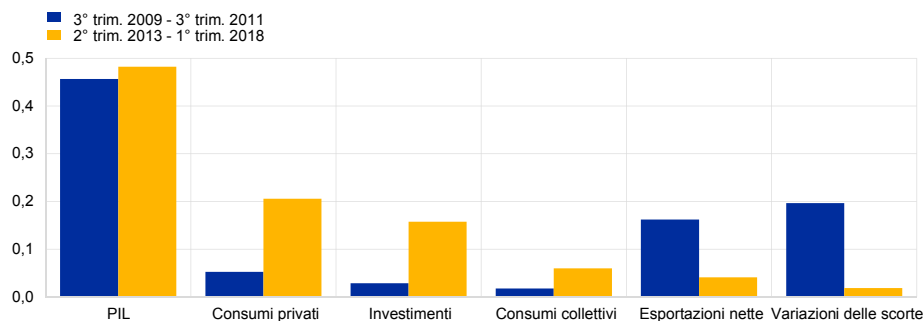
<sup>3</sup> Cfr. anche il riquadro intitolato *Fattori che sostengono la ripresa in atto* del Rapporto annuale della BCE per il 2016.

<sup>4</sup> Cfr. Kharroubi, E. e Kohlscheen, E., "Consumption-led expansions", *BIS Quarterly Review*, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2017.

## Grafico 1

### Contributi medi alla crescita del PIL

(punti percentuali trimestrali)



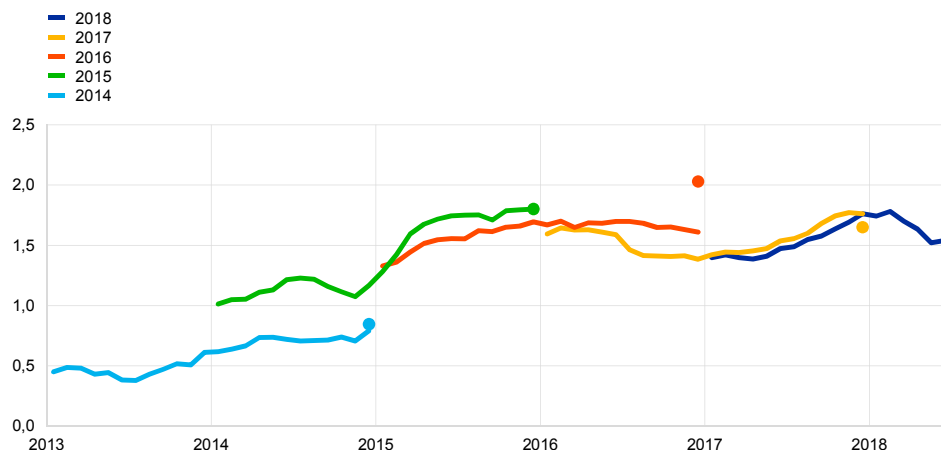
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**La crescita dei consumi privati ha sistematicamente superato le aspettative iniziali dei previsori professionali.** Il grafico 2 mostra come ogni anno, dall'inizio dell'attuale espansione economica, per i consumi privati si sia osservata una crescita annua effettiva superiore alle previsioni iniziali. Ciò è particolarmente evidente nel biennio 2014-2015, in cui le previsioni iniziali sulla crescita dei consumi hanno notevolmente sottostimato lo slancio finale di questa componente di spesa. Tale periodo ha coinciso con un inatteso calo dei prezzi del petrolio, che ha incrementato considerevolmente il potere d'acquisto delle famiglie dell'area dell'euro. Da allora, la crescita dei consumi si è aggirata attorno all'1,7 per cento all'anno.

## Grafico 2

### Serie storiche delle previsioni mensili relative ai consumi privati nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Consensus Economics, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i punti si riferiscono agli ultimi dati pubblicati dall'Eurostat in merito alla crescita dei consumi annua effettiva.

### In termini storici, l'espansione dei consumi privati è tuttavia rimasta debole.

Di fatto, l'attuale fase espansiva dei consumi privati è tra le più deboli mai registrate a partire dagli anni '70 (cfr. grafico 3)<sup>5</sup>. Anche la recente crescita del PIL, tuttavia, è stata tra le più modeste mai registrate. Anche in questo caso, tale osservazione

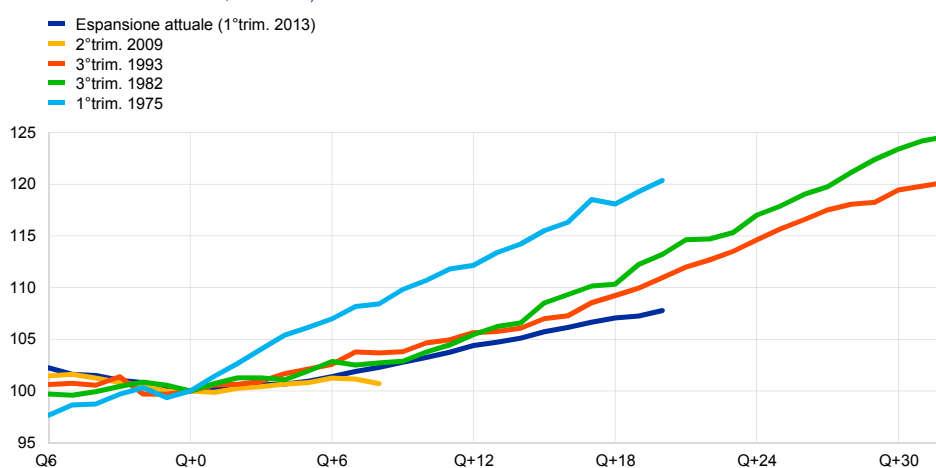
<sup>5</sup> Cfr. anche Vermeulen, P., "The recovery of investment in the euro area in the aftermath of the Great Recession: how does it compare historically?", *Research Bulletin*, n. 28, BCE, 2016.

non riguarda solo l'area dell'euro. Nella maggior parte dei paesi industrializzati si è osservata una crescita del PIL inferiore a quella delle precedenti fasi espansive<sup>6</sup>. Ciò solleva interrogativi circa l'entità del rallentamento imposto all'espansione dei consumi privati da fattori specifici del settore delle famiglie (come gli andamenti di reddito e ricchezza o i vincoli di indebitamento). In altre parole, è necessario determinare se la spesa per consumi, che è *subordinata* alla ricchezza e al reddito delle famiglie, sia stata eccezionalmente bassa negli ultimi cinque anni.

### Grafico 3

#### Espansioni dei consumi privati nell'area dell'euro in termini storici

(variazioni trimestrali accumulate, Q+0 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: Q+0 rappresenta il livello minimo del ciclo economico dell'area dell'euro individuato dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee.

#### Dal 2013 i consumi privati sono strettamente allineati agli andamenti di reddito e ricchezza delle famiglie.

Il grafico 4 presenta un andamento dei consumi controfattuale, simile a quello sviluppato da Pistaferri, basato sulla relazione stimata tra i consumi privati nel periodo precedente la crisi e gli andamenti di reddito e ricchezza delle famiglie<sup>7</sup>. Le due determinanti tradizionali dei consumi privati, il reddito e la ricchezza delle famiglie, sembrano giustificare la gran parte della crescita dei consumi a partire dal 2013. Solo durante il periodo della Grande recessione e della crisi del debito sovrano i consumi privati sono stati inferiori a quanto suggerito da questa semplice relazione con il reddito e la ricchezza. Dal 2013 in poi i consumi privati hanno registrato una forte ripresa che, dalla metà del 2016, ha raggiunto livelli superiori anche a quanto previsto dalla relazione con reddito e ricchezza stimata prima della crisi. Ciò è altresì in linea con la graduale diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie osservata nello stesso periodo (cfr. sezione 4.2).

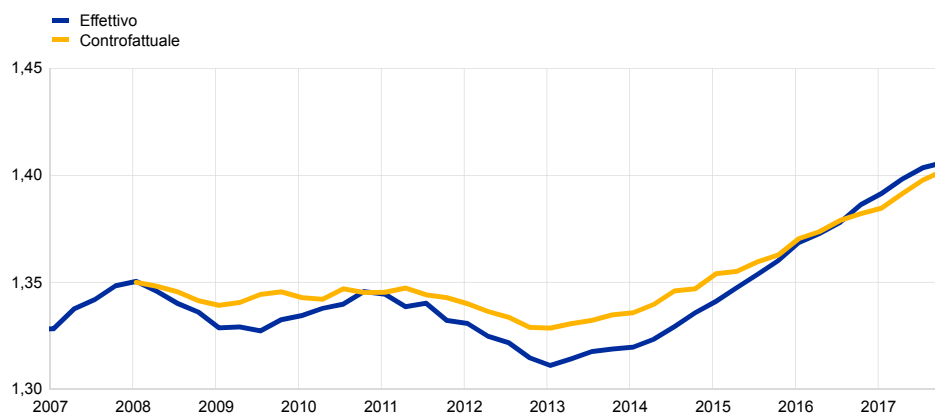
<sup>6</sup> Cfr., ad esempio, Fernald, J., Hall, R., Stock, J. e Watson, M., "The disappointing recovery of output after 2009", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2017, pagg. 1-54.

<sup>7</sup> Cfr. Pistaferri, "Why has consumption remained moderate after the Great Recession?", lavoro presentato alla Federal Reserve Bank of Boston's 60th Economic Conference *The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics*, 14 ottobre 2016.

## Grafico 4

### Dinamica dei consumi subordinata al reddito e alla ricchezza delle famiglie

(migliaia di miliardi di euro, prezzi costanti del 2010)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la relazione storica tra i consumi privati e il reddito e la ricchezza delle famiglie è stimata utilizzando dati trimestrali dal 1999 al 2007. L'andamento dei consumi controfattuali dal 2008 in poi è costruito utilizzando tale relazione stimata e il reddito e la ricchezza effettivi delle famiglie.

## 2.2 Consumi nei diversi paesi

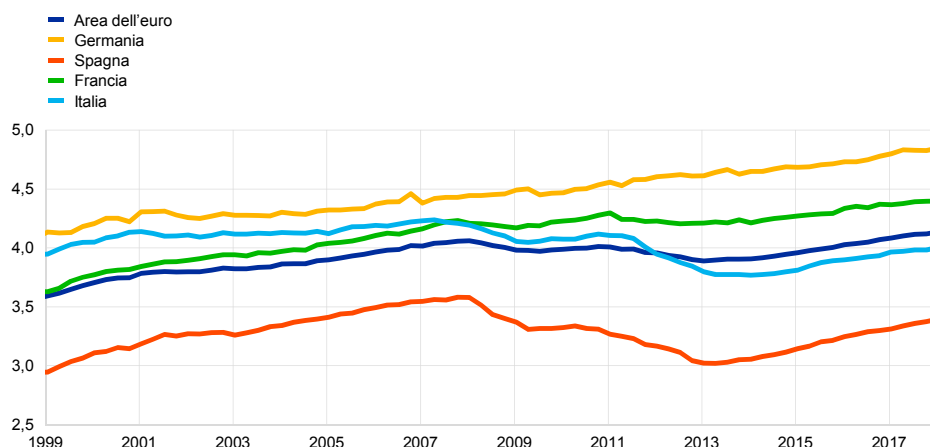
**A partire dal 2013, la crescita dei consumi è stata generalizzata, sebbene le perdite generate dalla crisi finanziaria non siano state recuperate ovunque.**

Se in alcuni grandi paesi dell'area si sono registrati forti cali dei consumi correlati alla Grande recessione e alla crisi del debito sovrano (ad esempio in Italia e in Spagna), altri paesi (ad esempio Germania e Francia) sono stati meno interessati da tale fenomeno (cfr. grafico 5). A dieci anni dall'inizio della Grande recessione i consumi privati in Germania e in Francia si collocano a un livello più alto di circa il 10 per cento rispetto al periodo a essa precedente. Per contro, i consumi in Italia e in Spagna non hanno ancora evidenziato una completa ripresa. A partire dal 2013, tuttavia, tutti i paesi hanno registrato un andamento chiaramente improntato all'espansione. Dal 2013, la crescita più vigorosa si è osservata in Spagna, dove gli effetti della recessione erano stati i più accentuati in assoluto.

## Grafico 5

### Consumi nei quattro principali paesi dell'area dell'euro

(dati trimestrali, migliaia di euro pro capite, prezzi costanti del 2010)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2.3 Consumi nelle diverse categorie di prodotti

**Le spese sostenute dalle famiglie per i beni durevoli rappresentano la componente dei consumi privati maggiormente sensibile al ciclo economico.**

I beni durevoli hanno generalmente una vita media di oltre tre anni, mentre quelli semidurevoli e non durevoli hanno un ciclo di vita molto più breve. Le famiglie non traggono un vantaggio diretto e immediato dalla spesa per beni durevoli, bensì beneficiano del flusso di servizi che essi forniscono nel corso del loro ciclo di vita. Le famiglie tendono a limitare questi acquisti nelle fasi di basso reddito, con una riduzione relativamente esigua della loro utilità, rinviandoli a periodi più favorevoli dal punto di vista reddituale. Di conseguenza, il consumo di beni durevoli varia maggiormente nel corso del ciclo economico<sup>8</sup>.

**Il consumo di beni durevoli è tornato su livelli "normali".** Un importante fattore alla base dei recenti consumi di beni durevoli è rappresentato dalla domanda repressa. La brusca flessione del consumo di beni durevoli durante la crisi ha prodotto una riduzione dello stock di tali beni e un proporzionale aumento della loro età media<sup>9</sup>. Nei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria, anche l'età media dello stock di beni durevoli è aumentata maggiormente; ciò ha generato una domanda repressa nel momento in cui le condizioni economiche hanno iniziato a migliorare<sup>10</sup>. Con il progredire della ripresa economica, le famiglie sono state in grado di aumentare la spesa per beni durevoli, compensando i precedenti cali di stock di tali beni. A partire dal 2015, tuttavia, l'impatto positivo della domanda repressa di beni durevoli

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro *Il consumo di beni durevoli nell'attuale fase di espansione economica* nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

<sup>9</sup> Nel 2009 il consumo di beni durevoli è stato temporaneamente sostenuto, in numerosi paesi, dagli incentivi per la rottamazione di autovetture, che hanno fatto aumentare le vendite di nuovi autoveicoli. Cfr. il riquadro *Andamento recente dei consumi di beni durevoli nell'area dell'euro*, nel numero di maggio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

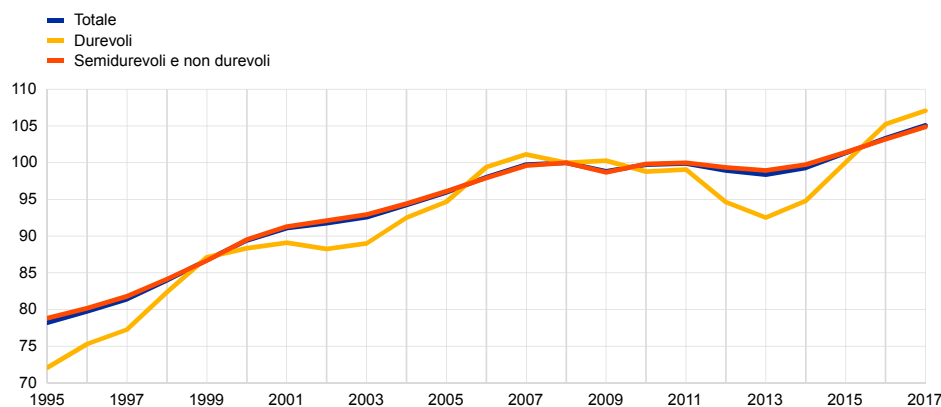
<sup>10</sup> Cfr. "Reabsorption of the pent-up demand for consumer durables", *Economic Bulletin*, n. 4, Banco de España, 2017.

è andato riducendosi. Dopo una lunga fase di convergenza dei consumi privati, questo andamento può essere considerato una normalizzazione (cfr. grafico 6).

## Grafico 6

### Consumi di beni durevoli e non durevoli

(indice: 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il dato relativo al 2017 è stato calcolato utilizzando i dati sul reddito disponibile reale e sui consumi assieme all'elasticità al reddito dei beni durevoli in termini storici.

**Il consumo di beni necessari, volti a soddisfare i bisogni primari, indica che esistono ancora margini di ripresa per la spesa per consumi.** I consumi privati possono essere suddivisi in due categorie: spese necessarie (ad esempio per alimentari, assistenza sanitaria e locazione di immobili) e spese non necessarie (ad esempio per apparecchiature elettroniche, vacanze e pasti al ristorante); ciascuna categoria rappresenta il 50 per cento circa del consumo privato complessivo nell'area dell'euro. In presenza di shock di reddito sfavorevoli, le famiglie riducono principalmente il consumo di beni non necessari. Questa categoria di beni, pertanto, presenta una maggiore elasticità al reddito rispetto ai beni necessari. Tuttavia, nel lungo periodo, ci si attende che i consumi di entrambe le componenti crescano a un ritmo simile<sup>11</sup>. Come suggerisce il grafico 7, con l'aumentare del reddito delle famiglie, il consumo di beni non necessari dovrebbe sostenere ulteriormente i consumi complessivi. In altre parole, la scomposizione tra beni necessari e non necessari indica che la ripresa ciclica dei consumi nell'area dell'euro potrebbe ancora durare per qualche tempo<sup>12</sup>.

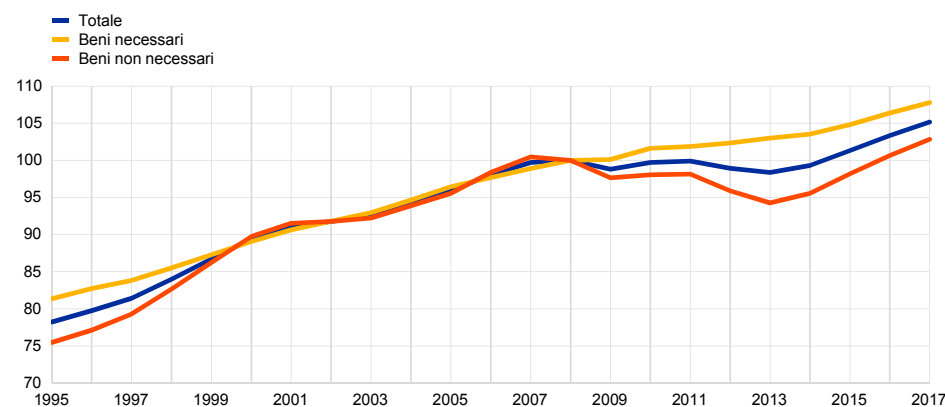
<sup>11</sup> Ciò è confermato da evidenze in Francia e in Finlandia negli anni '80 e '90 del Novecento (per cui sono disponibili serie temporali più lunghe) che mostrano come, con la ripresa dell'economia, gli andamenti di queste due componenti dei consumi privati tornino a convergere.

<sup>12</sup> Cfr. anche McCarthy, J., "Discretionary services spending has finally made it back (to 2007)", *Liberty Street Economics*, 16 ottobre 2017.

## Grafico 7

### Consumi di beni necessari e non necessari

(indice: 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## Riquadro 1

### Effetti di reddito e ricchezza sui consumi privati nell'area dell'euro

a cura di Gabe de Bondt, Arne Gieseck e Zivile Zekaite

**Questo riquadro riporta le stime empiriche degli effetti di reddito e ricchezza sui consumi privati nell'area dell'euro a partire dal 1999**, adottando il cosiddetto metodo di modellizzazione densa che prende in considerazione una serie di specificazioni del modello, anziché una singola specificazione ritenuta "la migliore". La modellizzazione densa tiene conto dell'incertezza derivante sia dalle specificazioni del modello sia dai parametri instabili<sup>13</sup>. È particolarmente utile per le applicazioni empiriche che utilizzano un campione breve di "veri" dati rilevati nell'area dell'euro a partire dal 1999, in cui ci si attende che l'incertezza relativa al modello e ai parametri assuma rilevanza. La modellizzazione densa mantiene le specificazioni del modello che spiegano (nel campione) e prevedono (fuori dal campione) in maniera affidabile la crescita sul trimestre precedente dei consumi privati e sono dotate di una solida base teorica<sup>14</sup>. Utilizza determinanti standard desunte dalla letteratura sui consumi, distinguendo tra fattori che determinano il consumo di lungo e di breve periodo. Nel lungo periodo, a determinare i consumi privati sono il reddito e la ricchezza disponibili, se si presume l'elasticità unitaria di reddito e ricchezza complessivi combinati. Tale ipotesi implica che, nel lungo termine, si stabilisca una corrispondenza biunivoca tra consumi da una parte e reddito e ricchezza dall'altra. Nel breve periodo, oltre al reddito e alla ricchezza, si prende in considerazione un'ampia gamma di altre variabili potenziali, quali i tassi di interesse, l'indebitamento, l'incertezza e le caratteristiche demografiche.

<sup>13</sup> Cfr. Granger, C.W. e Jeon, Y., "Thick modelling", *Economic Modelling*, 21, 2004, pagg. 323-343.

<sup>14</sup> Da un punto di vista tecnico, le specificazioni dei modelli di correzione degli errori vengono selezionate mediante un processo a cinque fasi caratterizzato da: 1) coefficienti statisticamente significativi, a eccezione della costante; 2) coefficiente R2 corretto di almeno 0,60; 3) nessuna autocorrelazione residua; 4) un incremento dell'accuratezza di previsione al di fuori del campione di almeno il 15 per cento rispetto a un modello di riferimento che tenga conto esclusivamente del reddito disponibile e della ricchezza finanziaria e non finanziaria e 5) un segno economicamente significativo dei coefficienti. Per una descrizione dettagliata, cfr. de Bondt, G.J., Gieseck, A. e Zekaite, Z., "Income and wealth effects: a thick modelling approach for euro area private consumption", studio presentato alla conferenza *EcoMod2018*, Venezia, 4-6 luglio 2018.

**Nel lungo periodo, il reddito ha rappresentato il principale fattore trainante dei consumi privati nell'area dell'euro a partire dal 1999.** Le stime delle elasticità di lungo periodo dei redditi da lavoro sono più elevate rispetto a quelle degli altri redditi (redditi da capitale o trasferimenti): generalmente circa il doppio. Le differenze si riducono se si ragiona in termini di proporzione del reddito aggiuntivo che un individuo consuma, definita come propensione marginale al consumo (PMC). La PMC derivante dai redditi da lavoro è risultata lievemente superiore a quella basata sui redditi non da lavoro (cfr. tavola A). Per le componenti legate alla ricchezza, l'elasticità media di lungo periodo della ricchezza finanziaria risulta da quattro a cinque volte superiore rispetto a quella della ricchezza non finanziaria. La PMC media derivante da ricchezza finanziaria si colloca attorno a 1 centesimo mentre quella basata su ricchezza non finanziaria a 0,1 centesimi. Gli effetti di ricchezza stimati sono simili a quelli riportati in letteratura per l'area dell'euro<sup>15</sup>.

**Nel breve periodo, i redditi da lavoro svolgono un ruolo più rilevante nella crescita dei consumi rispetto ad altri tipi di reddito.** Nel breve periodo gli intervalli di elasticità stimati sono inferiori rispetto a quelli calcolati per il lungo periodo e variano tra lo 0,1 e lo 0,3 per i redditi sia da lavoro sia non da lavoro. Un intervallo simile si ricava per la seconda definizione di redditi da lavoro, mentre i redditi derivanti da capitali o da trasferimenti svolgono un ruolo di rilievo inferiore per la crescita dei consumi nel breve periodo. Per quanto concerne gli effetti di ricchezza nel breve periodo, l'intervallo di elasticità stimato della ricchezza finanziaria è inferiore rispetto a quello della ricchezza non finanziaria. Ciò è in contrasto con le stime di lungo periodo, che rivelano un impatto più ampio per la ricchezza finanziaria rispetto a quella non finanziaria. Questo riscontro può essere spiegato dal fatto che i prezzi delle attività finanziarie sono caratterizzati da maggiore volatilità nel breve periodo rispetto ai prezzi delle abitazioni. Le famiglie possono percepire le oscillazioni della ricchezza finanziaria come meno persistenti, con il risultato che queste non esercitano necessariamente un impatto sulle dinamiche dei consumi nel breve periodo.

## Tavola A

### Elasticità di reddito e ricchezza e propensioni marginali al consumo

(stime per il periodo compreso tra il 3° trim. del 2001 e il 3° trim. del 2017, propensione marginale al consumo (PMC) in centesimi di euro)

	Intervallo di elasticità nel lungo periodo	Intervallo PMC nel lungo periodo	Intervallo di elasticità nel breve periodo	Intervallo PMC nel breve periodo
<b>Scomposizione dei redditi (i)</b>				
Redditi da lavoro	0,50-0,60	72-88	0,07-0,31	11-46
Redditi non da lavoro	0,29-0,37	63-80	0,12-0,24	26-54
Ricchezza finanziaria	0,07-0,13	0,70-1,43	0,02-0,07	0,21-0,71
Ricchezza non finanziaria	0,01-0,03	0,05-0,15	0,03-0,12	0,14-0,55
<b>Scomposizione dei redditi (ii)</b>				
Redditi da lavoro	0,44-0,50	73-82	0,10-0,28	17-46
Redditi da capitale	0,15-0,19	63-77	0,04-0,09	16-35
Redditi da trasferimenti	0,22-0,27	73-90	0,09-0,16	30-54
Ricchezza finanziaria	0,07-0,11	0,73-1,12	0,02-0,04	0,25-0,45
Ricchezza non finanziaria	0,01-0,03	0,07-0,15	0,03-0,11	0,14-0,52

Fonte: elaborazioni degli autori; cfr. de Bondt, Gieseck e Zekaite.

Note: gli intervalli e le medie si basano su un certo numero di equazioni desunte da un metodo di modellizzazione densa che ipotizza l'elasticità unitaria di reddito e ricchezza nel lungo periodo: 43 per la prima scomposizione dei redditi e 13 per la seconda. I redditi da lavoro sono definiti in due diversi modi: (i) redditi da lavoro dipendente complessivi meno imposte dirette o redditi da lavoro dipendente complessivi meno imposte dirette e contributi netti per prestazioni sociali più prestazioni sociali nette e altri trasferimenti correnti; (ii) redditi da lavoro dipendente complessivi più reddito misto (ovvero reddito da lavoro autonomo) meno contributi netti per prestazioni sociali e quota di reddito da lavoro delle imposte dirette. Il reddito da capitale è la somma di margine operativo lordo escluso il reddito misto, reddito netto da interessi, altri redditi netti da capitale e altri trasferimenti correnti netti. Il reddito non da lavoro/da trasferimenti è la rimanente parte del reddito disponibile.

<sup>15</sup> Per evidenze empiriche sugli effetti di ricchezza nell'area dell'euro, cfr. Slacalek, J., "What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth", *B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9(1), 2009, pagg. 1-35; e Sousa, R.M., "Wealth effects on consumption: evidence from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1050, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2009.

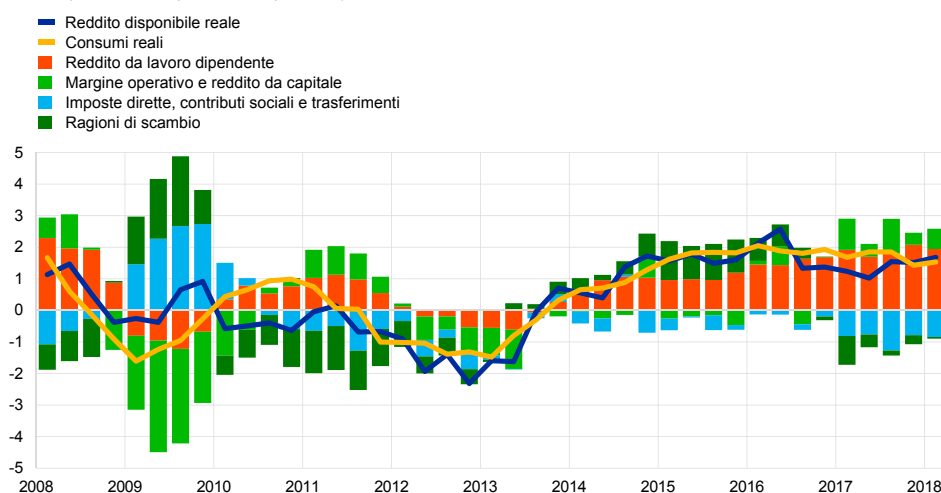
### 3 Andamenti del reddito delle famiglie

**La crescita dei consumi privati ha seguito da vicino quella del reddito delle famiglie.** Questa sezione illustra più in dettaglio le determinanti del reddito delle famiglie e le relative implicazioni per la spesa complessiva per beni di consumo. Il grafico 8 mostra come, nei primi anni dell'espansione (2014-2015), il reddito disponibile reale sia stato fortemente sostenuto dal miglioramento delle ragioni di scambio conseguente al calo del prezzo del petrolio. Al tempo stesso, i redditi da lavoro dipendente sono gradualmente divenuti la principale determinante del reddito disponibile reale delle famiglie. Ciò è in netto contrasto con il contributo dei redditi da capitale e misti, o del reddito che le famiglie derivano dalla detenzione di attività, che dal 2010 è rimasto pressoché invariato. Con il progredire dell'espansione economica, nel 2017 il contributo di imposte e trasferimenti è divenuto lievemente più negativo. Nelle fasi di congiuntura favorevole, gli stabilizzatori automatici di bilancio tendono a frenare la crescita del reddito disponibile reale.

#### Grafico 8

##### Reddito disponibile reale delle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutte le componenti del reddito sono deflazionate con il deflatore del PIL. Il contributo delle ragioni di scambio è approssimato dal differenziale tra il PIL e i deflatori dei consumi. I consumi e il reddito disponibile complessivo sono deflazionati con il deflatore dei consumi.

#### 3.1 Redditi da lavoro

**Nonostante gli incrementi generalizzati, i redditi da lavoro in alcuni paesi rimangono significativamente al di sotto dei livelli registrati prima del 2008.**

Con un incremento del numero di occupati di circa otto milioni di unità dal 2013, la ripresa in atto nel mercato del lavoro dell'area dell'euro è stata notevole<sup>16</sup>. Questi dati aggregati, tuttavia, celano ampie differenze. In Italia e in Spagna, ad esempio, i redditi reali da lavoro dipendente permangono significativamente inferiori rispetto a prima della crisi (cfr. grafico 9) a causa della moderazione salariale indotta dalla crisi e della disoccupazione rimasta su livelli elevati. La vigorosa espansione

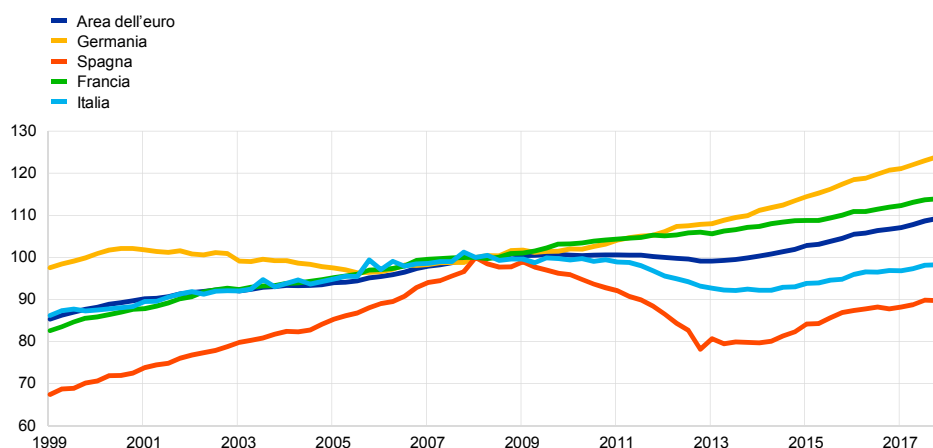
<sup>16</sup> Cfr. l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

dell'occupazione riflette inoltre una maggiore partecipazione al mercato del lavoro da parte dei lavoratori più anziani e delle donne. Con un tasso di disoccupazione che in alcuni paesi non è ancora tornato ai livelli pre-crisi, i rischi correlati a tale fenomeno continuano a frenare, in qualche misura, la crescita dei consumi. Nonostante la forte crescita dei consumi registrata a partire dal 2013, la disoccupazione è evidentemente un'importante ragione per cui, in tali paesi, i consumi privati non hanno ancora recuperato i livelli pre-crisi (cfr. grafico 5)<sup>17</sup>.

### Grafico 9

#### Redditi reali da lavoro delle famiglie nei diversi paesi

(indice: 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il reddito da lavoro reale è dato dal reddito da lavoro dipendente diviso per il deflatore dei consumi.

#### I rischi connessi al reddito rimangono elevati nella parte inferiore della distribuzione del reddito.

Se da una parte la ripresa del mercato del lavoro ha sostenuto la crescita del reddito delle famiglie negli ultimi anni, dall'altra una fetta significativa della popolazione continua a far fronte a elevati livelli di rischio connessi al reddito. Il grafico 10 mostra come il reddito netto delle famiglie per i lavoratori scarsamente qualificati sia rimasto ben al di sotto di quello percepito dai lavoratori altamente qualificati (cfr. anche riquadro 2). Ciò è particolarmente vero per i lavoratori scarsamente qualificati nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria (ad esempio Italia e Spagna)<sup>18</sup>.

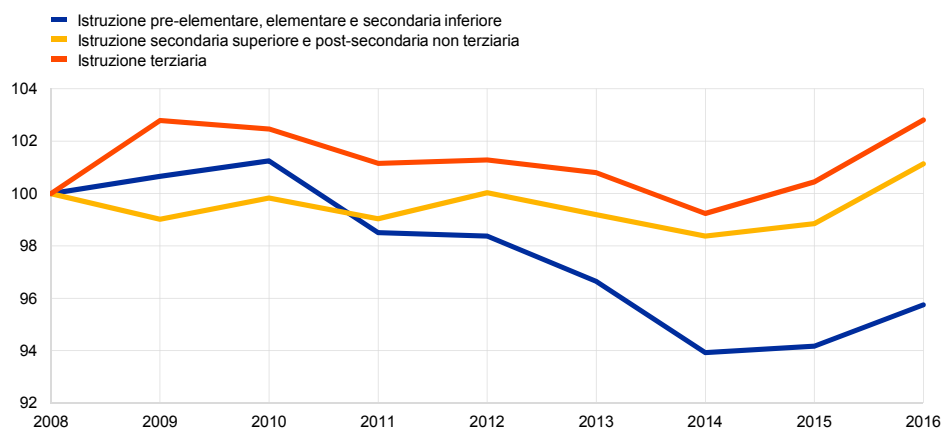
<sup>17</sup> Ciò è anche in linea con quanto recentemente dimostrato dalla ricerca empirica, ovvero che i consumatori tendono a rispondere con maggior vigore agli shock di reddito negativi rispetto a quelli positivi; cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L. e van Rooij, M. "Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks", *CSEF Working Paper*, 476.

<sup>18</sup> In Germania, dal 2005, il tasso di disoccupazione dei lavoratori scarsamente qualificati è sceso dal 20 per cento circa a meno del 10 per cento.

## Grafico 10

### Reddito netto delle famiglie in base al livello di qualifica professionale

(reddito netto medio equivalente, 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il reddito disponibile equivalente corrisponde al reddito complessivo di una famiglia, al netto di imposte e altre deduzioni, disponibile per la spesa o per il risparmio, diviso per il numero di membri del nucleo familiare convertiti in adulti equivalenti; tale equivalenza si ottiene ponderando ciascun membro per la propria età.

#### La disoccupazione in calo dovrebbe continuare a sostenere la crescita

**dei consumi aggregati.** Le famiglie che si collocano nella parte inferiore della distribuzione del reddito (per lo più lavoratori scarsamente qualificati e/o più giovani) mostrano generalmente una maggiore propensione al consumo (cfr. grafico 11).

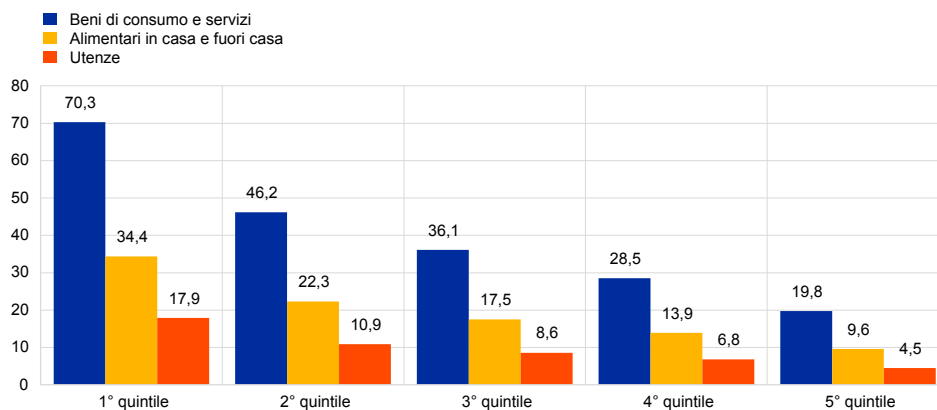
Con l'estendersi della ripresa del mercato del lavoro anche a queste famiglie, i consumi aggregati dovrebbero ricevere ulteriore slancio, continuando a contribuire a un basso tasso di risparmio aggregato (cfr. sezione 4.2). Inoltre, con il ridursi del rischio di disoccupazione anche per i lavoratori scarsamente qualificati già in possesso di un impiego, secondo le evidenze disponibili anche i consumi da parte di tale categoria di lavoratori dovrebbero aumentare<sup>19</sup>. Un tasso di disoccupazione più basso fa crescere non soltanto il reddito di coloro che trovano un impiego, ma anche il reddito atteso futuro dei lavoratori già impiegati (per cui sussiste un minore rischio di disoccupazione). Nel complesso, ciò indica che, finché proseguirà il processo di ripresa del mercato del lavoro, dovrebbe proseguire anche la sottostante dinamica espansiva dei consumi privati.

<sup>19</sup> Cfr. Dynarski e Sheffrin, "Consumption and unemployment", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 102(2), 1987, pagg. 411-428; Campos R. e I. Reggion, "Consumption in the shadow of unemployment", *European Economic Review*, vol. 78(C), 2015, pagg. 39-54; nonché Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e van Rooij, M., "Consumption uncertainty and precautionary saving", *DNB Working Paper*, 496.

## Grafico 11

### Rapporto consumi/reddito mediano per quintili di reddito

(valori percentuali)



Fonte: indagine dell'Eurosistema sui bilanci e i consumi delle famiglie.

## 3.2 Redditi da capitale

**Dal 2013, i redditi da capitale sono rimasti deboli, e tuttavia l'impatto sulla crescita dei consumi privati sembra limitato.**

Con il calo dell'attività economica e della redditività delle imprese, a partire dal 2008 i redditi da capitale e i redditi misti derivanti da lavoro autonomo sono scesi significativamente. Dal momento che i profitti sono fortemente prociclici, questo fenomeno può essere considerato normale e in linea con le evidenze secondo cui nel ciclo economico i rischi correlati al reddito si concentrano sulle code destra e sinistra della distribuzione del reddito<sup>20</sup>. Le famiglie più povere sono soggette a più ingenti riduzioni del reddito in seguito alla perdita del posto di lavoro (cfr. sezione precedente), mentre per le famiglie più ricche le perdite più ingenti riguardano il reddito da capitale. Ciò si verifica perché le disponibilità in attività finanziarie aggregate si concentrano nella parte superiore della distribuzione della ricchezza (cfr. grafico 16). Nel 2013 il reddito misto reale (margine operativo lordo) ha iniziato a salire nuovamente, sebbene la maggior parte delle altre componenti del reddito da capitale si siano mantenute su livelli contenuti (cfr. grafico 12). Le imprese non hanno ancora iniziato a distribuire ulteriori utili ai propri azionisti. Dal momento che le famiglie più ricche tendono anche a evidenziare un più elevato tasso di risparmio medio (cfr. grafico 11), l'effetto frenante sui consumi privati potrebbe essere stato contenuto (cfr. anche il riquadro 1)<sup>21</sup>. Una forte crescita dei redditi da lavoro e una debole crescita dei redditi da capitale sono inoltre in linea con un contenuto tasso di risparmio aggregato delle famiglie.

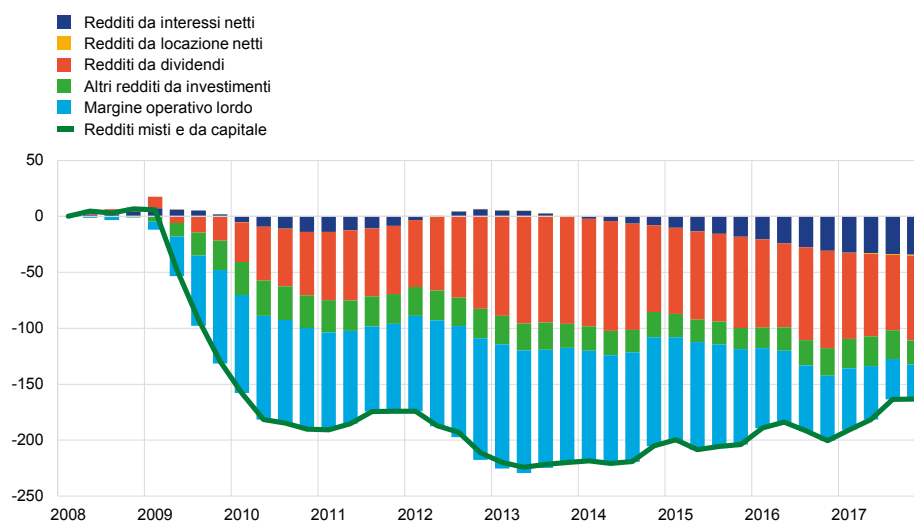
<sup>20</sup> Cfr. Guvenen, F., Ozkan, S. e Song, J., "The Nature of Countercyclical Income Risk", *Journal of Political Economy*, vol. 122, 2014, pagg. 621-660.

<sup>21</sup> Cfr. anche Dynan, K., Skinner, J. e Zeldes, S., "Do the rich save more?", *Journal of Political Economy*, vol. 112, 2004, pagg. 397-444.

## Grafico 12

### Scomposizione della variazione dei redditi da capitale reali delle famiglie

(miliardi di euro, somme mobili di quattro trimestri, prezzi costanti del 2010)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

#### **Nonostante i tassi di interesse eccezionalmente bassi, il reddito netto da interessi delle famiglie non ha subito variazioni significative<sup>22</sup>.**

Con la significativa riduzione dei redditi da interessi, anche i pagamenti per interessi si sono contratti in misura considerevole. Fra il terzo trimestre del 2008 e il quarto del 2017 i pagamenti per interessi sono diminuiti di circa tre punti percentuali rispetto al reddito disponibile. Il calo dei redditi da interessi è stato comparabile a quello dei pagamenti per interessi, a indicare che in media il reddito netto da interessi delle famiglie nell'area dell'euro è rimasto per lo più invariato. I più bassi tassi di interesse hanno per lo più ridistribuito le risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti. Poiché i prenditori netti di norma hanno una propensione al consumo superiore a quella dei risparmiatori netti, questo canale di redistribuzione dei tassi d'interesse più bassi favorisce i consumi aggregati<sup>23</sup>.

#### **Il reddito netto da interessi nel settore delle famiglie è rimasto abbastanza stabile in Germania e Francia, meno in Italia e in Spagna.**

Le evidenze dei conti settoriali (cfr. grafico 13) mostrano che in Germania e in Francia i redditi da interessi e i pagamenti per interessi hanno subito una flessione comparabile, a indicare che la riduzione dei tassi d'interesse ha avuto effetti trascurabili sul reddito netto da interessi del settore delle famiglie nel suo insieme. Per contro, in Italia, il calo dei redditi da interessi è stato molto più ingente, poiché le famiglie italiane detengono una quantità relativamente ampia di attività fruttifere di interessi e sono relativamente meno indebitate. In Spagna, il calo dei pagamenti per interessi è stato significativamente più consistente rispetto a quello dei redditi da interessi. Tale calo si spiega sia con l'elevato debito delle famiglie (cfr. sezione 4), sia perché buona

<sup>22</sup> Cfr. il riquadro *Bassi tassi d'interesse e reddito netto da interessi delle famiglie* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

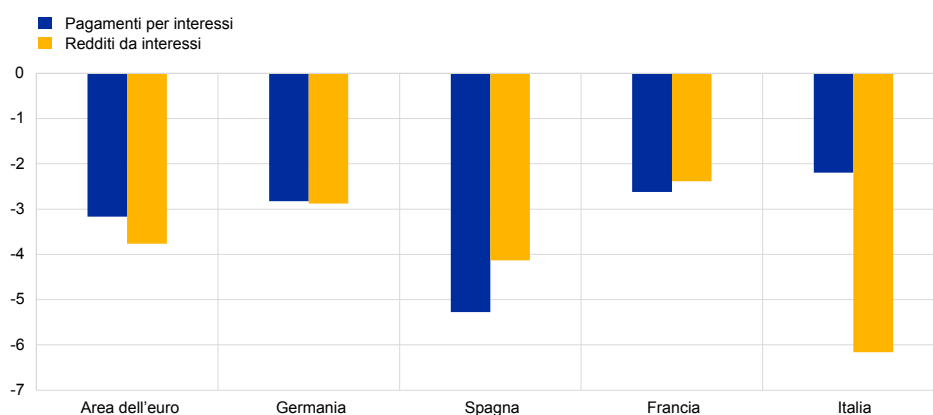
<sup>23</sup> Cfr. Auclert, A., "Monetary policy and the redistribution channel", *NBER Working Papers*, n. 23451, 2017.

parte dei mutui sono a tasso variabile. Quest'ultimo è un fattore importante nella trasmissione della politica monetaria ai consumi privati, poiché le evidenze rivelano un impatto relativamente più ampio nei paesi con mutui a tasso variabile<sup>24</sup>.

### Grafico 13

#### Variazione del reddito netto da interessi tra i diversi paesi (2008-2017)

(percentuale del reddito disponibile lordo, punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### 3.3 Il calo del prezzo del petrolio nel biennio 2014-2015

**Nel biennio 2014-2015 il calo dei prezzi dell'energia ha contribuito significativamente all'espansione dei consumi privati.** Nello stesso periodo, i previsori professionali hanno apportato le revisioni più ampie alle previsioni relative alla crescita dei consumi (cfr. grafico 2). Il calo complessivo dei prezzi del petrolio registrato a partire dalla seconda metà del 2014 ha consentito alle famiglie di beneficiare di entrate straordinarie. In termini storici, generalmente i consumi reagiscono alle variazioni del prezzo del petrolio con un certo ritardo. Da una previsione basata su modello ispirata a Edelstein e Kilian si evince che nel 2014-2015 i consumi privati hanno reagito più rapidamente al calo del prezzo del petrolio rispetto a precedenti episodi analoghi (cfr. grafico 14)<sup>25</sup>. Ciò è comprovato anche dalla risposta relativamente debole del tasso di risparmio delle famiglie alle disponibilità straordinarie. Dal 2016 il sostegno alla crescita dei consumi dato dai più bassi corsi petroliferi è venuto meno. In prospettiva, ci si attende che il recente incremento del prezzo del petrolio tra la metà del 2017 e la metà del 2018 freni lievemente i consumi.

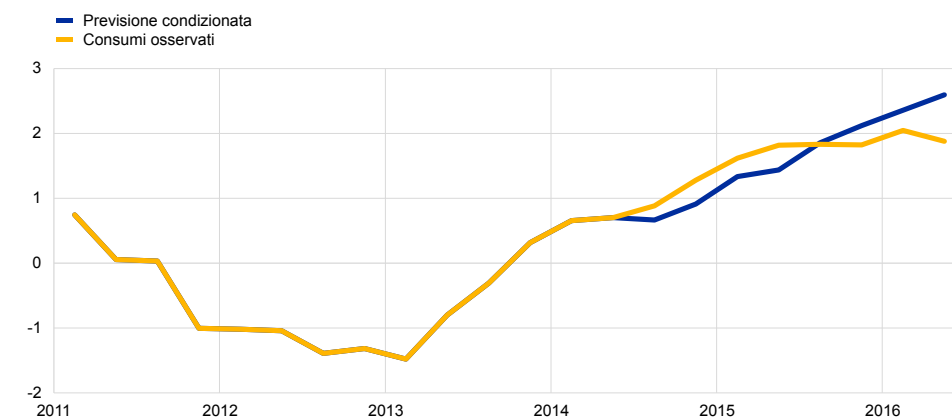
<sup>24</sup> Cfr. Calza, A., Monacelli, T. e Stracca, L., "Housing finance and monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, 2013, pagg. 101-122.

<sup>25</sup> Cfr. Edelstein, P. e Kilian, L., "How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, 2009, pagg. 766-779.

## Grafico 14

### Consumi privati dopo il calo del prezzo del petrolio del biennio 2014-2015

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la previsione condizionata è costruita utilizzando il modello sviluppato da Edelstein e Kilian per l'area dell'euro e produce una previsione dei consumi basata su modello, dipendente dai prezzi del petrolio osservati.

## 4 Andamenti di ricchezza e debito delle famiglie

### **Il vigore del bilancio del settore delle famiglie è una determinante fondamentale dei consumi privati.**

In primo luogo, l'aumento della ricchezza delle famiglie fa incrementare le risorse a loro disposizione e, di conseguenza, la loro propensione al consumo. Si tratta dell'effetto di ricchezza standard (cfr. anche riquadro 1)<sup>26</sup>. In secondo luogo, il vigore del bilancio delle famiglie determina anche la disponibilità di credito cui possono accedere e la conseguente possibilità di distribuire i consumi nell'arco del ciclo economico. Dal momento che i bilanci sono generalmente meno solidi nelle fasi di recessione e più solidi in quelle di espansione, esiste uno stretto legame tra il vigore del bilancio e la crescita dei consumi. Questo canale è detto acceleratore finanziario. Il grafico 15 mostra come i criteri di offerta delle banche si siano evoluti in parallelo con la crescita della ricchezza netta delle famiglie a partire dal 2003. In special modo al termine di periodi di forte incremento della leva finanziaria, il calo dei prezzi delle attività può portare a una consistente riduzione della ricchezza netta e generare pressioni al ridimensionamento della leva finanziaria che possono produrre un impatto persistente sulla dinamica dei consumi<sup>27</sup>. Questa sezione analizza nel dettaglio il modo in cui le variazioni in termini di attività e passività delle famiglie hanno influito sulla recente crescita dei consumi.

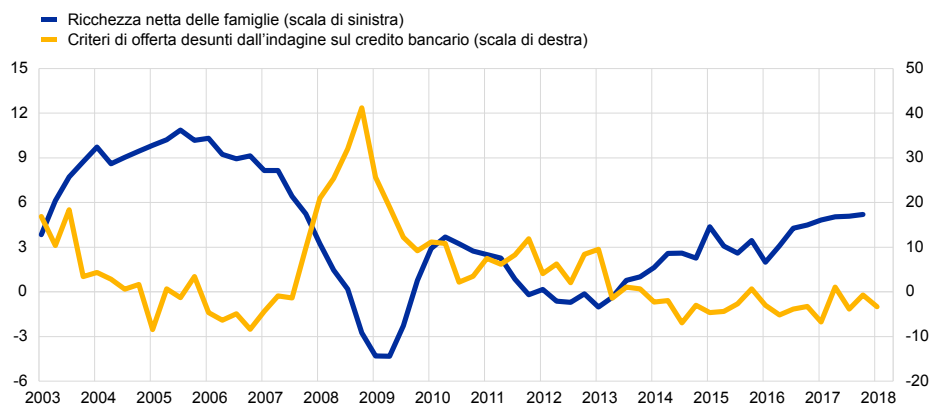
<sup>26</sup> Cfr. Poterba, J., "Stock market wealth and consumption", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, 2000, pagg. 99-118 e Slacalek, "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, ottobre 2009, pagg. 1-37.

<sup>27</sup> Cfr. Mian, A., Rao, K. e Sufi, A., "Household balance sheets, consumption, and the economic slump", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013, pagg. 1687-1726.

## Grafico 15

### Criteri di offerta e ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: percentuali nette ponderate)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: nell'indagine sul credito bancario si chiede alle banche di illustrare le variazioni intervenute negli ultimi tre mesi nell'applicazione dei criteri di offerta all'approvazione dei prestiti alle famiglie per il credito al consumo. Un incremento (decremento) indica un irrigidimento (allentamento) dei criteri di offerta.

## 4.1 Ricchezza delle famiglie

### Le variazioni dei prezzi delle abitazioni possono imprimere un significativo effetto di accelerazione ai consumi privati.

La ragione è che per molte famiglie l'abitazione di residenza costituisce l'asset principale (cfr. grafico 16). La ricchezza immobiliare, inoltre, tende a essere distribuita più uniformemente della ricchezza finanziaria, che è detenuta principalmente dal quintile più alto della distribuzione della ricchezza<sup>28</sup>. Per giunta, gli immobili sono generalmente un'attività finanziata mediante debito (attraverso la leva finanziaria), ragion per cui le variazioni di prezzo possono avere effetti ancora più ampi sulla ricchezza netta delle famiglie.

Ciò potrebbe spiegare perché, nel ciclo economico, la ricchezza immobiliare assume spesso maggiore rilevanza per i consumi privati rispetto alla ricchezza finanziaria, nonostante gli effetti diretti siano simili (cfr. anche le elasticità nel breve periodo descritte nel riquadro 1)<sup>29</sup>. Poiché il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro è segmentato, la dinamica della ricchezza immobiliare è stata molto eterogenea tra i vari paesi.

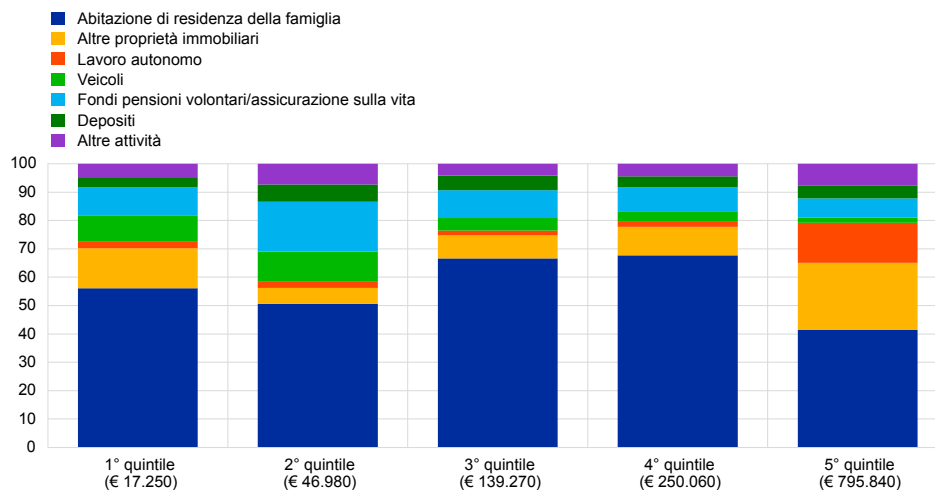
<sup>28</sup> Cfr. Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the euro area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pagg. 172-192.

<sup>29</sup> Iacoviello, M., "Housing wealth and consumption", *Federal Reserve Board Working Papers*, n. 1027, 2010.

## Grafico 16

### Portafoglio medio per quintili di ricchezza netta, area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: indagine dell'Eurosistema sui bilanci e i consumi delle famiglie.

Nota: le somme tra parentesi indicano la dimensione complessiva del portafoglio medio in ciascun quintile.

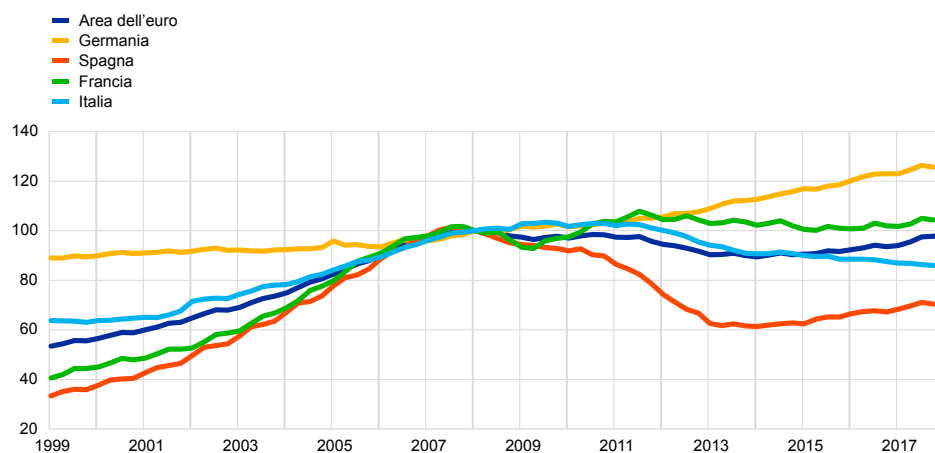
### La ricchezza immobiliare ha avuto andamenti molto eterogenei nei vari paesi dell'area dell'euro.

Se in Germania la ricchezza immobiliare ha iniziato a crescere significativamente nel 2013, in Francia, nello stesso periodo, è rimasta praticamente invariata (cfr. grafico 17). In Spagna, pur rimanendo di circa il 30 per cento inferiore rispetto al periodo precedente la Grande recessione, questo tipo di ricchezza ha cominciato a crescere nuovamente in tempi recenti. In Italia la ricchezza immobiliare è diminuita gradualmente. Per la ricchezza finanziaria, al contrario, si sono registrati andamenti molto meno eterogenei tra i diversi paesi. Di conseguenza, la ricchezza immobiliare sembra assumere maggior rilievo rispetto alla ricchezza finanziaria nel giustificare le persistenti differenze nei consumi privati tra i vari paesi (cfr. grafico 5).

## Grafico 17

### Ricchezza immobiliare reale delle famiglie nei diversi paesi

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la ricchezza immobiliare reale delle famiglie è calcolata dividendo la ricchezza immobiliare nominale per il deflatore dei consumi privati.

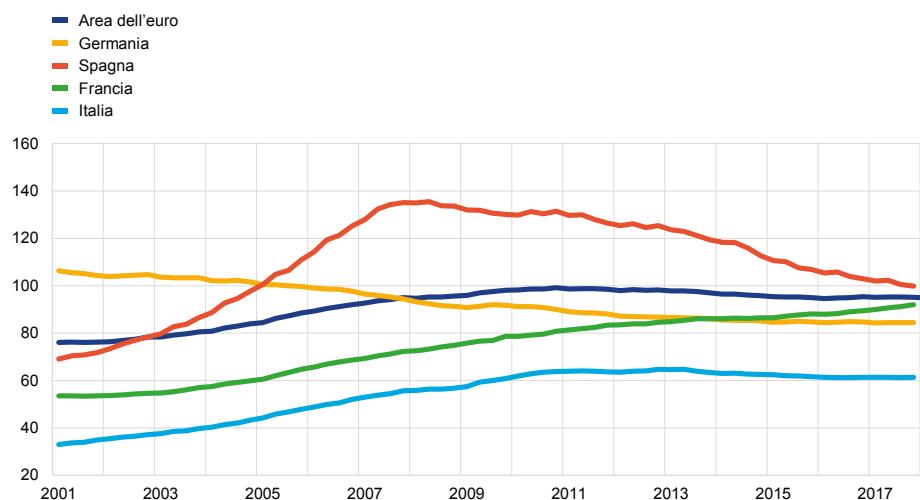
## 4.2 Indebitamento e risparmio delle famiglie

**La riduzione dell'indebitamento delle famiglie pone l'accento sulla sostenibilità dell'espansione dei consumi privati.** Secondo alcuni, l'attuale espansione economica sarebbe meno sostenibile, perché basata sui consumi privati e sull'accumulo di nuovi debiti<sup>30</sup>. Tale argomentazione si fonda principalmente sull'ipotesi che le fasi di ripresa trainate dai consumi siano sempre il prodotto di un aumento dell'indebitamento delle famiglie. Questo assunto non si applica alla fase di espansione dei consumi in atto nell'area dell'euro. Contrariamente a quanto avvenuto prima della crisi, la crescita costante dei consumi nell'area dell'euro si è accompagnata a una graduale diminuzione dell'indebitamento delle famiglie, che all'interno dell'area si è al momento stabilizzato attorno ai livelli pre-crisi (cfr. grafico 18). Inoltre, se in alcuni paesi si sono ancora osservati aumenti del livello di indebitamento delle famiglie in direzione della media dell'area dell'euro (ad esempio in Francia), le differenze tra paesi sono diminuite significativamente per effetto delle forti diminuzioni nei paesi in cui il settore delle famiglie era più indebitato (ad esempio in Spagna).

### Grafico 18

#### Indebitamento delle famiglie

(percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: dati basati sulle somme di quattro trimestri del reddito disponibile lordo.

**Il tasso di risparmio delle famiglie si è mantenuto basso, mentre i deboli investimenti da parte degli stessi soggetti hanno contribuito a un'ulteriore riduzione del grado di leva finanziaria.** Dopo un temporaneo aumento durante la recessione del 2008-2009, il tasso di risparmio delle famiglie è andato gradualmente diminuendo a partire dal 2011. Il grafico 19 mostra come il basso tasso di investimento delle famiglie abbia dato luogo a un'elevata posizione creditoria netta in tale settore, di riflesso al più basso livello di indebitamento delle famiglie rispetto al periodo precedente la crisi. Contrariamente a quanto osservato per gli

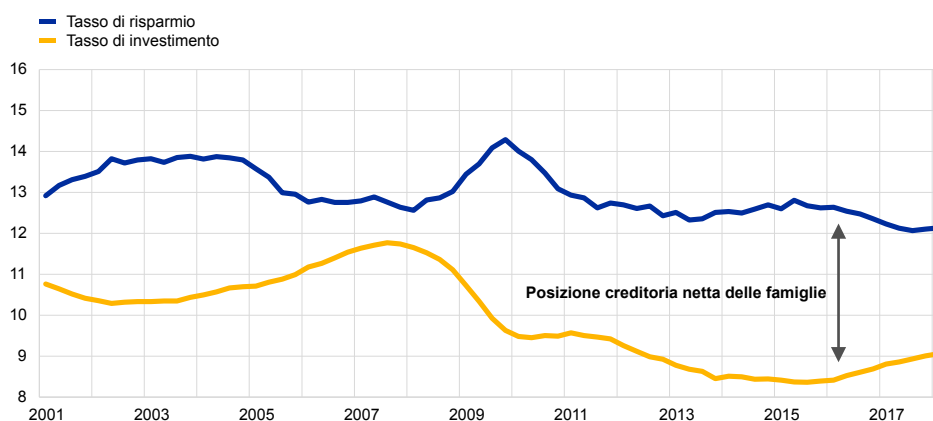
<sup>30</sup> Cfr. Kharroubi, E. e Kohlscheen, E., "Consumption-led expansions", *BIS Quarterly Review*, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2017.

investimenti delle famiglie, la recente crescita dei consumi non sembra aver subito particolarmente l'impatto delle pressioni per la riduzione della leva finanziaria. Questo andamento è più marcato nei paesi che sono stati interessati da cicli di espansione e contrazione nel mercato dell'edilizia residenziale (ad esempio in Spagna).

### Grafico 19

#### Tasso di risparmio e di investimento delle famiglie

(percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

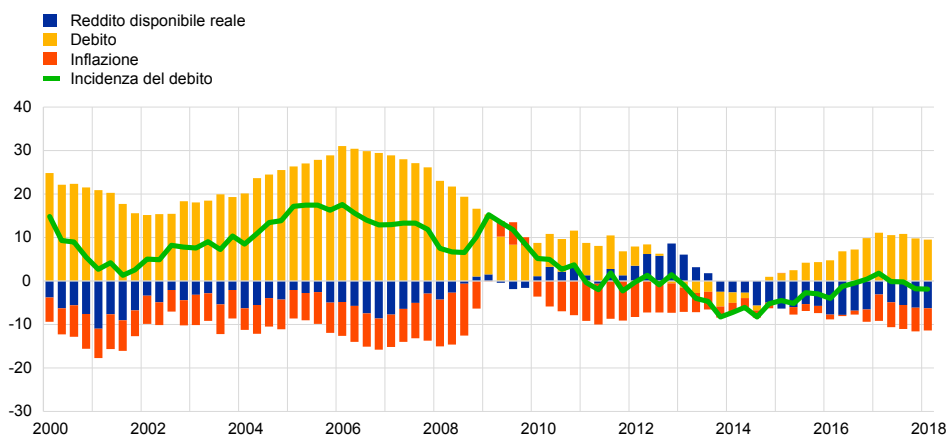
**A partire dal 2013 il processo di riduzione della leva finanziaria delle famiglie da “attivo” è diventato “passivo”, facendo aumentare la capacità dell’espansione dei consumi di autosostenersi.** All’inizio del 2013 il contributo del reddito disponibile nominale alla variazione dell’indice di indebitamento delle famiglie (in percentuale del reddito disponibile lordo) era ancora prossimo allo zero (cfr. grafico 20). Prima dell’inizio dell’attuale espansione economica, il reddito disponibile reale delle famiglie era ancora in fase di contrazione e l’inflazione era in calo. Con la comparsa di pressioni per la riduzione della leva finanziaria derivate da valutazioni delle attività più contenute, le famiglie si sono trovate nella necessità di rimborsare i prestiti e di astenersi dal richiederne di nuovi (processo di riduzione della leva finanziaria attivo). Una volta rafforzatasi l’espansione economica, la crescita del reddito disponibile nominale delle famiglie ha gradualmente accelerato, riducendo ulteriormente il livello di indebitamento delle stesse. La più elevata crescita nominale ha condotto a miglioramenti nei bilanci e contribuito a un aumento autosostenibile della spesa e dell’attività economica (processo di leva finanziaria passivo). Negli ultimi anni, le famiglie hanno incrementato nuovamente il loro livello di indebitamento, sebbene quest’ultimo abbia continuato a scendere rispetto al reddito. I più elevati flussi di debito hanno riflesso i prestiti per l’acquisto di abitazioni in seguito alla graduale ripresa del mercato dell’edilizia residenziale, nonché la più consistente domanda di credito al consumo che si è accompagnata a una rinnovata ripresa degli acquisti di beni durevoli (ad esempio automobili)<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Cfr. i riquadri *Andamenti recenti del credito al consumo nell’area dell’euro*, nel numero 7/2017 di questo Bollettino e *Il consumo di beni durevoli nell’attuale fase di espansione economica*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 20

### Variazioni dell'indice di indebitamento delle famiglie

(differenze sui dodici mesi in punti percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati basati sul reddito disponibile lordo trimestrale destagionalizzato.

## Riquadro 2

### Politica monetaria, disuguaglianza e consumi delle famiglie

a cura di Michele Lenza e Jiri Slacalek

**La politica monetaria produce effetti diversi sulle singole famiglie a seconda della composizione del loro reddito e della loro ricchezza.** Questo riquadro stima l'impatto delle misure di politica monetaria non convenzionali attuate di recente dalla BCE sul tasso di disoccupazione, sul reddito e sulla ricchezza dei diversi tipi di famiglie<sup>32</sup>. I risultati riportati di seguito si basano su una simulazione che, innanzitutto, identifica gli effetti aggregati di uno shock esogeno provocato dal programma ampliato di acquisto di attività (PAA) (e strutturato in modo da catturare l'impatto degli annunci relativi al PAA) sui prezzi delle attività<sup>33</sup> e sul reddito, utilizzando un modello autoregressivo vettoriale. Tali effetti aggregati vengono quindi distribuiti tra le diverse famiglie utilizzando dati micro sul reddito, sulla ricchezza e sulle loro componenti, desunti dall'indagine dell'Eurosistema sui bilanci e i consumi delle famiglie<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Ci si sofferma in particolare sul programma ampliato di acquisto di attività (PAA), avviato a gennaio 2015 con l'intento di contenere i rischi di un lungo periodo di bassa inflazione. Il PAA si configura come un decremento di 30 punti base nel differenziale tra i termini, ovvero la differenza tra i tassi di interesse a lungo termine e quelli a breve termine.

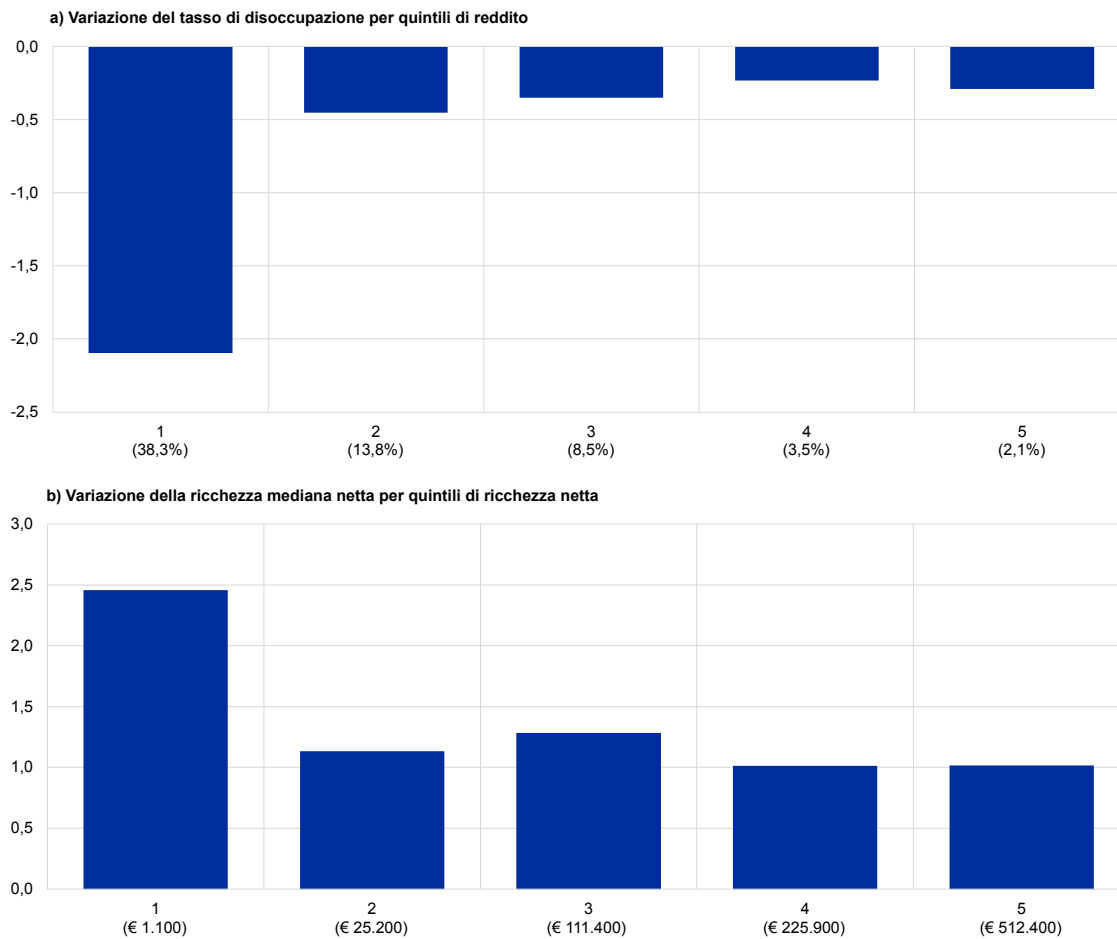
<sup>33</sup> Il modello include le quotazioni azionarie e immobiliari, e i tassi di interesse (che determinano i prezzi delle obbligazioni).

<sup>34</sup> Cfr. anche Constâncio, V., "Inequality and macroeconomic policies", intervento pronunciato al congresso annuale della European Economic Association, Lisbona, 22 agosto 2017.

## Grafico A

### Risposta di disoccupazione e ricchezza netta al programma di acquisto di attività

(grafico superiore: variazione in punti percentuali del tasso di disoccupazione per quintili di reddito; grafico inferiore: variazione percentuale della ricchezza netta mediana per quintili di ricchezza netta)



Fonti: indagine dell'Eurosistema sui bilanci e i consumi delle famiglie ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico superiore mostra il calo del tasso di disoccupazione in punti percentuali nei diversi quintili di reddito delle famiglie a quattro trimestri dall'impatto del programma di acquisto di attività (PAA). Il grafico inferiore rappresenta l'incremento della ricchezza netta mediana in valori percentuali per quintili di ricchezza netta a quattro trimestri dall'impatto del PAA. I numeri tra parentesi indicano il livello iniziale del tasso di disoccupazione e della ricchezza netta mediana in ciascun quintile. I dati sono aggregati per Germania, Spagna, Francia e Italia.

**Il PAA ha sostanzialmente ridotto il tasso di disoccupazione nella parte inferiore della distribuzione del reddito**<sup>35</sup>. Il primo grafico mostra la distribuzione del dato aggregato sul calo del tasso di disoccupazione tra le famiglie appartenenti a vari gruppi di reddito. In particolare, esso rappresenta il calo del tasso di disoccupazione nei cinque quintili di reddito a quattro trimestri dall'impatto dello shock del PAA. Il calo del tasso di disoccupazione di circa 0,7 punti percentuali in termini aggregati ha effetti molto eterogenei sui singoli individui ed è nettamente sbilanciato verso le famiglie con redditi che rientrano nel 20 per cento più basso, il cui tasso di disoccupazione scende di oltre 2 punti percentuali. Per contro, il tasso di disoccupazione in altri quintili di reddito

<sup>35</sup> La gran parte delle variazioni di reddito sono riconducibili a individui che trovano lavoro; evento la cui probabilità dipende dalle caratteristiche demografiche (quali età, livello di istruzione, stato civile e numero di figli). Nello specifico, si ipotizza un modello probit la cui variabile dipendente è rappresentata dalla condizione lavorativa, che cattura una certa eterogeneità tra famiglie in termini di probabilità di occupazione. Il modello viene quindi utilizzato per individuare, attraverso la simulazione, i soggetti che trovano impiego.

scende di meno di 0,5 punti percentuali. La principale motivazione alla base di tale risultato è che il livello di disoccupazione è molto più elevato nelle parti inferiori della distribuzione del reddito.

**Il calo dei tassi di disoccupazione tra le famiglie con redditi più bassi riduce le disuguaglianze di reddito.** Le variazioni dei tassi di disoccupazione hanno un effetto sostanziale sul reddito delle famiglie: i redditi aumentano in misura considerevole quando le famiglie iniziano a percepire dei salari (anziché sussidi di disoccupazione). Il reddito medio nel quintile di reddito più basso sale del 3 per cento circa, mentre in altri punti della distribuzione aumenta dello 0,5 per cento circa. Queste variazioni riducono le disuguaglianze di reddito: si stima che il coefficiente di Gini, comunemente utilizzato per misurare la disuguaglianza, scenda dal 43,1 al 42,8 per cento.

**Il PAA ha fornito un contributo modesto all'aumento della ricchezza netta delle famiglie nella distribuzione della ricchezza.** Come mostrato nel pannello inferiore del grafico A, la ricchezza netta mediana delle famiglie nel quintile più basso di ricchezza netta aumenta del 2,5 per cento, mentre negli altri quintili sale dell'1 per cento circa. I prezzi degli immobili residenziali svolgono un ruolo chiave in queste variazioni, se si considera che la ricchezza immobiliare costituisce il 70-80 per cento circa delle attività delle famiglie e che questa quota è trasversale a tutta la distribuzione (con la possibile eccezione della coda al culmine dell'estremità superiore). Inoltre, secondo le stime, la risposta delle quotazioni azionarie dovrebbe essere esigua e transitoria. L'aumento della ricchezza nel quintile più basso è in parte dovuto all'elevata leva finanziaria di queste famiglie. Tali variazioni hanno un effetto trascurabile sulla disuguaglianza della ricchezza netta (misurata in base al coefficiente di Gini).

**Gli andamenti di reddito e ricchezza generalmente influiscono sulla spesa per consumi.** Uno dei principali fattori che determinano la risposta della spesa alle variazioni di reddito è la PMC, che misura la reazione ad aumenti di reddito transitori. Una sostanziosa fetta di letteratura empirica ha dimostrato che le famiglie con reddito più basso e una minore quantità di attività liquide tendono a consumare interamente il proprio reddito (approccio "hand-to-mouth"): sono sottoposte a vincoli di liquidità e adeguano rapidamente i propri consumi alle variazioni di reddito transitorie. Nell'area dell'euro quasi il 25 per cento delle famiglie detiene una quantità esigua di attività liquide e rientra nel modello di consumo appena descritto; la PMC di queste famiglie si aggira intorno allo 0,3 mentre le restanti famiglie, con ampia disponibilità di attività liquide, sono dotate di buone garanzie e si caratterizzano per una PMC molto più bassa, inferiore o uguale allo 0,1 circa.

**La risposta dei consumi aggregati alla politica monetaria è condizionata in maniera sproporzionata dalle famiglie soggette a vincoli.** Ciò si verifica per due motivi: in primo luogo perché, come stimato, i redditi delle famiglie nelle parti inferiori della distribuzione sono stimolati dal PAA in maniera sproporzionata e in secondo luogo perché queste famiglie tendono anche a distinguersi per PMC più elevate. Per queste famiglie la risposta della spesa si ottiene dal prodotto tra i due numeri ed è, di conseguenza, sostanzialmente superiore a quella delle famiglie nella parte superiore della distribuzione. Secondo quanto documentato da Ampudia et al.<sup>36</sup>, questo canale di reddito indiretto della politica monetaria, che opera attraverso lo stimolo all'occupazione

<sup>36</sup> Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P e Violante, G.L., "Monetary policy and household inequality", *Working Paper Series*, n. 2170, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2018.

e ai redditi da lavoro, è più potente di quello della sostituzione intertemporale (che agisce invece attraverso la riduzione dei risparmi e l'aumento della spesa da parte delle famiglie in seguito a una riduzione dei tassi di interesse). Il canale del reddito indiretto rappresenta circa l'80-90 per cento degli effetti complessivi della politica monetaria sulla spesa delle famiglie con abitudini di consumo "hand-to-mouth" e una porzione sostanziale della reazione complessiva delle restanti famiglie. In termini aggregati, il canale indiretto costituisce il 60 per cento circa dell'impatto totale. Infine, questi calcoli rivelano che il PAA comprime la distribuzione della spesa per consumi tra famiglie, dal momento che i consumi delle famiglie "hand-to-mouth" vengono stimolati più intensamente rispetto a quelli delle famiglie con buone garanzie.

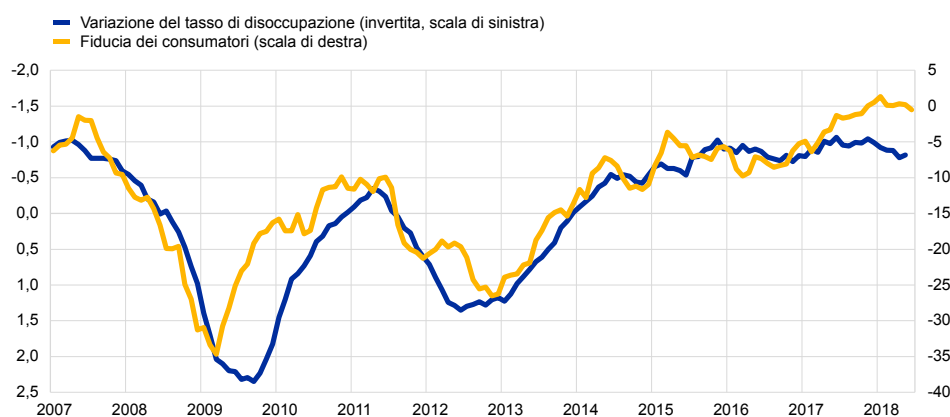
## 5 Osservazioni conclusive

**I consumi privati hanno rappresentato una delle principali determinanti della recente espansione economica, sebbene vi siano ancora margini per un'ulteriore crescita.** Nell'area dell'euro i consumi privati hanno evidenziato una netta ripresa rispetto alle perdite registrate durante la crisi finanziaria. Sebbene la crescita dei consumi sia stata contenuta rispetto alle precedenti fasi espansive, a partire dal 2013 ha superato le aspettative iniziali, ampiamente trainata dalla ripresa del mercato del lavoro. Tuttavia, la disoccupazione, in alcuni paesi e per alcuni gruppi di lavoratori, rimane su livelli superiori a quelli registrati prima della crisi finanziaria. In prospettiva, con le condizioni dei mercati del lavoro che continuano a migliorare, la fiducia dei consumatori dovrebbe rimanere elevata e i consumi privati dovrebbero crescere ulteriormente (cfr. grafico 21).

### Grafico 21

#### Variazione del tasso di disoccupazione e fiducia dei consumatori

(scala di sinistra: differenze sui dodici mesi in punti percentuali, scala di destra: saldi percentuali netti)



Fonti: Commissione europea (Direzione generale degli Affari economici e finanziari), Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**La politica monetaria accomodante della BCE ha contribuito notevolmente all'espansione dei consumi privati.** Vi sono evidenze crescenti del sostegno fornito dalla politica monetaria ai consumi privati, soprattutto per il tramite delle famiglie

soggette a vincoli finanziari (ad esempio indebitate o i cui membri sono disoccupati). Ciò sottolinea il ruolo dell'eterogeneità nella trasmissione della politica monetaria. Al tempo stesso, le politiche monetarie accomodanti hanno fornito un contributo diretto alla riduzione delle disuguaglianze di reddito e di ricchezza. Infine, vi sono deboli evidenze che i bassi tassi di interesse abbiano prodotto un aumento generalizzato dell'indebitamento delle famiglie, a supporto dell'ipotesi a favore della sostenibilità dell'espansione economica complessiva.



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

## 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
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 3° trim.	1,0	0,8	0,4	0,5	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
4° trim.	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 1° trim.	0,9	0,5	0,2	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
2° trim.	.	.	.	.	1,8	.	.	.	2,7	2,4	0,7	.	1,7
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
feb.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3
mag.	-	-	-	-	-	-	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,9	2,4	0,7	.	2,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni <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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,0	6,8
2017 3° trim.	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,3	1,6
4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,4	1,4
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,2	0,7	3,2
2° trim.	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	.	.	.
2018 feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,7	2,1	3,0
mar.	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2
apr.	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,5
mag.	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,5	-1,1	-0,1
giu.	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,1	.	.	.
lug.	.	55,9	.	.	.	54,3	.	.	.	.	.	.

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
	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
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 dic.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 gen.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
apr.	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
mag.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
giu.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <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
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 dic.	-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 gen.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
apr.	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
mag.	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
giu.	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31

Fonte: BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 dic.	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 gen.	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7
mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
apr.	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
mag.	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1
giu.	383,4	3.442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2.754,4	22.562,9

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	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 giu.	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,91	1,90	1,89	2,22	1,87
lug.	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,92	1,89	1,90	2,22	1,88
ago.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,01	1,91	1,94	2,21	1,91
set.	0,05	0,44	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
ott.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
dic.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,46	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 gen.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84
feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,11	16,84	4,92	5,72	6,17	2,36	1,63	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
mag. <sup>(p)</sup>	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,88	4,83	5,88	6,39	2,38	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <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			
		1	2		3	4	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 giu.	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76
lug.	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74
ago.	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
set.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
ott.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
dic.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018 gen.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
feb.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
apr.	0,03	0,06	0,34	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
mag. <sup>(p)</sup>	0,03	0,08	0,44	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,75	1,08	1,22	1,65	1,62

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
<b>A breve termine</b>														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017 dic.	1.240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018 gen.	1.272	532	155	.	77	447	61	403	194	40	.	41	91	36
feb.	1.282	540	153	.	80	444	65	355	172	41	.	34	78	30
mar.	1.299	541	154	.	84	453	67	386	167	60	.	41	84	33
apr.	1.315	542	161	.	94	450	69	395	180	50	.	43	73	49
mag.	1.301	536	156	.	98	445	66	380	179	38	.	43	79	41
<b>A lungo termine</b>														
2015	15.250	3.786	3.286	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.398	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.354	3.560	3.142	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017 dic.	15.354	3.560	3.142	.	1.190	6.819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018 gen.	15.371	3.569	3.151	.	1.174	6.841	636	302	99	75	.	14	109	5
feb.	15.376	3.566	3.146	.	1.171	6.864	629	215	57	52	.	12	88	7
mar.	15.439	3.580	3.148	.	1.183	6.904	624	256	68	60	.	24	96	7
apr.	15.442	3.578	3.163	.	1.192	6.886	624	232	61	67	.	14	85	4
mag.	15.529	3.589	3.188	.	1.205	6.927	621	196	49	48	.	17	80	3

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
<b>Consistenze</b>												
2015	16.518,8	4.303,1	3.432,4	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9	
2016	16.638,9	4.212,9	3.368,8	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1	
2017	16.593,6	4.079,1	3.297,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	612,5	1.263,0	6.079,3	
2017 dic.	16.593,6	4.079,1	3.297,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	612,5	1.263,0	6.079,3	
2018 gen.	16.643,5	4.101,7	3.306,1	.	1.251,0	7.287,7	697,1	8.204,1	665,6	1.333,1	6.205,4	
feb.	16.658,1	4.105,8	3.299,9	.	1.251,7	7.307,4	693,4	7.920,3	638,6	1.293,1	5.988,6	
mar.	16.737,6	4.120,5	3.302,7	.	1.267,8	7.356,1	690,5	7.814,0	599,0	1.253,4	5.961,7	
apr.	16.757,1	4.120,1	3.323,5	.	1.285,6	7.335,1	692,8	8.143,4	620,8	1.351,3	6.171,2	
mag.	16.830,5	4.124,3	3.344,7	.	1.303,2	7.371,5	686,8	8.032,4	531,2	1.301,4	6.199,8	
<b>Tasso di crescita</b>												
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6	
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4	
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2017 dic.	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 gen.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3	
feb.	1,4	-1,0	1,4	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4	
mar.	1,5	-0,1	1,8	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4	
apr.	1,5	0,4	0,8	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5	
mag.	1,0	-0,1	0,0	.	6,0	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5	

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 <sup>2)</sup>	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	86,9	
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9	
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0	
2017 3° trim.	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	114,5	91,8	
4° trim.	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	115,0	92,0	
2018 1° trim.	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0	93,4	
2° trim.	98,4	93,1	93,2	.	.	.	117,0	93,4	
2018 gen.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	92,7	
feb.	99,6	93,9	94,4	-	-	-	117,3	93,6	
mar.	99,7	94,2	94,4	-	-	-	117,7	93,9	
apr.	99,5	93,9	94,3	-	-	-	117,9	94,0	
mag.	98,1	92,8	92,7	-	-	-	116,6	93,1	
giu.	97,9	92,7	92,4	-	-	-	116,7	93,1	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2018 giu.	-0,2	-0,2	-0,3	-	-	-	0,1	0,0	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2018 giu.	1,6	1,6	0,5	-	-	-	4,7	4,0	

Fonte: BCE.

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

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

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 3° trim.	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
4° trim.	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 1° trim.	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2° trim.	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
2018 gen.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
mar.	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
apr.	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
mag.	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
giu.	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
					<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2018 giu.	0,3	-0,1	0,5	0,0	1,8	-0,8	0,4	0,2	0,5	-0,6	-1,8	-1,1
					<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2018 giu.	-1,2	-0,4	-1,9	0,2	4,7	3,2	2,2	0,2	2,0	5,4	6,3	4,0

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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2017 2° trim.	24.750,0	25.174,2	-424,2	10.943,9	8.779,9	8.121,0	10.632,4	-46,0	5.048,5	5.761,9	682,7	13.843,7
3° trim.	24.511,8	24.961,5	-449,7	10.603,3	8.508,3	8.268,7	10.664,8	-57,1	5.022,0	5.788,3	674,8	13.742,3
4° trim.	24.655,4	24.897,1	-241,7	10.518,9	8.485,9	8.516,7	10.611,7	-51,7	5.001,8	5.799,5	669,7	13.566,5
2018 1° trim.	24.600,8	25.193,6	-592,8	10.392,4	8.520,4	8.491,5	10.660,8	-85,6	5.129,1	6.012,4	673,4	13.810,7
<b>Consistenze (in percentuale del PIL)</b>												
2018 1° trim.	218,2	223,5	-5,3	92,2	75,6	75,3	94,6	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,5
<b>Transazioni</b>												
2017 2° trim.	215,4	136,3	79,1	31,3	14,7	173,3	148,4	0,5	11,8	-26,7	-1,4	-
3° trim.	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
4° trim.	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018 1° trim.	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
2017 dic.	-192,3	-271,3	78,9	-25,4	-35,0	6,4	-4,4	4,7	-176,3	-231,8	-1,6	-
2018 gen.	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
feb.	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
mar.	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
apr.	93,1	100,7	-7,6	20,4	-13,0	17,9	-9,0	1,7	56,6	122,7	-3,6	-
mag.	128,4	143,3	-14,9	11,8	30,6	-7,7	-34,1	5,7	116,2	146,9	2,3	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi</b>												
2018 mag.	799,7	333,9	465,8	-14,4	-166,1	548,1	215,8	-2,3	254,0	284,3	14,2	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</b>												
2018 mag.	7,1	3,0	4,1	-0,1	-1,5	4,9	1,9	0,0	2,3	2,5	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)												
2015	10.526,9	10.052,8	5.742,4	2.172,4	2.107,8	1.015,4	638,9	447,9	30,2	474,1	4.862,5	4.388,4
2016	10.793,1	10.313,6	5.876,0	2.222,7	2.201,0	1.052,3	675,5	467,8	13,9	479,5	4.935,4	4.455,8
2017	11.174,0	10.654,4	6.059,8	2.276,2	2.291,5	1.116,3	712,6	457,4	26,8	519,7	5.287,4	4.767,8
2017 2° trim.	2.781,1	2.659,6	1.511,2	566,9	572,8	277,7	176,2	117,5	8,7	121,5	1.309,9	1.188,4
3° trim.	2.812,4	2.676,5	1.519,3	571,3	574,8	280,6	179,8	113,1	11,1	135,8	1.325,0	1.189,2
4° trim.	2.838,4	2.693,6	1.529,1	575,2	585,4	285,6	184,4	114,2	4,0	144,7	1.361,1	1.216,4
2018 1° trim.	2.859,0	2.720,1	1.543,7	577,8	591,2	291,2	183,2	115,4	7,4	138,9	1.357,0	1.218,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 2° trim.	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,7	1,7	5,6	-	-	1,1	1,5
3° trim.	0,7	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,4	1,9	-4,4	-	-	1,5	0,5
4° trim.	0,7	0,2	0,2	0,3	1,4	0,9	2,4	1,1	-	-	2,4	1,4
2018 1° trim.	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3	1,3	-0,6	-0,4	-	-	-0,9	-0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,3	15,4	-	-	6,5	7,7
2016	1,8	2,2	2,0	1,8	3,7	2,6	5,6	3,6	-	-	3,0	4,0
2017	2,4	1,8	1,6	1,1	2,7	3,7	5,1	-3,0	-	-	5,2	4,0
2017 2° trim.	2,5	2,3	1,8	1,1	3,7	4,3	4,2	1,6	-	-	4,7	4,4
3° trim.	2,8	2,0	1,9	1,4	2,6	4,0	6,1	-5,6	-	-	5,9	4,2
4° trim.	2,8	1,4	1,4	1,3	2,8	4,1	7,5	-6,7	-	-	6,7	4,1
2018 1° trim.	2,5	2,0	1,6	1,3	3,6	3,3	5,5	1,7	-	-	4,1	3,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 2° trim.	0,7	0,8	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,7	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
4° trim.	0,7	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,5	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,7	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,1	-0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,3	-	-
2017	2,4	1,7	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	0,0	0,7	-	-
2017 2° trim.	2,5	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	-	-
3° trim.	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
4° trim.	2,8	1,4	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 1° trim.	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,0	0,6	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.453,9	155,3	1.905,5	466,2	1.784,2	433,2	470,1	1.074,1	1.029,5	1.807,7	328,1	1.073,0
2016	9.681,2	152,3	1.939,0	485,1	1.827,5	450,4	460,6	1.100,6	1.073,9	1.855,5	336,3	1.112,0
2017	10.016,6	164,6	2.009,1	510,2	1.905,9	468,0	452,9	1.132,8	1.124,6	1.903,6	344,8	1.157,5
2017 2° trim.	2.493,1	41,0	498,5	126,9	475,7	116,2	113,1	282,3	279,5	474,0	85,8	288,0
3° trim.	2.521,8	41,3	507,3	128,8	479,5	118,2	113,6	284,7	283,5	478,1	86,8	290,6
4° trim.	2.544,7	41,7	515,4	130,9	483,2	118,9	113,3	286,2	286,5	481,4	87,2	293,7
2018 1° trim.	2.562,0	41,6	515,3	133,3	487,2	120,0	114,2	288,6	289,9	484,1	87,8	297,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,6	20,1	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 2° trim.	0,7	0,0	0,8	1,1	0,9	1,4	0,3	0,3	1,0	0,5	0,4	0,7
3° trim.	0,8	-0,2	1,7	0,5	0,5	1,7	-0,2	0,5	0,8	0,4	0,7	0,3
4° trim.	0,7	0,2	1,5	1,2	0,6	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 1° trim.	0,4	1,7	-0,7	0,7	0,8	1,8	-0,3	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	3,0	3,7	0,6	2,0	3,5	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,7	2,0	1,3	1,8	3,2	0,8	0,7	2,9	1,4	1,6	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	2,9	3,1	4,7	-1,1	1,3	4,0	1,3	1,2	2,5
2017 2° trim.	2,4	0,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-1,1	1,1	3,5	1,4	1,1	2,9
3° trim.	2,9	0,6	4,4	3,3	3,6	5,0	-1,2	1,5	4,3	1,5	1,5	2,5
4° trim.	2,9	1,7	4,1	4,2	3,4	4,4	-0,6	1,4	4,5	1,4	1,5	1,9
2018 1° trim.	2,6	1,7	3,3	3,6	2,9	5,4	-0,1	1,5	3,4	1,6	1,5	2,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
2017 2° trim.	2,4	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
3° trim.	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	-
4° trim.	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,1	-
2018 1° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 2° trim.	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
3° trim.	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
4° trim.	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 1° trim.	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 2° trim.	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
3° trim.	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
4° trim.	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 1° trim.	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 2° trim.	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
3° trim.	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
4° trim.	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 1° trim.	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, 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			
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,302	9,8	3,163	22,3	9,260	10,7	8,206	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,252	10,0	5,0	13,288	9,0	2,964	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9
2017 2° trim.	162,353	4,2	14,866	9,1	4,5	12,143	8,2	2,723	19,2	7,692	8,8	7,174	9,5	1,9
3° trim.	163,319	4,0	14,607	9,0	4,2	11,966	8,0	2,642	18,5	7,578	8,6	7,029	9,3	1,9
4° trim.	163,108	3,9	14,221	8,7	4,2	11,663	7,8	2,558	17,9	7,329	8,4	6,892	9,1	2,0
2018 1° trim.	162,582	4,0	13,982	8,6	4,2	11,489	7,7	2,493	17,5	7,201	8,2	6,781	9,0	2,1
2017 dic.	-	-	14,116	8,7	-	11,588	7,8	2,528	17,7	7,274	8,3	6,842	9,1	-
2018 gen.	-	-	14,109	8,6	-	11,591	7,8	2,518	17,6	7,264	8,3	6,845	9,1	-
feb.	-	-	13,971	8,6	-	11,461	7,7	2,510	17,6	7,214	8,2	6,756	9,0	-
mar.	-	-	13,866	8,5	-	11,415	7,7	2,451	17,3	7,124	8,1	6,741	8,9	-
apr.	-	-	13,781	8,4	-	11,355	7,6	2,427	17,1	7,068	8,1	6,714	8,9	-
mag.	-	-	13,656	8,4	-	11,266	7,5	2,390	16,8	6,990	8,0	6,666	8,8	-

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	
	1	2	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
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
<b>Variazioni percentuali sul periodo corrispondente</b>													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,8	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 3° trim.	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,8	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
4° trim.	4,1	4,7	5,4	6,0	2,1	-0,5	2,8	9,5	2,0	0,9	3,1	0,1	6,3
2018 1° trim.	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,9	2,6	6,5	1,6	1,5	1,9	0,0	5,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2
2017 gen.	3,6	5,9	5,1	8,5	3,2	-9,4	6,6	9,3	1,4	0,1	3,0	-1,2	6,4
feb.	2,6	2,2	2,6	1,9	2,0	5,2	0,0	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
mar.	3,2	2,4	1,7	2,9	2,0	8,9	0,9	4,6	1,7	2,5	1,0	0,6	4,8
apr.	1,7	2,0	0,8	4,0	1,1	-1,1	1,2	4,1	1,6	-0,4	3,4	0,4	2,7
mag.	2,4	2,8	2,3	3,9	2,0	-1,0	1,8	4,0	1,4	1,7	1,6	-0,3	2,8
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9
<b>Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</b>													
2017 gen.	0,6	0,2	-1,2	0,5	0,4	-6,0	-0,8	-1,9	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4
feb.	0,8	-1,9	-0,8	-3,3	-1,1	7,1	-0,7	-0,6	0,3	1,0	-0,3	0,9	-0,7
mar.	0,5	0,5	-0,1	-0,6	1,6	0,7	-0,3	-0,8	0,6	0,8	0,1	-0,3	-0,1
apr.	0,8	-0,2	-0,7	2,2	-1,4	-5,2	1,4	-0,6	-0,1	-1,4	1,6	-0,3	-1,9
mag.	1,3	1,4	1,6	0,7	2,2	0,5	0,3	1,4	0,0	1,1	-1,0	0,0	2,2
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6

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
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 3° trim.	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
4° trim.	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 1° trim.	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2° trim.	112,5	7,0	.	0,0	5,8	0,3	14,5	.	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 feb.	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
mar.	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
apr.	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
mag.	112,5	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
giu.	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,8	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
lug.	.	.	-	-0,6	.	.	.	-	55,1	54,2	54,4	54,3

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
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	1,8	33,2	7,1	134,4	4,4	9,3	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	2,7	33,0	8,0	135,7	4,0	1,6	2,1
2017	12,0	93,6	1,4	2,1	7,2	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	7,0	2,2
2017 2° trim.	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	3,8	32,9	7,3	134,7	4,2	10,2	2,5
3° trim.	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	4,7	33,2	7,3	133,5	4,3	4,1	2,6
4° trim.	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	3,4	2,2
2018 1° trim.	.	.	.	.	.	.	5,8	.	7,8	.	.	.	.

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale <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	
2017 2° trim.	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
3° trim.	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
4° trim.	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,1	10,4
2018 1° trim.	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
2017 dic.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,3
2018 gen.	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
feb.	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
mar.	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
apr.	328,8	299,2	29,6	189,9	168,0	72,0	62,3	57,7	48,9	9,1	20,0	2,0	2,0
mag.	329,7	307,2	22,4	193,4	172,9	71,8	63,5	55,4	52,1	9,0	18,8	2,3	2,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 mag.	3.950,6	3.541,3	409,2	2.316,3	1.966,6	859,5	750,6	664,6	575,2	110,1	249,0	35,6	35,8
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 mag.	35,0	31,4	3,6	20,5	17,4	7,6	6,6	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,3

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	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 2° trim.	5,4	10,1	545,8	257,5	112,8	163,1	456,6	488,0	275,8	81,3	123,7	354,9	52,2
3° trim.	6,0	7,9	547,2	257,1	114,6	164,3	459,9	486,1	273,1	81,0	123,1	355,0	48,4
4° trim.	6,1	7,6	561,5	267,7	115,9	167,0	471,2	500,9	285,1	81,3	125,5	360,4	58,6
2018 1° trim.	2,3	1,8	561,4	270,7	113,2	167,9	470,6	502,8	290,3	81,0	123,2	356,6	65,0
2017 dic.	0,8	2,7	191,8	91,0	40,5	56,9	161,5	169,0	97,4	26,6	41,5	120,7	21,4
2018 gen.	9,1	6,2	190,2	92,5	38,1	56,6	158,8	170,7	98,6	27,6	41,7	120,7	23,1
feb.	2,6	1,5	185,0	89,8	37,4	54,6	155,2	165,4	95,9	26,1	40,2	117,2	21,5
mar.	-3,3	-2,0	186,2	88,3	37,8	56,7	156,7	166,7	95,8	27,3	41,4	118,7	20,3
apr.	8,2	8,3	187,3	88,5	39,2	55,4	156,6	169,2	98,3	26,0	42,4	119,5	21,0
mag.	-0,9	0,7	187,6	.	.	.	156,6	170,7	.	.	.	120,5	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 2° trim.	1,5	2,5	122,4	121,2	121,8	125,6	122,1	112,7	112,7	113,4	114,0	116,3	104,6
3° trim.	3,8	3,4	123,8	121,9	124,9	128,1	124,0	114,4	114,1	115,7	114,1	117,8	100,3
4° trim.	4,4	4,0	126,3	125,5	125,6	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,3	106,0
2018 1° trim.	2,6	1,8	125,9	125,7	122,7	131,4	126,5	113,9	114,4	111,7	114,7	116,9	110,2
2017 nov.	6,7	4,3	127,4	126,2	126,4	131,9	127,5	115,6	114,5	115,8	117,5	118,5	105,0
dic.	-0,4	-0,2	128,7	127,4	130,1	132,5	129,7	113,8	115,0	106,9	114,3	117,2	111,3
2018 gen.	8,6	5,0	127,5	128,5	123,2	132,5	127,7	114,4	115,3	112,2	114,5	117,2	114,1
feb.	3,1	2,2	124,9	125,6	121,9	128,2	125,4	113,1	113,9	110,4	112,7	116,1	110,3
mar.	-2,5	-1,6	125,5	123,1	123,0	133,6	126,4	114,1	114,1	112,3	116,8	117,3	106,4
apr.	8,2	7,3	125,7	122,9	127,1	129,8	125,8	114,4	115,5	106,4	118,6	117,2	104,5

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>						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2017 3° trim.	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1	
4° trim.	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,2	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2	
2018 1° trim.	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9	
2° trim.	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,6	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6	
2018 gen.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9	
feb.	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8	
mar.	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0	
apr.	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6	
mag.	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,5	0,0	0,7	0,0	2,2	0,4	1,9	1,6	
giu.	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6	

	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 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 3° trim.	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
4° trim.	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 1° trim.	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2° trim.	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3
2018 gen.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
feb.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
mar.	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2
apr.	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2
mag.	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3
giu.	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3

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.

## 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	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>2)</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	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1
2017 2° trim.	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,5	4,2
3° trim.	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7
4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,5	3,9	6,6
2018 1° trim.	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,0	.
2017 dic.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,4	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 gen.	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-
feb.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,9	1,0	0,5	1,9	-	-	-
mar.	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-
apr.	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,5	-	-	-
mag.	103,3	3,0	2,8	1,4	2,4	0,9	0,4	0,2	0,5	7,6	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) 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	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,8	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,7	0,4	0,3	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5
2017 3° trim.	108,2	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5
4° trim.	108,5	1,3	1,5	1,5	1,4	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3
2018 1° trim.	108,8	1,5	1,5	1,2	1,3	1,6	0,4	0,2	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	62,6	1,5	-6,7	9,6	1,0	-7,4	10,9
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,1	-0,2	-6,3	-13,4	2,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,6	-4,6	-7,7	-12,2	-2,6
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,3	0,1	-5,2	-11,1	1,5
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,8
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,0	-4,9	17,0	5,5	-4,8	18,0

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 3° trim.	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
4° trim.	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 1° trim.	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2° trim.	9,7	6,8	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018 feb.	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
mar.	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
apr.	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
mag.	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
giu.	9,9	6,9	9,1	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
lug.	.	.	.	.	.	66,9	58,2	55,7	52,7

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

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <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 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	2,0	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	1,7	1,4	1,5
2017 2° trim.	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
3° trim.	104,2	1,6	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
4° trim.	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	0,9	1,5
2018 1° trim.	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	1,1	1,8

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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2015	104,8	0,5	-2,9	-1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	2,7	1,6	1,4	1,7
2016	105,6	0,8	2,0	-0,1	0,0	1,2	-0,2	1,5	3,6	0,6	1,3	1,0
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,2	1,2	4,5	1,7	1,5	1,6
2017 2° trim.	106,2	0,7	0,9	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	1,4	5,4	2,0	1,5	1,8
3° trim.	106,3	0,4	-0,2	-1,5	-0,5	0,1	0,3	1,0	4,0	1,6	1,3	1,4
4° trim.	106,6	0,6	-0,9	-0,9	0,0	-0,1	0,6	0,2	4,4	1,5	1,6	1,4
2018 1° trim.	107,1	0,9	-0,6	-0,1	0,2	0,6	-0,2	0,8	3,5	2,1	1,3	1,3
<b>Redditi per occupato</b>												
2015	108,2	1,5	1,2	2,1	1,3	1,5	2,7	0,9	2,4	1,7	1,2	1,8
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,3	0,3	2,4	2,1	0,6	1,3	1,8
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,6	1,6	1,1	3,9	2,3	1,6	1,4
2017 2° trim.	110,9	1,5	1,1	1,4	1,7	1,3	1,6	1,3	4,7	2,3	1,6	1,4
3° trim.	111,4	1,6	1,3	1,5	1,0	1,9	2,3	0,7	3,8	2,6	1,5	0,8
4° trim.	112,2	1,8	1,6	1,7	1,9	1,8	1,8	1,0	4,0	2,6	1,8	1,9
2018 1° trim.	112,7	2,0	2,0	1,7	1,9	2,0	2,5	1,6	2,8	2,4	1,8	2,4
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2015	103,2	1,0	4,2	3,6	0,5	0,7	1,9	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,0
2016	103,7	0,4	-1,5	1,4	1,5	0,2	0,5	0,9	-1,4	0,0	0,0	0,8
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,3	1,4	1,4	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,2
2017 2° trim.	104,4	0,9	0,1	1,9	2,2	1,7	1,8	-0,2	-0,7	0,3	0,1	-0,4
3° trim.	104,8	1,1	1,5	3,0	1,5	1,8	1,9	-0,2	-0,2	1,0	0,2	-0,6
4° trim.	105,2	1,2	2,5	2,6	1,9	1,9	1,3	0,8	-0,5	1,1	0,1	0,5
2018 1° trim.	105,2	1,1	2,6	1,8	1,7	1,5	2,8	0,8	-0,7	0,3	0,4	1,1
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2015	110,0	1,4	1,4	1,7	0,7	1,6	1,7	0,9	1,7	1,4	1,3	1,6
2016	111,3	1,1	0,1	1,2	1,6	1,1	0,6	1,7	2,0	0,3	1,5	1,6
2017	113,2	1,7	0,9	1,5	1,3	1,8	1,6	1,4	3,7	2,3	1,8	1,8
2017 2° trim.	112,7	1,6	2,1	1,3	1,4	1,5	1,4	1,9	5,1	2,1	1,9	2,1
3° trim.	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,4	1,7	1,9	0,7	3,7	2,3	1,7	1,0
4° trim.	113,8	1,5	0,8	1,0	1,1	1,6	1,7	1,1	2,6	2,3	1,7	2,1
2018 1° trim.	114,4	1,9	1,8	1,6	1,4	2,1	2,8	1,7	1,9	2,6	1,8	2,4
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2015	105,3	1,0	3,5	3,2	0,1	1,0	0,9	0,2	-0,7	0,1	-0,2	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,5	1,3	1,2	0,1	0,8	0,2	-1,7	-0,2	0,1	0,6
2017	106,9	1,1	1,9	1,9	1,4	1,8	1,6	0,2	-0,7	0,9	0,3	0,4
2017 2° trim.	106,5	1,1	1,6	1,8	2,1	1,8	1,7	0,4	-0,6	0,4	0,3	0,4
3° trim.	106,8	1,1	1,8	2,7	1,4	1,7	1,9	-0,3	-0,1	0,9	0,3	-0,1
4° trim.	107,3	1,1	2,5	2,1	1,0	1,9	1,3	1,1	-1,5	1,0	0,1	1,1
2018 1° trim.	107,5	1,2	3,1	1,7	1,6	1,7	3,2	0,9	-1,4	0,6	0,5	1,6

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi							
1	2		4	5								
<b>Consistenze</b>												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.083,9	7.159,0	1.329,6	2.221,2	3.550,8	10.709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11.399,0
2017	1.112,0	6.636,6	7.748,7	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11.865,0
2017 3° trim.	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
4° trim.	1.112,0	6.636,6	7.748,7	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11.865,0
2018 1° trim.	1.113,4	6.736,4	7.849,8	1.171,5	2.265,9	3.437,4	11.287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.133,3	6.899,5	8.032,9	1.183,5	2.269,6	3.453,1	11.486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12.133,7
2018 gen.	1.114,5	6.679,0	7.793,4	1.198,0	2.263,9	3.461,9	11.255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11.906,2
feb.	1.115,6	6.713,2	7.828,8	1.178,4	2.265,4	3.443,8	11.272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
mar.	1.113,4	6.736,4	7.849,8	1.171,5	2.265,9	3.437,4	11.287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,1
apr.	1.122,2	6.752,5	7.874,6	1.158,8	2.269,8	3.428,6	11.303,2	77,4	510,6	76,2	664,2	11.967,4
mag.	1.128,3	6.849,6	7.977,9	1.163,2	2.265,3	3.428,4	11.406,4	71,3	504,4	65,1	640,8	12.047,2
giu. <sup>(p)</sup>	1.133,3	6.899,5	8.032,9	1.183,5	2.269,6	3.453,1	11.486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12.133,7
<b>Transazioni</b>												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	36,5	588,3	624,7	-112,1	36,3	-75,8	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,1	522,8
2017 3° trim.	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1
4° trim.	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,6
2018 1° trim.	1,4	103,8	105,2	-21,2	6,0	-15,2	90,0	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	20,0	145,3	165,2	8,5	10,7	19,2	184,5	-0,9	-0,3	-7,8	-9,1	175,4
2018 gen.	2,4	49,0	51,4	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
feb.	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
mar.	-2,2	24,8	22,7	-6,3	0,6	-5,7	17,0	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,6
apr.	8,8	11,7	20,5	-13,4	4,9	-8,4	12,1	3,0	4,8	1,0	8,8	20,9
mag.	6,2	84,2	90,3	1,5	1,5	3,0	93,3	-6,6	-6,1	-12,0	-24,7	68,6
giu. <sup>(p)</sup>	5,0	49,4	54,4	20,3	4,3	24,7	79,0	2,7	0,9	3,2	6,8	85,9
<b>Variazioni percentuali</b>												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6
2017 3° trim.	3,5	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-11,4	1,2	5,2
4° trim.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6
2018 1° trim.	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4
2018 gen.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,9	-5,1	4,6
feb.	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3
mar.	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
apr.	2,8	7,7	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,1	5,3	-1,7	-4,3	-1,2	3,8
mag.	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,5	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
giu. <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4

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>													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.244,3	1.788,0	287,1	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.009,7	202,2	409,9
2017 3° trim.	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
4° trim.	2.244,3	1.788,0	287,1	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.009,7	202,2	409,9
2018 1° trim.	2.256,9	1.818,7	273,5	157,2	7,6	6.375,2	3.780,8	542,8	2.050,0	1,5	990,7	209,5	413,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.297,1	1.854,9	278,8	156,5	6,9	6.461,4	3.868,9	535,9	2.055,5	1,0	1.023,8	220,6	423,6
2018 gen.	2.283,5	1.823,4	291,9	157,7	10,5	6.329,6	3.724,4	556,1	2.047,4	1,7	986,0	203,8	412,7
feb.	2.266,6	1.812,6	287,0	158,1	8,9	6.359,5	3.760,1	548,7	2.048,9	1,8	982,3	207,9	413,7
mar.	2.256,9	1.818,7	273,5	157,2	7,6	6.375,2	3.780,8	542,8	2.050,0	1,5	990,7	209,5	413,1
apr.	2.270,6	1.837,9	269,4	155,6	7,7	6.406,0	3.808,8	539,3	2.056,1	1,8	952,8	211,5	417,6
mag.	2.295,9	1.863,2	269,9	156,2	6,7	6.432,5	3.842,7	536,6	2.051,9	1,3	985,0	217,8	418,1
giu. <sup>(p)</sup>	2.297,1	1.854,9	278,8	156,5	6,9	6.461,4	3.868,9	535,9	2.055,5	1,0	1.023,8	220,6	423,6
<b>Transazioni</b>													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	179,8	181,7	-3,0	-0,1	1,1	254,0	303,7	-81,9	33,4	-1,3	52,5	5,9	26,9
2017 3° trim.	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1
4° trim.	24,7	17,8	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	41,0	2,2	-8,9
2018 1° trim.	15,5	32,7	-12,7	-2,7	-1,9	75,7	83,8	-18,4	9,5	0,9	-17,0	7,6	3,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	33,0	32,0	2,5	-0,7	-0,7	83,7	79,8	-8,1	12,6	-0,5	25,9	10,8	10,2
2018 gen.	43,5	38,3	6,1	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-19,6	1,5	2,8
feb.	-19,3	-12,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9
mar.	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,0	-5,8	1,2	-0,3	9,0	2,1	-0,6
apr.	11,7	17,8	-4,6	-1,6	0,1	30,0	26,5	-3,9	7,1	0,3	-41,6	1,8	4,5
mag.	20,6	22,8	-1,7	0,6	-1,0	25,0	27,1	-3,5	1,8	-0,5	28,8	6,0	0,3
giu. <sup>(p)</sup>	0,7	-8,6	8,8	0,3	0,2	28,8	26,2	-0,7	3,6	-0,3	38,8	2,9	5,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0
2017 3° trim.	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
4° trim.	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0
2018 1° trim.	5,3	8,0	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1
2018 gen.	8,5	10,8	-0,6	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
feb.	6,7	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
mar.	5,3	8,0	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3
apr.	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,4	4,1	8,3	-12,0	1,8	-40,6	1,4	7,2	5,0
mag.	5,8	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,4	-11,7	1,7	-48,3	3,5	11,6	4,5
giu. <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1

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								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					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>												
2015	3.901,4	1.113,6	2.785,4	12.599,6	10.509,4	10.804,8	4.285,9	5.310,8	789,0	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,7	1.083,4	3.297,1	12.877,3	10.707,9	10.978,8	4.310,2	5.448,9	836,1	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.113,3	10.871,6	11.168,6	4.325,3	5.598,2	839,3	108,8	1.440,1	801,5
2017 3° trim.	4.548,3	1.050,5	3.483,6	13.048,9	10.816,0	11.103,5	4.302,2	5.556,2	845,6	111,9	1.439,0	794,0
4° trim.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.113,3	10.871,6	11.168,6	4.325,3	5.598,2	839,3	108,8	1.440,1	801,5
2018 1° trim.	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.196,8	10.946,6	11.235,7	4.346,4	5.632,0	856,2	112,0	1.466,3	783,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.598,6	1.017,8	3.566,6	13.276,3	10.993,4	11.329,5	4.354,3	5.658,1	860,8	120,3	1.495,6	787,3
2018 gen.	4.597,4	1.031,1	3.552,1	13.187,5	10.933,2	11.230,5	4.352,4	5.604,8	863,5	112,5	1.453,3	800,9
feb.	4.598,8	1.023,2	3.561,3	13.188,8	10.936,6	11.225,4	4.349,2	5.615,1	858,5	113,8	1.459,5	792,7
mar.	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.196,8	10.946,6	11.235,7	4.346,4	5.632,0	856,2	112,0	1.466,3	783,8
apr.	4.593,8	1.021,0	3.558,9	13.252,0	10.963,9	11.257,4	4.358,5	5.644,5	843,1	117,9	1.484,3	803,7
mag.	4.576,6	1.023,3	3.539,0	13.299,9	11.008,1	11.302,0	4.384,0	5.649,2	854,4	120,6	1.490,5	801,3
giu. <sup>(p)</sup>	4.598,6	1.017,8	3.566,6	13.276,3	10.993,4	11.329,5	4.354,3	5.658,1	860,8	120,3	1.495,6	787,3
<b>Transazioni</b>												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,9	234,0	258,0	82,4	119,7	43,0	-11,1	78,8	4,1
2017	289,4	-43,1	331,8	361,2	272,2	315,3	84,0	173,0	18,7	-3,6	64,1	24,9
2017 3° trim.	88,6	-10,8	99,5	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-3,9
4° trim.	89,7	-16,0	105,6	87,8	75,1	92,2	35,3	48,2	-5,4	-3,0	5,9	6,9
2018 1° trim.	-39,6	-10,6	-28,9	115,6	102,4	97,2	39,5	39,3	20,4	3,3	28,7	-15,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	34,7	-3,8	38,1	85,2	52,7	104,3	13,4	33,2	-2,1	8,1	29,7	2,8
2018 gen.	-29,9	-0,7	-29,4	83,8	70,8	69,1	32,3	7,8	27,0	3,7	14,7	-1,7
feb.	2,5	-7,7	10,1	2,1	0,9	-3,4	-5,0	10,4	-5,8	1,3	6,5	-5,3
mar.	-12,2	-2,2	-9,5	29,7	30,7	31,5	12,1	21,1	-0,9	-1,7	7,4	-8,4
apr.	-5,2	-0,1	-5,1	45,0	12,5	16,4	11,8	12,0	-17,1	5,8	17,8	14,6
mag.	26,2	1,8	24,0	55,0	47,2	50,7	26,4	9,9	8,4	2,5	6,2	1,6
giu. <sup>(p)</sup>	13,7	-5,5	19,2	-14,7	-7,1	37,2	-24,8	11,4	6,6	-0,3	5,7	-13,4
<b>Variazioni percentuali</b>												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,0	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2017 3° trim.	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,6	2,6
4° trim.	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2
2018 gen.	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3
feb.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,1	2,9	4,4	2,0	5,0	1,1
mar.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1
apr.	3,2	-4,1	5,5	2,9	2,7	3,0	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9
mag.	3,4	-3,6	5,6	3,1	3,0	3,3	2,8	3,0	3,8	8,1	4,6	2,0
giu. <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <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
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
<b>Consistenze</b>										
2015	4.285,9	4.268,5	1.041,5	760,8	2.483,6	5.310,8	5.643,8	595,9	3.949,4	765,5
2016	4.310,2	4.309,8	1.001,1	796,8	2.512,3	5.448,9	5.728,8	615,8	4.083,2	749,9
2017	4.325,3	4.364,9	977,2	820,4	2.527,7	5.598,2	5.865,9	653,4	4.214,3	730,4
2017 3° trim.	4.302,2	4.323,5	977,5	811,7	2.513,0	5.556,2	5.830,5	644,9	4.178,9	732,5
4° trim.	4.325,3	4.364,9	977,2	820,4	2.527,7	5.598,2	5.865,9	653,4	4.214,3	730,4
2018 1° trim.	4.346,4	4.383,6	1.002,1	820,1	2.524,2	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,0	726,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.354,3	4.422,0	985,2	827,2	2.542,0	5.658,1	5.938,6	669,2	4.273,9	715,0
2018 gen.	4.352,4	4.387,3	996,6	826,3	2.529,5	5.604,8	5.880,8	659,4	4.215,7	729,7
feb.	4.349,2	4.382,1	988,9	824,9	2.535,5	5.615,1	5.892,2	662,3	4.223,8	728,9
mar.	4.346,4	4.383,6	1.002,1	820,1	2.524,2	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,0	726,8
apr.	4.358,5	4.395,1	1.005,1	818,3	2.535,1	5.644,5	5.919,0	667,6	4.250,6	726,4
mag.	4.384,0	4.416,9	1.011,8	823,7	2.548,5	5.649,2	5.926,3	669,3	4.257,0	722,9
giu. <sup>(p)</sup>	4.354,3	4.422,0	985,2	827,2	2.542,0	5.658,1	5.938,6	669,2	4.273,9	715,0
<b>Transazioni</b>										
2015	-16,6	20,7	-62,4	31,8	14,0	101,2	79,3	22,7	80,2	-1,8
2016	82,4	99,6	-16,8	44,3	55,0	119,7	113,7	23,5	105,4	-9,3
2017	84,0	134,0	2,4	37,1	44,6	173,0	165,9	44,1	134,1	-5,2
2017 3° trim.	21,4	33,3	-5,9	16,9	10,4	40,6	36,0	10,9	33,3	-3,6
4° trim.	35,3	57,7	4,1	11,0	20,1	48,2	45,8	11,7	36,7	-0,2
2018 1° trim.	39,5	38,5	29,9	4,4	5,2	39,3	46,0	11,7	27,2	0,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	13,4	46,2	-17,0	10,6	19,9	33,2	41,3	10,1	30,7	-7,6
2018 gen.	32,3	25,5	21,9	7,3	3,1	7,8	16,2	6,0	1,8	0,0
feb.	-5,0	-4,1	-9,1	-1,6	5,7	10,4	12,3	3,1	7,5	-0,2
mar.	12,1	17,1	17,1	-1,3	-3,6	21,1	17,5	2,5	17,9	0,6
apr.	11,8	11,3	2,9	-1,9	10,9	12,0	13,2	4,4	8,4	-0,9
mag.	26,4	25,0	5,0	8,3	13,1	9,9	13,1	5,2	5,5	-0,8
giu. <sup>(p)</sup>	-24,8	9,9	-25,0	4,3	-4,1	11,4	15,1	0,5	16,8	-5,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2015	-0,4	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,2
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2017 3° trim.	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
4° trim.	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018 1° trim.	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5
2018 gen.	2,3	3,5	1,2	5,4	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
feb.	2,1	3,2	0,5	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
mar.	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
apr.	2,4	3,3	3,3	3,7	1,6	3,0	2,9	7,4	2,9	-0,5
mag.	2,8	3,7	3,4	4,6	2,0	3,0	2,9	7,2	3,1	-0,7
giu. <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <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		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,8	2.090,9	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	262,2	205,9	121,6
2017	356,2	6.768,8	1.968,9	59,7	2.016,1	2.724,2	934,7	311,0	143,8	93,4
2017 3° trim.	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,2	140,6	85,4
4° trim.	356,2	6.768,8	1.968,9	59,7	2.016,1	2.724,2	934,7	311,0	143,8	93,4
2018 1° trim.	339,6	6.748,5	1.952,4	59,4	2.020,1	2.716,5	911,1	318,5	136,2	87,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	318,2	6.697,8	1.947,8	58,5	2.020,1	2.671,4	853,9	420,7	174,3	184,9
2018 gen.	316,2	6.754,8	1.960,1	60,5	2.022,5	2.711,7	821,6	370,7	132,9	84,2
feb.	346,9	6.741,3	1.958,4	59,8	2.016,1	2.707,0	841,1	370,3	124,3	81,8
mar.	339,6	6.748,5	1.952,4	59,4	2.020,1	2.716,5	911,1	318,5	136,2	87,0
apr.	349,7	6.767,0	1.956,1	59,3	2.019,2	2.732,5	881,0	357,3	147,1	153,6
mag.	329,3	6.750,1	1.951,0	58,9	2.029,8	2.710,5	859,1	391,1	177,5	187,9
giu. <sup>(p)</sup>	318,2	6.697,8	1.947,8	58,5	2.020,1	2.671,4	853,9	420,7	174,3	184,9
<b>Transazioni</b>										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,3	-276,1	-76,6	12,8	-12,0
2017	45,8	-85,6	-84,6	-8,7	-72,2	79,8	-97,8	-69,8	-60,9	-27,6
2017 3° trim.	65,0	-24,5	-25,4	-2,9	-31,0	34,8	24,7	16,1	-13,6	-24,3
4° trim.	-9,1	-35,6	-17,7	-1,8	-10,7	-5,4	-75,6	-60,1	3,2	7,9
2018 1° trim.	-16,5	11,4	-16,1	-1,3	12,5	16,3	61,6	-60,3	-7,6	-6,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	-21,4	-45,6	-7,7	-1,0	-25,7	-11,3	-75,8	64,2	16,4	19,7
2018 gen.	-39,8	15,4	-6,8	-0,6	20,1	2,7	-27,6	2,6	-10,8	-9,2
feb.	30,6	-23,3	-3,7	-0,4	-16,3	-3,0	10,2	-9,9	-8,6	-2,4
mar.	-7,3	19,3	-5,5	-0,4	8,6	16,5	79,0	-52,9	11,9	5,2
apr.	10,1	6,0	2,9	-0,2	-9,9	13,1	-37,4	34,6	-10,8	-11,6
mag.	-20,4	-37,9	-7,4	-0,4	-6,1	-24,0	-51,6	-19,2	30,3	34,4
giu. <sup>(p)</sup>	-11,1	-13,7	-3,2	-0,4	-9,7	-0,4	13,3	48,8	-3,2	-3,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,4	3,0	-	-	-29,7	-22,7
2017 3° trim.	22,1	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4
4° trim.	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,4	3,0	-	-	-29,7	-22,7
2018 1° trim.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-22,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 gen.	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,6	-20,8
feb.	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
mar.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-22,2
apr.	7,3	-0,7	-3,6	-12,8	-1,7	2,7	-	-	-28,5	-27,3
mag.	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,5	-	-	-6,8	-11,5
giu. <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3

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
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 2° trim.	-1,2	.	.	.	.	0,9
3° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
4° trim.	-0,9	.	.	.	.	1,1
2018 1° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,2

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 2° trim.	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,5	47,5	43,8	9,9	5,2	2,1	22,7	3,7
3° trim.	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
4° trim.	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,7
2018 1° trim.	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,9	43,2	9,8	5,1	1,9	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	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 2° trim.	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2017 1° trim.	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,8
2° trim.	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2
3° trim.	-2,3	-1,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
4° trim.	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7

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	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 1° trim.	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2° trim.	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
3° trim.	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
4° trim.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 nov.	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2
dic.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
2018 gen.	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
feb.	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
mar.	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
apr.	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9

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										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 3° trim.	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
4° trim.	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
2018 1° trim.	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2° trim.	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
Debito pubblico										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 3° trim.	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
4° trim.	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
2018 1° trim.	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2° trim.	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 3° trim.	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
4° trim.	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
2018 1° trim.	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2° trim.	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 3° trim.	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
4° trim.	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
2018 1° trim.	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2° trim.	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2018**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 25 luglio 2018.

ISSN                         2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-005-IT-N (online)

*Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia in Roma*