



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 6 / 2018





**BANCA CENTRALE EUROPEA**  
EUROSISTEMA

# Bollettino economico





# Indice

## Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	22
5 Moneta e credito	27
6 Andamenti della finanza pubblica	34

## Riquadri

1 Implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo	37
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 3 maggio al 31 luglio 2018	42
3 Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati	47
4 L'impatto in termini di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario: la situazione a dieci anni dalla crisi finanziaria	50

## Articoli

1 Il ciclo finanziario mondiale: implicazioni per l'economia internazionale e per l'area dell'euro	55
2 Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti	77
3 Tendenze e andamenti nell'utilizzo del contante in euro negli ultimi dieci anni	92

## Statistiche

S1

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 13 settembre, il Consiglio direttivo ha concluso che le nuove informazioni, comprese le proiezioni formulate a settembre 2018 dagli esperti della BCE, confermano sostanzialmente la precedente valutazione del Consiglio direttivo circa il perdurare di un'espansione generalizzata dell'economia nell'area dell'euro e un graduale incremento dell'inflazione.** Il vigore di fondo dell'economia seguita a confermare la convinzione del Consiglio direttivo che l'inflazione continuerà stabilmente a convergere verso il livello previsto e che tale convergenza proseguirà anche dopo la graduale liquidazione degli acquisti netti di attività. Allo stesso tempo, hanno assunto maggior rilievo di recente le incertezze connesse al crescente protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità sui mercati finanziari. Serve quindi 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 fino alla fine dell'anno, dalle notevoli consistenze acquistate e dai relativi reinvestimenti, 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 opportunamente tutti i suoi strumenti per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello previsto.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 13 settembre 2018

**Sebbene nel primo semestre del 2018 l'andatura dell'economia mondiale sia rimasta stabile, il suo slancio dovrebbe moderarsi.** Le economie avanzate continuano a beneficiare di politiche monetarie accomodanti e delle misure di stimolo fiscale introdotte negli Stati Uniti, mentre nei paesi esportatori di materie prime l'attività economica è stata sostenuta anche dalla ripresa dei prezzi delle materie prime registrata nell'ultimo anno. Tuttavia, le condizioni finanziarie si sono inasprite, soprattutto per alcune economie emergenti. Inoltre, la crescita dell'interscambio mondiale ha fatto segnare un rallentamento e si sono accresciute le incertezze sulle future relazioni commerciali. Nel medio periodo, l'attività economica mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo prossimo a quello della crescita potenziale, con output gap nulli o pressoché nulli nella maggior parte delle economie avanzate. Con il ridursi della capacità produttiva inutilizzata, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero lentamente aumentare.

**Nei mercati finanziari, i tassi a lungo termine privi di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno.** I differenziali sui titoli di Stato hanno mostrato un certo livello di volatilità,

in un contesto caratterizzato dal perdurare dell'incertezza politica in Italia. Pur in presenza di consistenti utili societari, si è registrata una contrazione dei corsi azionari e obbligazionari delle società finanziarie nell'area dell'euro, a motivo dell'incertezza geopolitica e della crescente volatilità in alcune economie emergenti. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

**I più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali confermano il perdurare di un'espansione generalizzata dell'economia nell'area dell'euro, malgrado una certa moderazione seguita alla forte crescita del 2017.** Nel secondo trimestre del 2018, come nel periodo precedente, il tasso di incremento del PIL in termini reali per l'area dell'euro è stato dello 0,4 per cento. Le misure di politica monetaria della BCE continuano a fornire sostegno alla domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dalla perdurante crescita dell'occupazione, a sua volta in parte riconducibile alle passate riforme del mercato del lavoro, e dalla crescita delle retribuzioni. 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 rimangono robusti. Dovrebbe inoltre proseguire l'espansione dell'attività mondiale, che fornisce sostegno alle esportazioni dell'area dell'euro.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,0 per cento nel 2018, all'1,8 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020.** Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali hanno subito una lieve revisione al ribasso per il 2018 e il 2019, riconducibile principalmente a un contributo più debole della domanda estera. Benché i rischi connessi al crescente protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità sui mercati finanziari abbiano di recente acquistato maggior rilievo, nel complesso i rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro possono tuttora essere ritenuti sostanzialmente bilanciati.

**In base alla stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata lo scorso agosto al 2,0 per cento, dopo il 2,1 per cento di luglio.** In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che nella restante parte dell'anno l'inflazione complessiva si collochi intorno ai livelli attuali. Sebbene rimangano in generale contenute, le misure dell'inflazione di fondo sono in aumento rispetto ai livelli bassi osservati in precedenza. Le pressioni interne sui costi stanno diventando più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni più tese nei mercati del lavoro, che spingono al rialzo le retribuzioni. Ci si attende che l'inflazione di fondo riprenda a salire verso la fine dell'anno, per poi aumentare in modo graduale nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla più vigorosa dinamica salariale.

**Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di settembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7**

**per cento nel 2018, nel 2019 e nel 2020.** Lo scenario per l'inflazione al consumo è rimasto invariato rispetto alle proiezioni di giugno 2018 degli esperti dell'Eurosistema. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare progressivamente dall'1,1 per cento nel 2018 all'1,5 nel 2019 e all'1,8 nel 2020.

**Secondo le proiezioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutro nel 2018, lievemente espansivo nel 2019 e di nuovo sostanzialmente neutro nel 2020.**

Complessivamente, nell'area dell'euro il disavanzo di bilancio dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione, soprattutto in virtù delle favorevoli condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. Il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro, pur continuando a scendere, rimarrà elevato.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato una moderazione nel contesto della riduzione degli acquisti mensili netti ascrivibili al programma di acquisto di attività (PAA).** A luglio 2018 l'aggregato M3 è cresciuto del 4,0 per cento, dopo il 4,5 per cento di giugno. Al di là di una certa volatilità nei flussi mensili, l'espansione di M3 è sostenuta sempre più dall'erogazione del credito bancario. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha ancora fornito il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. Procede la ripresa dell'espansione dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) era pari al 4,1 per cento, contro il 3,0 per cento di quello dei prestiti alle famiglie, entrambi invariati rispetto a giugno. La trasmissione delle misure di politica monetaria poste in atto da giugno 2014 continua a sostenere in maniera significativa le condizioni di prestito per famiglie e imprese, l'accesso al finanziamento (in particolare per le piccole e medie imprese) e i flussi di credito nell'intera area dell'euro. Il flusso totale di finanziamenti esterni a favore delle SNF dell'area dell'euro è aumentato notevolmente nel secondo trimestre.

## Decisioni di politica monetaria

**Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha adottato le seguenti decisioni.** Innanzitutto, il Consiglio direttivo ha 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 far sì che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. In secondo luogo, il Consiglio direttivo continuerà a effettuare acquisti netti nell'ambito del PAA all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di settembre. Dopo settembre 2018, il ritmo mensile degli acquisti netti di attività verrà ridotto a 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018. Il Consiglio direttivo ha anticipato che, se i dati più recenti confermeranno le attuali prospettive per l'inflazione a medio termine, si porrà termine agli acquisti netti. Infine, 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 necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

*La dinamica espansiva dell'economia mondiale, che nella prima metà del 2018 ha evidenziato un ritmo di crescita costante, dovrebbe subire una moderazione nel contesto di crescenti rischi e incertezze correlati all'emergere di spinte protezionistiche, alle vulnerabilità dei mercati emergenti e alla volatilità dei mercati finanziari. Le economie avanzate continuano a beneficiare di politiche monetarie accomodanti e dello stimolo delle politiche fiscali statunitensi, mentre l'attività dei paesi esportatori di materie prime è stata sostenuta dalla ripresa dei prezzi di queste ultime nel corso dell'anno passato. Le condizioni finanziarie, tuttavia, si sono inasprite, in particolare in alcuni mercati emergenti. Inoltre, la crescita del commercio mondiale è rallentata e sono emerse incertezze sulle relazioni commerciali future. Nel medio periodo, l'attività economica mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo che si avvicina alla crescita potenziale. L'output gap si è già annullato o è prossimo all'annullamento nella maggior parte delle economie avanzate, il sostegno fornito dalle policy diminuirà gradualmente e la Cina è in fase di transizione verso un percorso di minore crescita. Al ridursi della capacità inutilizzata, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero lentamente aumentare. I rischi per l'attività mondiale sono orientati verso il basso.*

## Attività economica e commercio a livello mondiale

**Nonostante i rischi e le incertezze crescenti, nella prima metà del 2018 l'attività economica mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo costante.**

Dopo aver subito una moderazione nel primo trimestre, nel secondo trimestre la crescita dell'attività ha segnato una decisa ripresa negli Stati Uniti e in Giappone. Si è registrata una modesta ripresa della crescita del PIL anche nel Regno Unito. Tra le economie emergenti (EME), l'attività è stata sostenuta dal protrarsi di una rapida espansione in India e in Cina. Nella prima metà dell'anno l'attività ha ripreso slancio in Russia, grazie all'aumento dei corsi petroliferi, mentre si è indebolita in Brasile, dove la fiducia è stata minata dalle interruzioni associate agli scioperi e dalle incertezze sul piano politico.

**Le indagini indicano che la dinamica espansiva dell'attività mondiale potrebbe subire una lieve moderazione.** Alla moderazione dell'attività manifatturiera osservata negli ultimi mesi si è accompagnato, ad agosto, un lieve calo al di sotto della media di lungo periodo dell'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro. Tuttavia, a dispetto dei cali recenti, gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori rimangono particolarmente favorevoli.

**In prospettiva, gli ulteriori aumenti dei dazi e le incertezze sulle relazioni commerciali future potrebbero frenare lo slancio dell'economia mondiale.**

Negli ultimi tre mesi, gli Stati Uniti hanno introdotto ulteriori aumenti dei dazi. Le deroghe che, in un primo momento, avevano tenuto al riparo la UE, il Canada e il Messico dall'incremento delle tariffe doganali su acciaio e alluminio hanno cessato il proprio effetto a giugno. I paesi interessati hanno annunciato misure ritorsive.

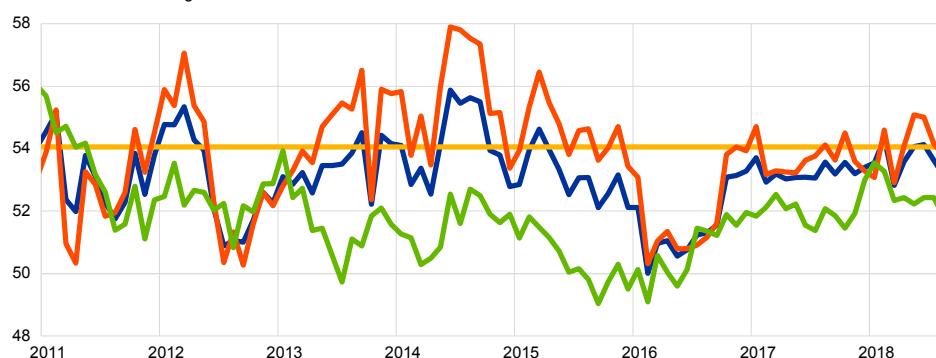
Inoltre, a luglio e ad agosto sono entrati in vigore i dazi relativi alla sezione 301 del Trade Act statunitense del 1974, che riflettono i timori collegati al trasferimento di tecnologie alla Cina. Nel complesso, queste misure interessano beni di esportazione cinesi verso gli Stati Uniti del valore di 50 miliardi di dollari; la Cina ha reagito con un innalzamento ritorsivo delle tariffe doganali sulle esportazioni statunitensi di valore analogo. Sebbene i dazi finora introdotti interessino una porzione relativamente esigua del commercio mondiale, le tensioni ad essi correlate sono elevate, tanto da far crescere le incertezze sulle prospettive. Permangono tensioni nelle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, con il governo statunitense che si prepara a introdurre una seconda ondata di dazi sulle importazioni dalla Cina per ulteriori 200 miliardi di dollari; l'annuncio di tali misure era imminente al momento della riunione del Consiglio direttivo di settembre<sup>1</sup>. Gli Stati Uniti hanno inoltre avviato un'indagine nel settore del commercio di autovetture al fine di determinarne le implicazioni per la sicurezza nazionale.

### Grafico 1

#### PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)

■ Mondiale esclusa l'area dell'euro  
■ Mondiale esclusa l'area dell'euro – media di lungo termine  
■ Economie avanzate esclusa l'area dell'euro  
■ Economie emergenti



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2018. "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e agosto 2018.

**Nell'insieme, le preoccupazioni in merito alle relazioni commerciali, la graduale normalizzazione delle politiche monetarie nelle economie avanzate e l'incertezza delle policy in alcune economie emergenti hanno acuito le tensioni sui mercati finanziari negli ultimi mesi.** È proseguita la graduale normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti: dopo l'innalzamento dei tassi di interesse a giugno 2018, la curva dei contratti future sui Federal Fund indica che i mercati prevedono ulteriori impennate dei tassi nei mesi a venire. L'effetto combinato dell'aumento dei tassi di interesse e del rafforzamento del dollaro ha contribuito all'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle economie emergenti nei primi mesi estivi. Si osservano gravi tensioni in alcune EME,

<sup>1</sup> Dopo la riunione del Consiglio direttivo svoltasi il 13 settembre, il governo statunitense ha annunciato dazi sulle esportazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti per ulteriori 200 miliardi di dollari e la Cina ha risposto annunciando un'ondata di dazi sulle esportazioni dagli Stati Uniti per ulteriori 60 miliardi di dollari, entrambe con effetto a partire dal 24 settembre 2018.

in particolare in Argentina e in Turchia, di riflesso ai dubbi circa la credibilità delle politiche e agli elevati requisiti di finanziamento esterno. Sebbene gli episodi di volatilità acuta siano stati limitati a tali paesi, sono stati rilevati effetti di propagazione in alcune economie emergenti vulnerabili, con aumenti dei differenziali sul debito sovrano e pressione sulle valute.

**Nel breve periodo è prevista una moderazione della dinamica espansiva dell'economia mondiale.** Le economie avanzate continuano a beneficiare di politiche monetarie accomodanti. La consistente azione di stimolo fiscale negli Stati Uniti fornirà inoltre impeto alla crescita mondiale. Per di più, l'aumento dei corsi petroliferi ha favorito la stabilizzazione degli investimenti in molte economie esportatrici di petrolio. Tuttavia si prevede che il rallentamento del commercio mondiale e le crescenti incertezze sulle future relazioni commerciali producano un impatto negativo su fiducia e investimenti. Ci si attende inoltre che l'inasprimento delle condizioni finanziarie osservato negli ultimi mesi in alcune economie emergenti freni lo slancio dell'economia mondiale.

**Nel medio periodo, l'attività economica mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo che si avvicina alla crescita potenziale.** L'output gap si è già annullato in molte economie avanzate e il sostegno fornito dalle policy diminuirà gradualmente. Sulla domanda mondiale graverà inoltre la transizione della Cina verso un percorso di minore crescita, meno dipendente da stimoli di carattere creditizio e fiscale. D'altro canto, in un orizzonte di più lungo termine, la stabilizzazione delle prospettive nelle economie emergenti fornirà un certo sostegno all'attività mondiale. Nel medio termine, il ritmo dell'espansione a livello mondiale dovrebbe collocarsi su livelli inferiori rispetto a quelli pre-crisi.

**Quanto agli andamenti nei vari paesi, si prevede che negli Stati Uniti l'attività economica rimanga solida nell'anno in corso.** Le condizioni tese del mercato del lavoro, con livelli di disoccupazione ai minimi storici, partecipazione stabile e tendenze al rialzo della crescita salariale, dovrebbero sostenere il reddito e la spesa delle famiglie, mentre i consistenti utili societari e le condizioni finanziarie ancora favorevoli dovrebbero rafforzare gli investimenti. Ci si attende inoltre che lo stimolo derivante dalle riforme fiscali e la spesa più elevata sostengano le prospettive di crescita per l'anno in corso e per il prossimo, prima di svanire nel 2020.

**In Giappone si prevede un graduale rallentamento dell'espansione economica.** Se da una parte l'attività dovrebbe beneficiare della politica monetaria accomodante, dall'altra ci si attende che l'esaurirsi del sostegno fiscale e gli stringenti vincoli di capacità agiscano da freno sulla crescita. In un contesto di maggiore tensione del mercato del lavoro, si osserva una moderata crescita dei salari che dovrebbe fornire sostegno alla spesa delle famiglie. Tuttavia si prevede che l'inflazione resti al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Banca del Giappone.

**Nel Regno Unito, la prospettiva è quella di una crescita moderata, con una domanda interna che rimane contenuta.** Con il moderarsi dell'inflazione, i consumi privati dovrebbero ricevere impulso nonostante l'incertezza delle prospettive

economiche. Ci si attende che, nel frattempo, l'incertezza associata ai negoziati per la Brexit abbia un impatto sugli investimenti.

**Nei paesi dell'Europa centrale e orientale, la crescita del PIL dovrebbe rimanere solida nel breve periodo.** L'attività beneficia del sostegno fornito dagli ingenti investimenti collegati ai fondi della UE, dalla robusta spesa per consumi e dai miglioramenti nel mercato del lavoro; nel medio termine, tuttavia, essa è destinata a una flessione verso il suo potenziale.

**I dati recenti segnalano un rallentamento dell'attività in Cina nel breve periodo.** Il rallentamento del mercato dell'edilizia residenziale e gli effetti ritardati del precedente inasprimento finanziario potrebbero gravare sulla crescita, mentre sul commercio potrebbero pesare i più elevati dazi imposti dagli Stati Uniti. Tuttavia, nel breve termine, la crescita dell'attività dovrebbe essere favorita dall'accomodamento monetario e da un certo grado di sostegno fiscale. Nel medio periodo, si presume che i continui progressi nel campo delle riforme strutturali conducano a un rallentamento controllato e a un riequilibrio dell'economia cinese.

**In base alle previsioni, l'attività economica dovrebbe rafforzarsi moderatamente nei grandi paesi esportatori di materie prime.** In Russia, le prospettive sono sostenute dall'aumento dei corsi petroliferi di quest'anno, dall'inflazione relativamente bassa e dal miglioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori. D'altra parte, le sanzioni recentemente imposte dagli Stati Uniti graveranno, probabilmente, sulla crescita a breve termine a causa della maggiore incertezza politica. Nel medio termine si prevede che l'attività economica cresca moderatamente, in considerazione del difficile contesto in cui operano le imprese, della scarsità di investimenti fissi e di un'assenza di riforme strutturali che compromette il potenziale di crescita della Russia. In Brasile, le prospettive a breve termine subiscono gli effetti delle incertezze sul piano politico e delle interruzioni dovute agli scioperi. In un'ottica di più lungo termine, tuttavia, le migliori condizioni del mercato del lavoro e il protrarsi di una politica monetaria accomodante dovrebbero sostenere i consumi, a fronte di pressioni inflazionistiche che rimangono contenute.

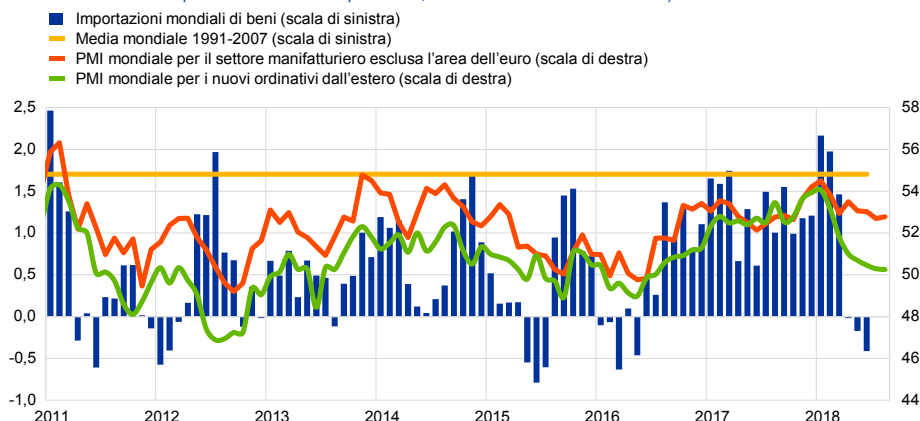
**La Turchia dovrebbe intraprendere un difficile percorso di aggiustamento nei mesi a venire.** La rapida crescita economica nell'arco dell'ultimo anno ha prodotto un considerevole surriscaldamento dell'economia. Il recente deprezzamento della valuta in un contesto di deflussi di capitale e di forti spinte inflazionistiche indica un rapido deterioramento del contesto economico. Gli indicatori già segnalano un indebolimento dell'attività, destinato ad accentuarsi nel breve periodo.

**Dopo la robusta crescita osservata nel 2017, gli indicatori del commercio internazionale evidenziano un rallentamento nella prima metà dell'anno in corso.** Secondo statistiche del CPB, a giugno il volume delle importazioni di beni ha registrato un calo dello 0,4 per cento (su base trimestrale rispetto al periodo precedente). I segnali di indebolimento del commercio mondiale sono in linea con quelli forniti da altri indicatori (grafico 2).

## Grafico 2

### Commercio mondiale di beni

(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 rilevazioni si riferiscono ad agosto 2018 (PMI mondiale per il settore manifatturiero e PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero) e a giugno 2018 (interscambio).

#### **Nel breve periodo l'interscambio mondiale dovrebbe mantenersi su livelli**

**modesti.** Si prevede che l'aumento del protezionismo gravi sulle prospettive commerciali. I dazi finora introdotti interessano una porzione relativamente esigua del commercio mondiale. Tuttavia, sebbene gli effetti diretti siano contenuti per la maggior parte dei paesi, l'aumento dei dazi ha incrementato le preoccupazioni in merito alle prospettive in senso ampio per le politiche commerciali e per l'economia mondiale. Tale incertezza sulle future relazioni commerciali potrebbe esercitare un impatto negativo su fiducia e investimenti, andando a gravare, inoltre, sulle prospettive di interscambio future. Nel medio periodo, il commercio mondiale dovrebbe registrare un'espansione, sostanzialmente in linea con l'attività economica.

#### **Nel complesso la crescita mondiale dovrebbe evidenziare un rallentamento nell'orizzonte temporale di previsione.**

Le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2018 dagli esperti della BCE prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) al 3,9 per cento nel 2018, e un successivo calo fino al 3,7 nel 2019 e nel 2020. Questo andamento delle proiezioni riflette il rallentamento atteso nel breve termine per alcune economie emergenti, per effetto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie. In un orizzonte di più lungo periodo, l'espansione in atto nelle economie avanzate dovrebbe ridimensionarsi su livelli prossimi alla crescita potenziale. Allo stesso tempo, il ritmo di espansione in Cina dovrebbe moderarsi gradualmente. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe collocarsi al 4,1 per cento nel 2018, per poi calare al 3,6 per cento nel 2019 e nel 2020. Rispetto alle proiezioni di giugno 2018, la crescita del PIL mondiale è stata corretta al ribasso per il 2018 e il 2019, di riflesso alle più deboli prospettive per alcune economie emergenti. Anche la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al ribasso in seguito alla perdita di slancio osservata nei dati relativi al commercio e agli effetti dell'indebolimento previsto dell'attività economica.

#### **Il quadro complessivo dei rischi per l'attività mondiale è orientato verso il basso.**

Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'impatto sull'attività economica del pacchetto fiscale statunitense potrebbe rivelarsi maggiore del previsto. D'altro canto, rimangono

elevati i rischi a breve termine di un più forte protezionismo in ambito commerciale, che potrebbe avere un impatto considerevole sull'attività economica e sul commercio a livello mondiale. Altri rischi al ribasso riguardano la possibilità che le condizioni finanziarie a livello mondiale si inaspriscano ulteriormente, in particolare per le economie emergenti, nonché le turbolenze connesse con il processo di riforma in Cina e le incertezze geopolitiche, in particolare quelle riconducibili ai rischi legati alla Brexit.

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

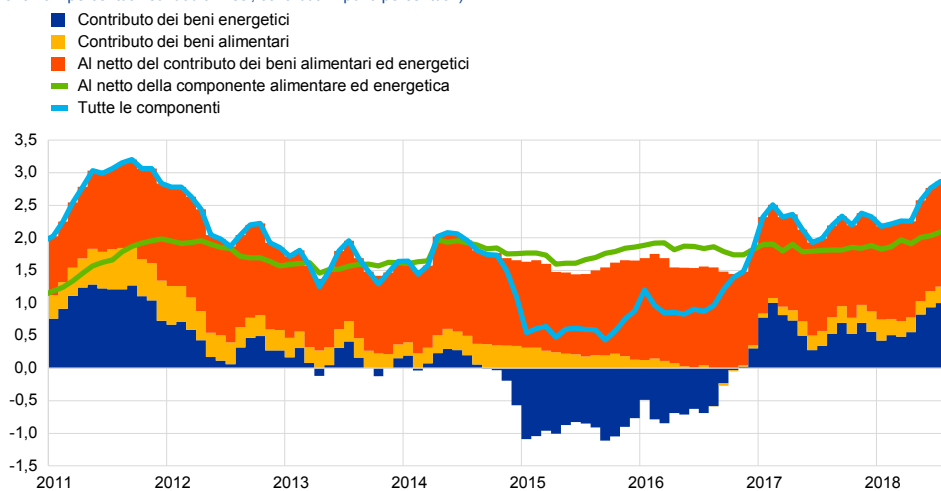
**Nelle ultime settimane, i corsi petroliferi sono stati volatili.** Nei primi mesi estivi, il prezzo del petrolio è sceso grazie alle migliori prospettive dal lato dell'offerta: sono infatti cessate le interruzioni in Libia e si è delineata la prospettiva di un aumento dell'offerta da parte dell'OPEC e della Russia. Ciò ha comportato una riduzione del 7,5 per cento circa dell'ipotetico prezzo del petrolio alla base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per il breve termine, rispetto all'esercizio precedente. A partire dalla data di ultimo aggiornamento delle previsioni, tuttavia, i corsi petroliferi sono tornati a salire, raggiungendo gli 80 dollari al barile il 12 settembre. Questo incremento ha riflesso la reazione del mercato alla minore entità, rispetto al previsto, delle scorte di greggio negli Stati Uniti, un fattore che indica il più rapido emergere di condizioni tese nel mercato rispetto alle attese.

**L'intervenuto aumento dei corsi petroliferi ha introdotto pressioni al rialzo sull'inflazione al consumo su scala mondiale.** Nei paesi dell'OCSE, l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita, in luglio, al 2,9 per cento. Al netto di alimentari ed energia, l'inflazione è aumentata lievemente, al 2,1 per cento, proseguendo nella tendenza al rialzo, molto moderata, osservata nell'ultimo anno (grafico 3). Nel contempo, nonostante le condizioni più tese sul mercato del lavoro nelle economie avanzate, le pressioni salariali rimangono relativamente contenute.

### Grafico 3

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

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

**In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute.** Nel breve termine, i prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro dovrebbero aumentare a seguito del recente rincaro dei corsi petroliferi. In un'ottica di più lungo termine, tuttavia, l'attuale curva dei future sul greggio indica un modesto calo del prezzo del petrolio, con una conseguente diminuzione del contributo fornito dai prezzi dell'energia all'inflazione su scala mondiale. D'altra parte, ci si attende che la diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale sostenga una tendenza al rialzo dell'inflazione.

## 2 Andamenti finanziari

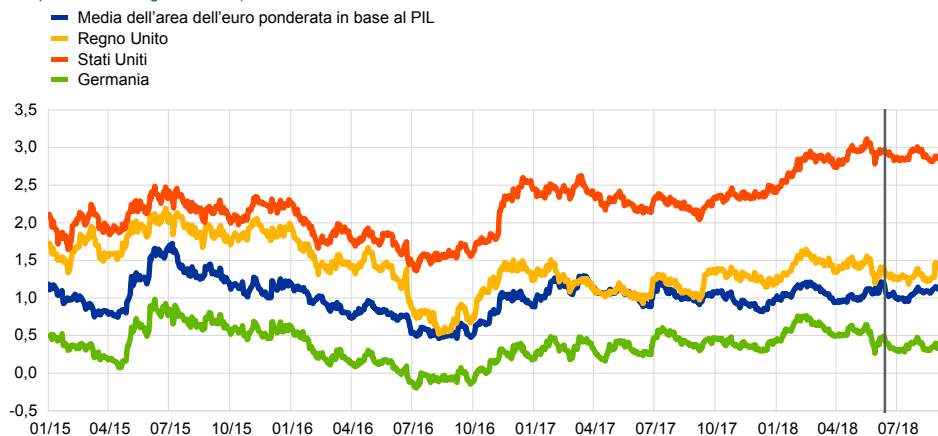
Dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno 2018, i tassi di interesse a lungo termine esenti da rischio di credito sono rimasti sostanzialmente invariati. In un contesto di protratta incertezza politica in Italia, i differenziali sulle obbligazioni sovrane si sono dimostrati volatili. Nonostante gli utili societari rimangano solidi, le quotazioni azionarie e obbligazionarie delle società finanziarie dell'area dell'euro sono diminuite, in un panorama di incertezza geopolitica e crescente volatilità nei mercati emergenti. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

**I rendimenti a lungo termine sono rimasti essenzialmente invariati per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti.** Nel periodo in esame (dal 14 giugno al 12 settembre 2018), il tasso OIS a dieci anni privo di rischio e il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono rimasti invariati a 0,75 per cento e 1,10 per cento, rispettivamente. Negli Stati Uniti, il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni è aumentato di 3 punti base, fino al 2,96 per cento, provocando un ulteriore aumento del proprio differenziale rispetto al corrispondente rendimento nell'area dell'euro e raggiungendo livelli storicamente elevati.

### Grafico 4

#### Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

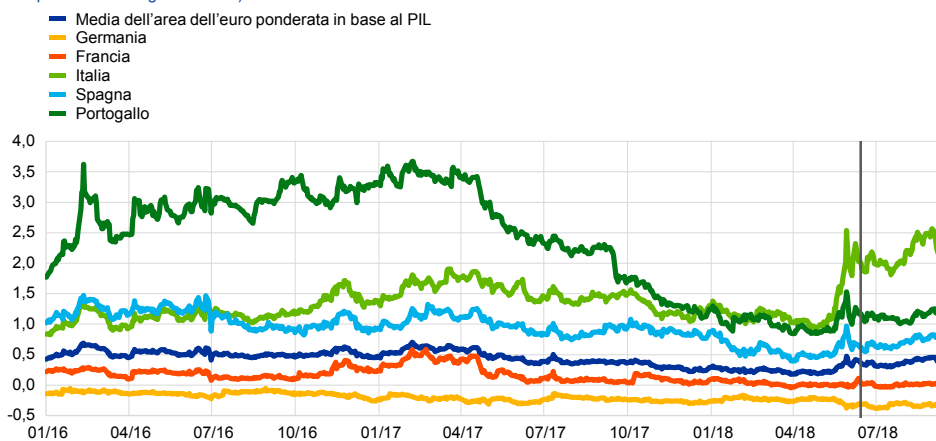
Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 giugno 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 12 settembre 2018.

**I differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS privo di rischio sono stati volatili ma si sono mantenuti sostanzialmente invariati rispetto a giugno.** Nel periodo in esame, le condizioni del mercato delle obbligazioni sovrane si sono mantenute volatili, e i differenziali delle obbligazioni sovrane italiane sono cresciuti in un contesto di rinnovate tensioni del mercato (cfr. grafico 5). Anche i mercati dei titoli di Stato in altri paesi dell'area dell'euro ne hanno risentito, sebbene con intensità variabile. Nel complesso, dal 14 giugno la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali è rimasta sostanzialmente invariata, attestandosi a 36 punti base il 12 settembre.

## Grafico 5

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

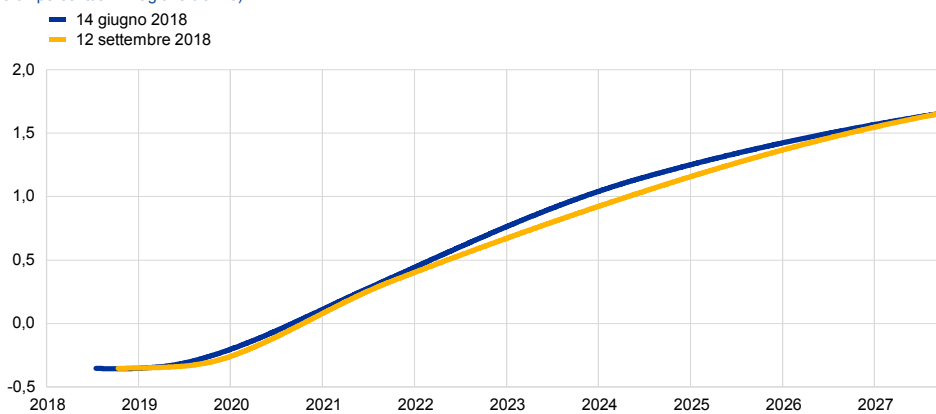
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 giugno 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 12 settembre 2018.

**Nel periodo in esame, la curva a termine dell'Eonia è rimasta sostanzialmente invariata.** Gli operatori di mercato hanno rivisto le proprie aspettative sui tassi di interesse per gli orizzonti di medio termine, determinando un lieve appiattimento della curva a termine (cfr. grafico 6). La curva rimane inferiore a zero per orizzonti precedenti al 2020, riflettendo le aspettative del mercato circa un prolungato periodo di tassi negativi.

## Grafico 6

### Tassi a termine sull'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**In un panorama di crescente incertezza geopolitica, gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro hanno registrato una correzione al ribasso.** Nel periodo in esame, le quotazioni azionarie per le società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono diminuite, rispettivamente, di circa il 4 e il 5 per cento (cfr. grafico 7). Al contempo, la volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro è aumentata a fronte delle fluttuazioni in corso nei mercati delle obbligazioni sovrane, dell'incertezza geopolitica e della crescente volatilità nei

mercati emergenti. Nel complesso, le prospettive robuste riguardo gli utili societari continuano a sostenere le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, riflettendo un contesto macroeconomico dell'area favorevole.

### Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 giugno 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 12 settembre 2018.

#### L'Eonia ha oscillato intorno a circa -36 punti base durante il periodo in esame.

La liquidità in eccesso è aumentata di circa 87 miliardi di euro, attestandosi a 1.909 miliardi di euro circa. Tale incremento è ascrivibile al proseguimento dell'acquisto di titoli nell'ambito del programma di acquisto delle attività finanziarie dell'Eurosistema e a una riduzione dei fattori autonomi.

#### Nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno segnato un rialzo.

A partire da giugno, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è aumentato di 10 punti base per attestarsi a 69 punti base (cfr. grafico 8). I rendimenti delle obbligazioni del settore finanziario sono aumentati in misura lievemente maggiore, determinando un ampliamento del differenziale di circa 12 punti base. Tale aumento riflette una rivalutazione del rischio, più che un aumento delle probabilità di insolvenza. Nel complesso, i differenziali delle obbligazioni societarie si sono mantenuti significativamente inferiori ai livelli osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

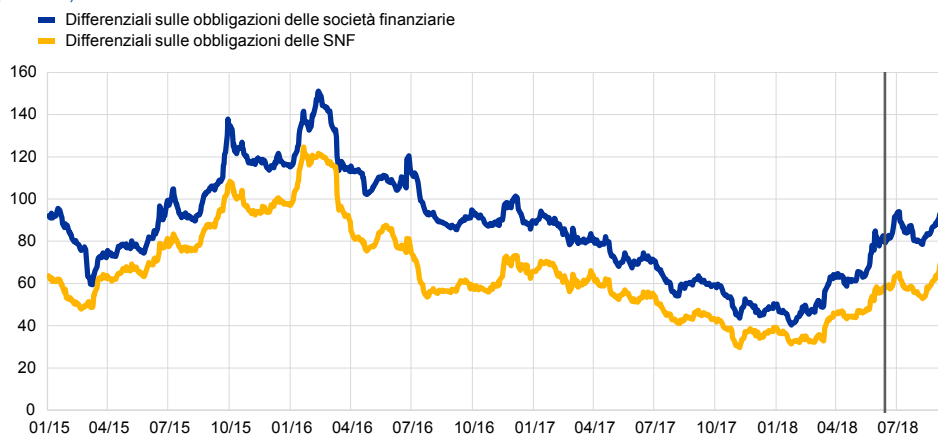
#### Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9).

Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato del 3,3 per cento. L'euro si è rafforzato in termini effettivi, nonostante un deprezzamento rispetto al dollaro statunitense e al franco svizzero, in un contesto di accresciuta propensione da parte degli investitori per le valute rifugio e di un netto deprezzamento delle valute di alcune delle economie emergenti. In termini bilaterali, l'euro si è indebolito nei confronti del

## Grafico 8

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

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.

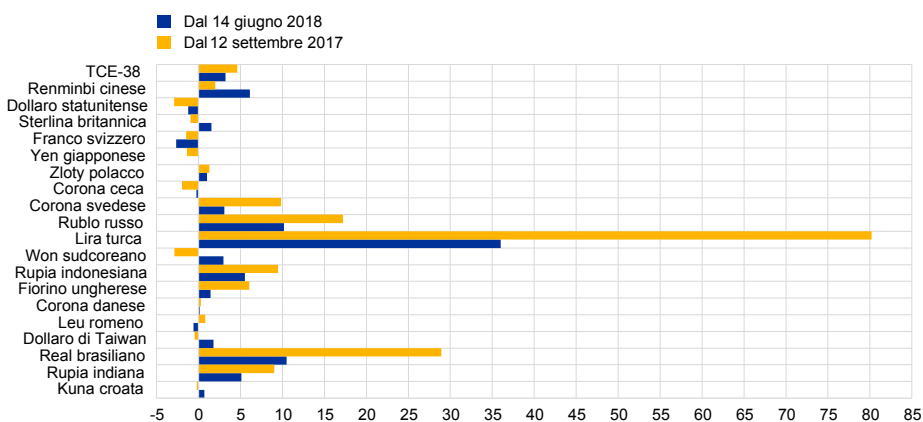
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 giugno 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 12 settembre 2018.

dollaro USA dell'1,2 per cento, riflettendo in parte le aspettative sull'indirizzo futuro della politica monetaria della Federal Reserve e della BCE, e nei confronti del franco svizzero del 2,7 per cento, pur rimanendo invariato rispetto allo yen giapponese. Per contro, l'euro si è sostanzialmente apprezzato rispetto alle valute della maggior parte delle economie emergenti, incluso il renminbi cinese (del 5,4 per cento) e, soprattutto, la lira turca, il real brasiliano e il rublo russo, che sono fra le valute delle economie emergenti con maggiore peso nel calcolo del tasso di cambio effettivo dell'euro. Allo stesso tempo, l'euro si è anche apprezzato rispetto alla sterlina britannica (dell'1,5 per cento) nonché nei confronti della maggior parte delle valute degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 12 settembre 2018.

### 3 Attività economica

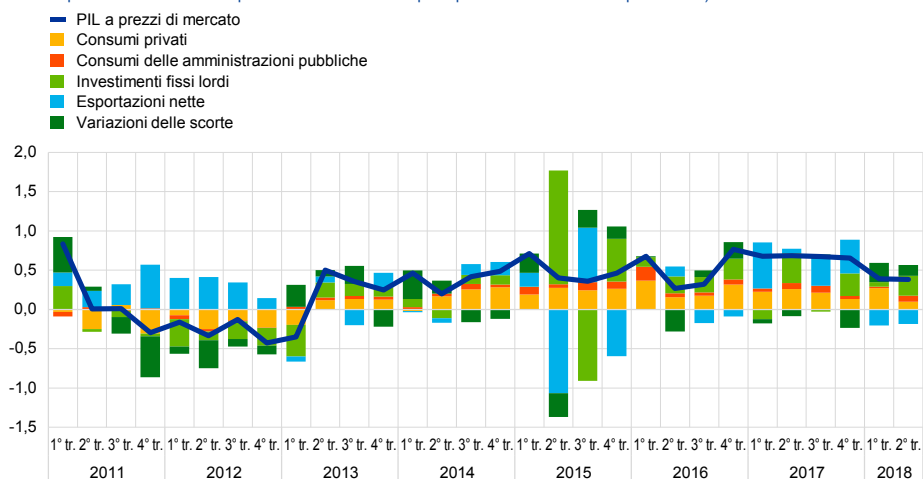
Malgrado una certa moderazione che ha fatto seguito alla forte crescita del 2017, i più recenti indicatori economici e i risultati delle indagini congiunturali confermano nel complesso il perdurare di un'espansione generalizzata dell'economia nell'area dell'euro. La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è sostenuta in primo luogo dall'aumento dei consumi privati e degli investimenti. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,0 per cento nel 2018, all'1,8 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali hanno subito una lieve revisione al ribasso per il 2018 e il 2019, riconducibile soprattutto al contributo lievemente più debole della domanda estera.

**La crescita si è attenuata nei primi due trimestri del 2018, rimanendo tuttavia generalizzata tra i diversi paesi dell'area dell'euro.** Nei primi due trimestri del 2018 il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento medio dello 0,7 per cento nei cinque trimestri precedenti (cfr. grafico 10). Il rallentamento della crescita registrato all'inizio dell'anno sembra in ampia misura connesso a una più debole domanda estera, mentre i vincoli di capacità si sono gradualmente inaspriti. La domanda interna, e in particolare la spesa per investimenti fissi, ha continuato a rappresentare il motore principale della crescita nel secondo trimestre del 2018. Come nel trimestre precedente, le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre, mentre il contributo dell'interscambio netto è stato negativo. Per quanto concerne la produzione, nel secondo trimestre l'attività economica è stata principalmente sostenuta dalla robusta crescita nei settori dei servizi e delle costruzioni, mentre il valore aggiunto nel settore industriale (escluse le costruzioni) è aumentato in misura lievemente più contenuta.

#### Grafico 10

##### PIL in termini reali dell'area dell'euro e relative componenti

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



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2018.

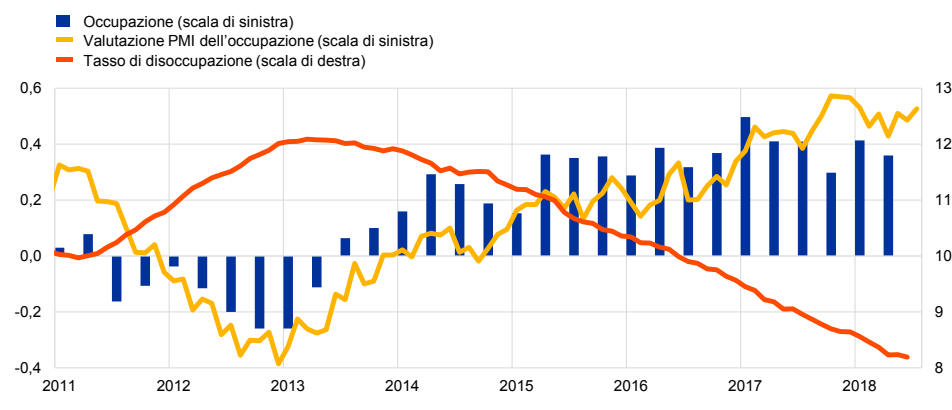
### La crescita dell'occupazione è rimasta sostenuta nel secondo trimestre dell'anno.

Nel secondo trimestre del 2018 l'occupazione è cresciuta ulteriormente, 0,4 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 11), attestandosi su un valore del 2,4 per cento più alto rispetto al livello massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. L'aumento dell'occupazione è stato diffuso in diversi paesi e settori. Rispetto ai valori minimi raggiunti nel secondo trimestre del 2013, nell'area dell'euro l'occupazione è cresciuta, in termini cumulati, di 9,2 milioni di persone. Dopo il calo del primo trimestre, le ore lavorate per occupato sono salite dello 0,3 per cento nel secondo. Le ore lavorate in media durante il periodo della ripresa sono rimaste finora sostanzialmente stabili, riflettendo soprattutto l'impatto di vari fattori strutturali (ad esempio, l'ampia quota di occupati a tempo parziale sul totale degli occupati e altri effetti di composizione).

### Grafico 11

#### Occupazione nell'area dell'euro, valutazione PMI dell'occupazione e della disoccupazione

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il Purchasing Managers' Index (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2018 per l'occupazione, ad agosto 2018 per il PMI e a luglio 2018 per il tasso di disoccupazione.

### Gli indicatori di breve periodo segnalano un perdurare del rafforzamento del mercato del lavoro nel terzo trimestre del 2018.

A luglio nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'8,2 per cento, il punto più basso dal novembre del 2008. Gli indicatori congiunturali, sebbene lievemente in calo dai livelli molto alti toccati in precedenza, continuano a segnalare per il terzo trimestre del 2018 una crescita durevole dell'occupazione. Nonostante gli indicatori sulla scarsità di manodopera siano scesi lievemente in alcuni settori e paesi, essi rimangono su livelli storicamente molto elevati.

### L'andamento dei consumi privati continua a essere sostenuto dalla ripresa del mercato del lavoro e dalla maggiore solidità dei bilanci delle famiglie.

Nel secondo trimestre del 2018 i consumi privati sono saliti dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato una crescita lievemente superiore nel primo trimestre. Gli ultimi sviluppi riguardanti il commercio al dettaglio e le immatricolazioni di autovetture sono sostanzialmente in linea con una crescita stabile dei consumi nel prossimo futuro. Un'analisi di più lungo periodo mostra che il rialzo dei redditi da lavoro fornisce un sostegno alla solida dinamica di fondo della spesa per consumi, e ciò si riflette anche nell'elevata fiducia da parte dei consumatori. Inoltre,

il rafforzamento dei bilanci delle famiglie resta un fattore importante alla base della crescita costante dei consumi, poiché il merito di credito è un fattore determinante per l'accesso al credito delle famiglie. I recenti aumenti dei corsi petroliferi non dovrebbero intaccare in maniera significativa la crescita del reddito disponibile in termini reali e dei consumi privati (cfr. riquadro 3).

**La ripresa attualmente in atto nei mercati delle abitazioni dovrebbe continuare a sostenere la crescita, ancorché a un ritmo più contenuto.**

Nel secondo trimestre del 2018 gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dello 0,8 per cento, in linea con il proseguire della ripresa nell'area dell'euro e in molti dei paesi membri. Recenti indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini congiunturali segnalano una dinamica positiva, sebbene in rallentamento. La produzione edile nel segmento degli immobili è tornata a crescere, collocandosi nel mese di giugno in prossimità del livello massimo registrato negli ultimi sette anni, con un incremento di 0,1 punti percentuali rispetto a maggio e di 0,3 punti percentuali su base trimestrale. Negli ultimi mesi gli indicatori del clima di fiducia nelle costruzioni della Commissione europea indicano per il terzo trimestre del 2018 una dinamica positiva, sebbene in rallentamento. Per contro, l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per la produzione nel settore edile è sceso a 50,3 nel mese di luglio, segnando il ritmo di crescita più contenuto da 21 mesi, ma è di nuovo risalito a 51,0 in agosto. La componente abitativa si è contratta a un ritmo più sostenuto negli ultimi due mesi. Ciononostante, sia gli indicatori PMI che quelli sul grado di fiducia rimangono ben al di sopra delle loro medie di lungo periodo.

**Ci si attende che gli investimenti delle imprese continuino a crescere, sospinti dalle favorevoli aspettative sugli utili, dalle condizioni di finanziamento accomodanti e dalla necessità da parte delle imprese di ampliare la propria capacità produttiva.**

Gli investimenti delle imprese dovrebbero crescere in maniera robusta, coerentemente con le elevate valutazioni delle imprese. Le aspettative sugli utili per le compagnie quotate dell'area dell'euro continuano a sostenere gli investimenti, mentre le condizioni di finanziamento favorevoli si riflettono nell'incremento dei prestiti alle società non finanziarie. Gli investimenti stanno aumentando anche in quei settori che risentono di vincoli di capacità. Infatti, i produttori di macchinari e attrezzature, ad esempio nel settore dei trasporti, stanno ampliando la propria capacità produttiva così da soddisfare la domanda in crescita.

**Le esportazioni dell'area dell'euro hanno registrato una lieve ripresa, crescendo dello 0,6 per cento nel secondo trimestre del 2018, dopo il calo del primo trimestre.**

La ripresa è stata trainata dalle esportazioni di beni e, in misura minore, dai servizi (0,7 e 0,3 per cento, rispettivamente, sul trimestre precedente), grazie principalmente al rilancio delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono rimaste contenute, con solo un leggero incremento di quelle dirette verso l'Asia e un calo di quelle dirette verso il Nord America. Tale dinamica compensa i vigorosi andamenti registrati nei trimestri precedenti. In prospettiva, gli indicatori congiunturali sui nuovi ordinativi mondiali e dell'area dell'euro per il settore manifatturiero tendono a prospettare per il terzo trimestre un'ulteriore moderazione della crescita delle esportazioni.

**Nel complesso, i più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali confermano il perdurare di un'espansione generalizzata dell'economia nell'area dell'euro.** La produzione industriale (escluse le costruzioni) è calata a luglio, fornendo tuttavia segnali discordi fra settori e i paesi più grandi dell'area dell'euro. Per quanto riguarda le informazioni ricavate dalle indagini, in luglio e in agosto l'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha continuato a scendere, rimanendo tuttavia ben al di sopra della sua media di lungo termine. Il PMI composito relativo al prodotto si è stabilizzato nel corso del secondo trimestre, rimanendo sostanzialmente costante in luglio e agosto, su livelli che indicano una crescita solida e durevole.

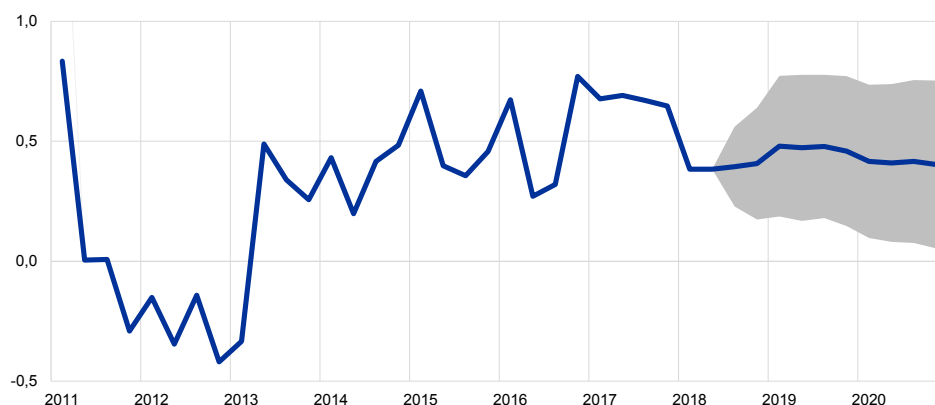
**Ci si attende che la robusta e generalizzata espansione economica in atto prosegua.** Le misure di politica monetaria della BCE continuano a sostenere la domanda interna. I consumi privati sono sospinti dai perduranti incrementi dell'occupazione, a loro volta in parte riconducibili alle passate riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento delle retribuzioni. Gli investimenti delle imprese beneficiano di condizioni di finanziamento favorevoli, della crescente redditività delle imprese e della solidità della domanda. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimangono robusti. In aggiunta, l'espansione dell'attività mondiale dovrebbe proseguire, stimolando le esportazioni dell'area dell'euro.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2018 prevedono una crescita del PIL in termini reali del 2,0 per cento nel 2018, dell'1,8 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020 (cfr. grafico 12).** Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali hanno subito una lieve revisione al ribasso per il 2018 e il 2019, riconducibile soprattutto al contributo in certa misura più debole della domanda estera. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro possono tuttora essere ritenuti sostanzialmente bilanciati. Allo stesso tempo, di recente hanno acquistato maggior rilievo i rischi connessi al crescente protezionismo, le vulnerabilità nei mercati emergenti e la volatilità sui mercati finanziari.

## Grafico 12

### PIL reale dell'area dell'euro (proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 13 settembre 2018.

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

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto 2018 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa lievemente al 2,0 per cento dal 2,1 per cento di luglio. Sebbene in generale restino 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, favorendo così la crescita delle retribuzioni. 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 e dalla più vigorosa dinamica salariale. Tale valutazione si riflette essenzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di questo settembre formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7% nel 2018, nel 2019 e nel 2020, senza alcuna variazione rispetto all'esercizio di giugno scorso condotto dagli esperti dell'Eurosistema.

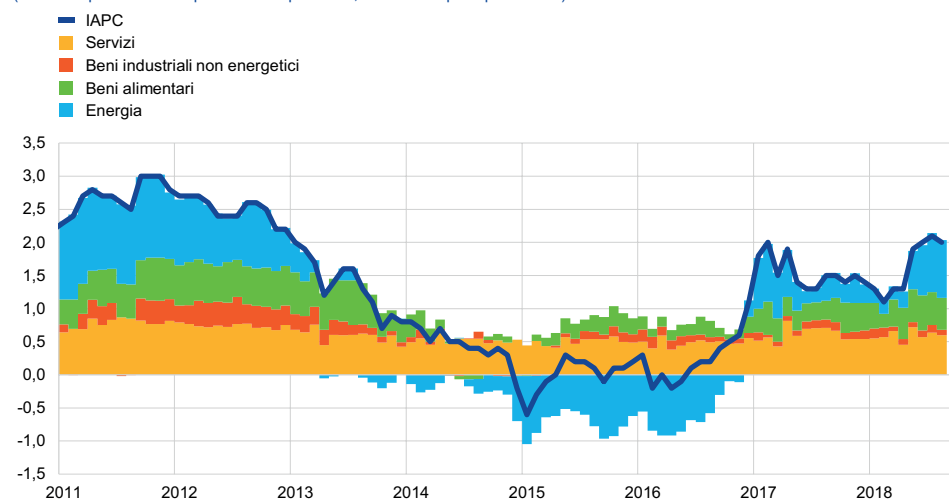
#### L'inflazione complessiva è lievemente diminuita nel mese di agosto.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è calata al 2,0 per cento ad agosto 2018, dal 2,1 per cento di luglio (cfr. grafico 13). Ciò riflette una più contenuta dinamica dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), ma anche una riduzione dell'inflazione legata ai beni energetici. Nel complesso, tuttavia, con tassi di variazione di circa il 9 per cento, l'inflazione legata ai beni energetici ha contribuito ancora in misura sostanziale all'inflazione complessiva, sostenuta dagli aumenti dei corsi petroliferi degli ultimi mesi, oltre che dagli effetti base.

#### Grafico 13

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

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



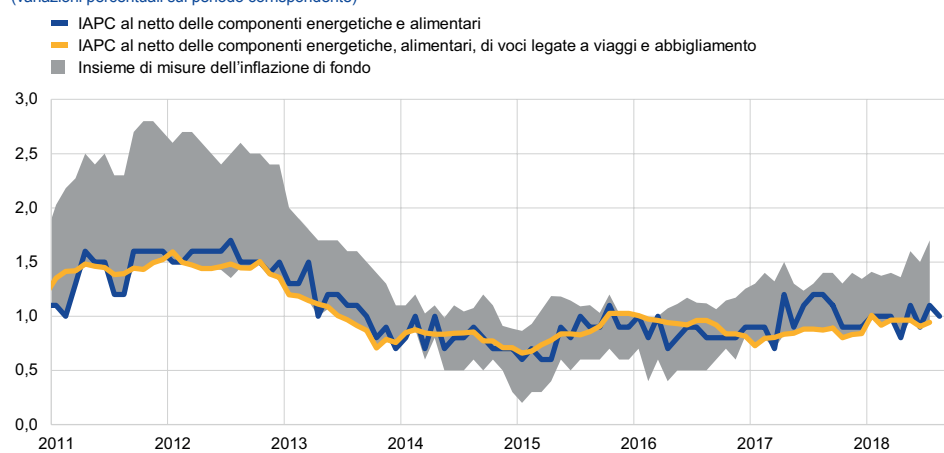
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2018 (stime preliminari).

**In generale, le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste contenute, ma in graduale miglioramento.** Ad agosto l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata dell'1,0 per cento, in calo rispetto all'1,1 per cento di luglio. Anche l'inflazione relativa ai beni industriali non energetici e quella relativa ai servizi hanno contribuito al calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari registrato ad agosto. Sulla base delle informazioni disponibili, le lievi diminuzioni sono almeno in parte dovute a fattori transitori quali la volatilità legata alla stagione delle voci relative ai viaggi o quella delle voci relative all'abbigliamento a causa delle variazioni nella tempistica dei saldi estivi. Guardando oltre i movimenti a breve termine, l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo mostra un andamento crescente a partire dai livelli minimi del 2016 (cfr. grafico 14). In futuro, i precedenti incrementi dei prezzi dei prodotti energetici probabilmente contribuiranno a un aumento delle misure dell'inflazione di fondo, visto il ruolo pervasivo dell'energia nella produzione di altri beni e servizi. Poiché vengono filtrati attraverso le catene di approvvigionamento, questi effetti indiretti sull'inflazione impiegano più tempo a manifestarsi rispetto all'effetto diretto sui beni energetici nello IAPC quali carburanti per trasporto o riscaldamento<sup>1</sup>.

**Grafico 14**  
Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e alimentari freschi, IAPC al netto di beni alimentari ed energia, IAPC al netto di beni alimentari, energia, voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento, media troncata del 30 per cento e mediana ponderata dello IAPC. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2018 (stime preliminari) per lo IAPC al netto di beni alimentari ed energia e a luglio 2018 per tutte le altre misure.

**Le spinte sui prezzi per i beni industriali non energetici nello IAPC hanno continuato ad aumentare gradualmente.** Mentre i fattori transitori hanno contribuito a un calo dell'inflazione al consumo per i beni industriali non energetici, dallo 0,5 per cento di luglio allo 0,3 per cento di agosto, le pressioni lungo la catena di formazione dei prezzi hanno continuato ad aumentare. L'inflazione alla produzione dei beni al consumo diversi dai generi alimentari è salita allo 0,6 per cento di luglio, dallo 0,5 per cento di giugno. Questo è il

<sup>1</sup> Per un approfondimento cfr. il riquadro *Gli effetti indiretti degli andamenti del prezzo del petrolio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

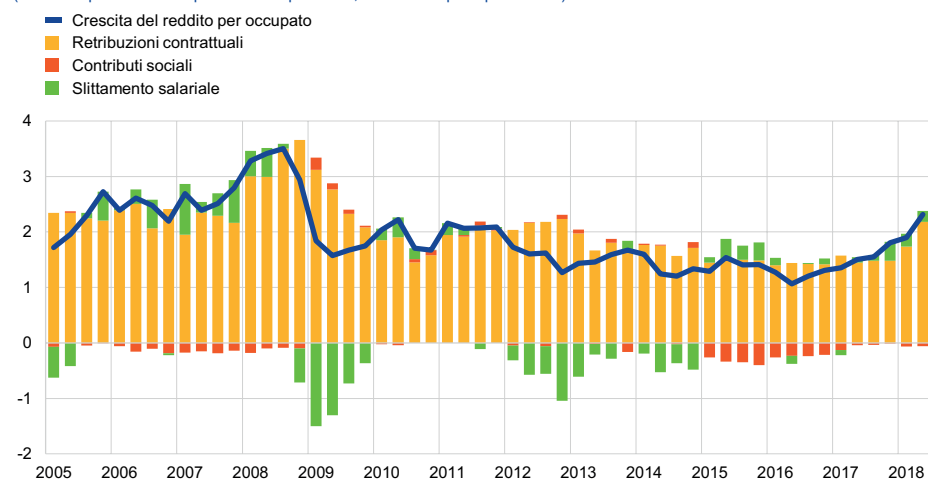
risultato più alto dalla fine del 2012 e segna un proseguimento della graduale ripresa dai livelli minimi, intorno allo 0,0 per cento, del 2016. L'inflazione dei prezzi all'importazione ha segnato valori sempre meno negativi a partire da maggio 2018, raggiungendo lo 0,0 per cento a luglio e riducendo così la pressione al ribasso da parte di questo elemento sull'intera catena della formazione dei prezzi dei beni industriali non energetici. Per i beni intermedi, più a monte nella catena produttiva, l'inflazione dei prezzi alla produzione è aumentata dal 3,0 per cento di giugno al 3,2 per cento di luglio, mentre l'inflazione dei prezzi all'importazione è aumentata dal 3,0 per cento al 3,4 per cento.

**Gli andamenti recenti della dinamica salariale segnalano una continua tendenza al rialzo e confermano l'ipotesi di un graduale accumulo delle pressioni inflazionistiche interne.** La crescita tendenziale del reddito per occupato è aumentata al 2,3 per cento nel secondo trimestre del 2018, rispetto all'1,9 per cento del primo trimestre e all'1,8 per cento del quarto trimestre 2017. Attualmente la crescita del reddito per occupato è notevolmente superiore rispetto alla prima metà del 2016 (cfr. grafico 15). Il suo recente aumento è dovuto principalmente all'incremento della crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali, fino al 2,2 per cento nel secondo trimestre del 2018 dall'1,7 per cento del trimestre precedente e dall'1,5 per cento degli ultimi due trimestri del 2017. In prospettiva, gli accordi salariali e l'estendersi della crescita salariale nei vari settori sostengono le aspettative di un ulteriore aumento nella dinamica salariale. Nel complesso, gli andamenti recenti della dinamica salariale sono in linea con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, poiché iniziano a venire meno alcuni fattori che gravavano sulla crescita salariale, tra cui la bassa inflazione dei periodi precedenti e l'impatto delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi.

### Grafico 15

#### Contributi delle componenti del reddito per occupato

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2018.

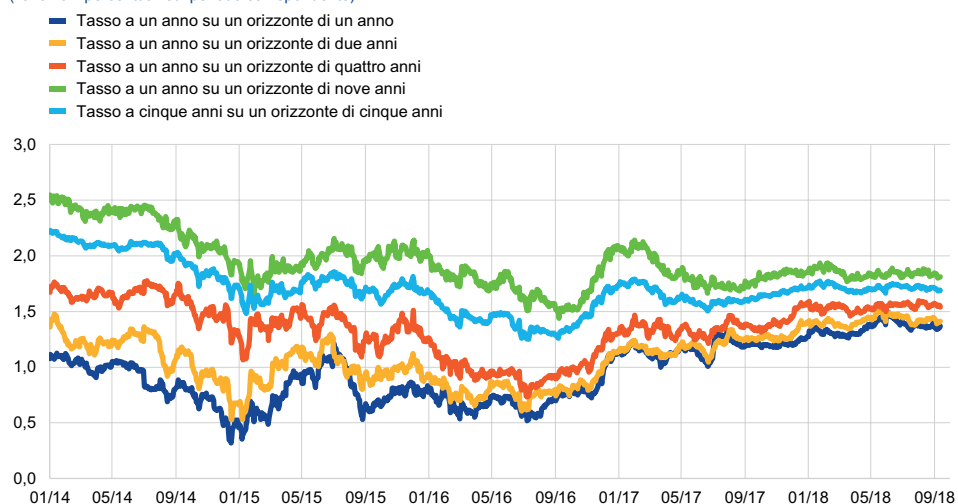
**Per quanto riguarda le aspettative di inflazione a più lungo termine, sono rimaste stabili sia le misure basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini.**

Il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,69 per cento il 12 settembre 2018 (cfr. grafico 16). Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno solo graduale a livelli di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento. La probabilità neutrale al rischio di valori negativi per il tasso medio di inflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, è trascurabile e pertanto indica che i mercati attualmente giudicano molto basso il rischio di deflazione. In base all'indagine effettuata presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters) per il terzo trimestre del 2018, le aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute stabili all'1,9 per cento.

**Grafico 16**

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al 12 settembre 2018.

**Le proiezioni macroeconomiche di settembre 2018 formulate dagli esperti della BCE prevedono un'inflazione misurata sullo IAPC stabile e un graduale aumento dell'inflazione di fondo nell'orizzonte temporale di proiezione.** Sulla base delle informazioni a disposizione alla fine di agosto, queste proiezioni vedono l'inflazione misurata sullo IAPC attestarsi su una media dell'1,7 per cento per ciascun anno dell'orizzonte temporale di proiezione, ovvero su un valore invariato rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2018 dagli esperti dell'Eurosistema. La sostanziale stabilità dei tassi di inflazione medi sui dodici mesi nasconde un calo nel tasso annuale della componente energetica, dovuto al venir meno dell'impatto dei precedenti aumenti dei corsi petroliferi, che è compensato dalla graduale crescita dell'inflazione di fondo, poiché i vincoli dal lato dell'offerta diventano sempre più stringenti. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dall'1,1 per cento nel 2018 all'1,5 nel 2019 e all'1,8 nel 2020.

## Grafico 17

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2018](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 13 settembre 2018.  
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2018 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2020 (proiezioni).

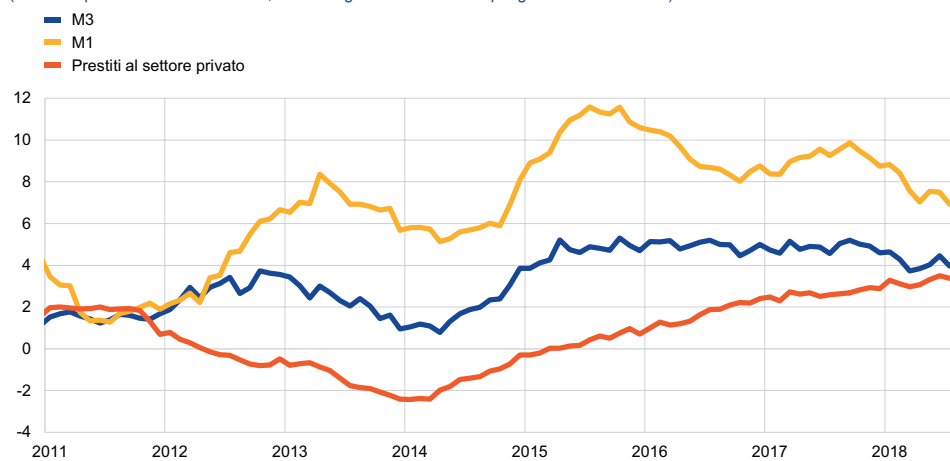
## 5 Moneta e credito

A luglio 2018 la crescita dell'aggregato monetario ampio si è attenuata in un contesto caratterizzato dalla riduzione degli acquisti mensili netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). Il credito al settore privato ha continuato a crescere senza mostrare alcun segno di rallentamento. A questi fenomeni è inoltre legato un considerevole aumento del flusso annuo dei finanziamenti esterni totali a favore delle società non finanziarie (SNF) nel secondo trimestre del 2018.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita a luglio.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 4,0 per cento a luglio 2018, dal 4,5 per cento di giugno (cfr. grafico 18). Tale andamento in parte riflette una certa volatilità nei recenti flussi mensili ed effetti base. Inoltre, la riduzione degli acquisti netti (da 80 miliardi a 60 miliardi di euro ad aprile 2017 e successivamente a 30 miliardi a gennaio 2018) ha comportato un più contenuto impatto positivo del PAA sulla crescita di M3<sup>1</sup>. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, che comprende le componenti più liquide di M3, ha nuovamente fornito un importante contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio, pur scendendo al 6,9 per cento a luglio (dal 7,5 per cento di giugno). La crescita dell'aggregato monetario ha continuato a beneficiare della crescita economica sostenuta e del basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse molto bassi.

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

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



Fonte: BCE.

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

**I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight è sceso a luglio al 7,5 per cento (dall'8,2 per cento di giugno). In particolare vi è stato un sensibile calo del tasso di crescita dei depositi overnight detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie, che tende a essere molto volatile. Anche il tasso di

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo dal titolo [La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE](#) nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle SNF è diminuito, mentre quello dei depositi overnight detenuti dalle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato. La crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è rimasta stabile escludendo segnali da parte del settore detentore di moneta di sostituzione dei depositi con circolante in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (cioè M2 meno M1) hanno continuato ad avere un impatto negativo su M3, nonostante il differenziale tra i tassi di interesse sui depositi a breve termine e i tassi di interesse sui depositi overnight si sia stabilizzato dalla fine del 2017. Gli strumenti negoziabili (cioè M3 meno M2), che rappresentano un piccola componente di M3, hanno subito un'ulteriore riduzione, dovuta all'attuale bassa remunerazione di questi strumenti.

### **Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 19).**

Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo alla crescita di M3 fornito dai titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 19), in un contesto contraddistinto dalla menzionata riduzione degli acquisti netti mensili nell'ambito del PAA. La riduzione del contributo degli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema alla crescita di M3 è stata attenuata dall'apporto piuttosto stabile e robusto del credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 19). Tale voce include sia i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie al settore privato, sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato diverso dalle IFM dell'area dell'euro. Essa comprende altresì l'erogazione di credito attraverso gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme). La crescita di M3 ha beneficiato della durevole contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM detenute da residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM, al netto di capitale e riserve (incluse assieme ad altre contropartite nelle parti verde scuro degli istogrammi del grafico 19). Tale andamento è legato al fenomeno della sostituzione dei finanziamenti a fronte di fondi più remunerativi offerti dalle OMRLT (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine) e degli acquisti di obbligazioni garantite effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite. Il credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle IFM (escluso l'Eurosistema) ha continuato a frenare la crescita di M3 (cfr. le parti verde chiaro degli istogrammi del grafico 19). Infine, le attività nette sull'estero delle IFM (cfr. le parti in giallo degli istogrammi del grafico 19) hanno continuato a pesare sulla crescita annuale di M3.

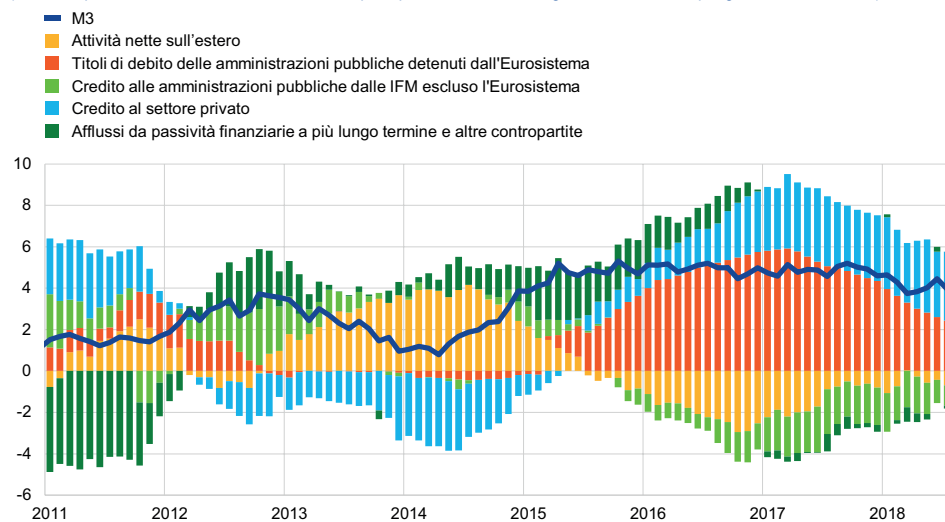
### **Procede la ripresa dell'espansione dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014.**

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling) si è attestato al 3,4 per cento a luglio (rispetto al 3,5 per cento di giugno, cfr. grafico 18). Nei vari settori di attività economica il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle SNF, dopo una significativa ripresa che ha fatto seguito ai bassi livelli registrati nel primo trimestre del 2014, è rimasto stabile al 4,1 per cento a luglio, pur rimanendo eterogeneo fra i vari paesi (cfr. grafico 20). L'incremento del credito alle SNF è sostenuto dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli e dalla solida crescita degli investimenti delle imprese. A luglio il tasso di crescita

## Grafico 19

### M3 e sue contropartite

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



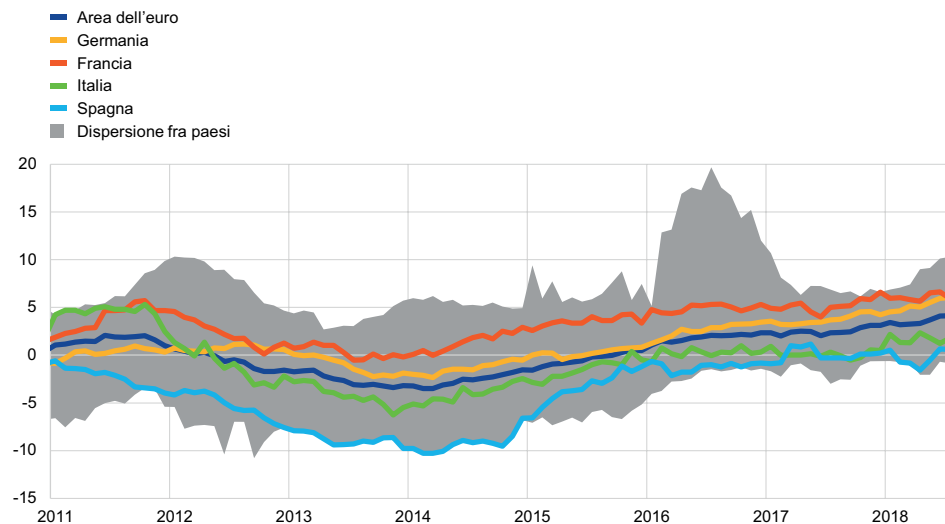
Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle 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 emessi dal programma di acquisto delle attività del settore societario (CSPP). L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

## Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

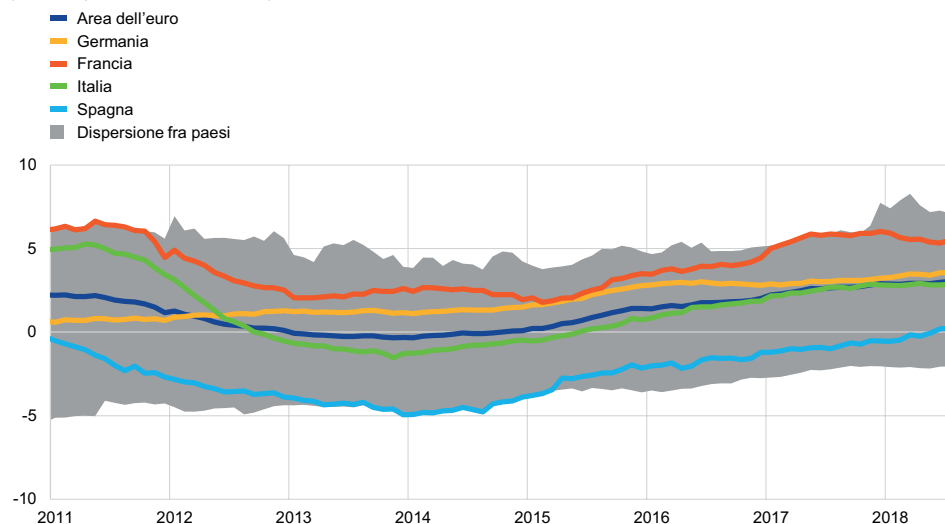
Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

annuale dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 3,0 per cento, in un contesto caratterizzato da una marcata eterogeneità fra paesi (cfr. grafico 21). Il credito alle famiglie è agevolato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, da miglioramenti nei mercati del lavoro, da mercati dell'edilizia residenziale maturi e dalla crescita sia degli investimenti in edilizia residenziale sia dei consumi privati. Inoltre, le banche hanno realizzato progressi nel consolidamento dei propri bilanci, nel miglioramento della redditività e nella riduzione dei crediti deteriorati, per quanto in alcuni paesi il livello di questi ultimi sia rimasto elevato.

## Grafico 21

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

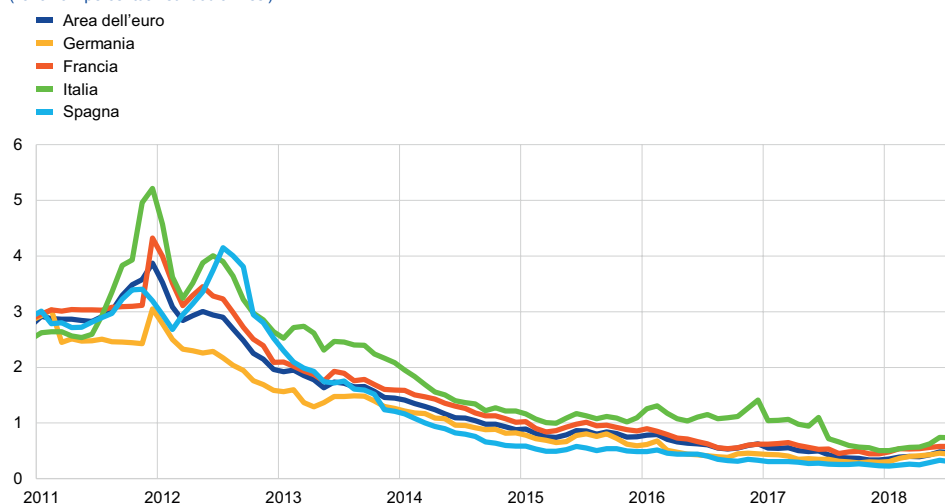
Note: dati corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

**Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli.** Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato a luglio (cfr. grafico 22). Questo andamento ha riflettuto una stabilizzazione dei rendimenti delle obbligazioni bancarie e l'assenza di variazioni nei costi della raccolta dei depositi. Dall'inizio del 2018 i costi medi della provvista bancaria nell'area dell'euro sono aumentati. Tale movimento al rialzo riflette principalmente l'andamento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, che sono divenuti più eterogenei fra i vari paesi, in presenza

## Grafico 22

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

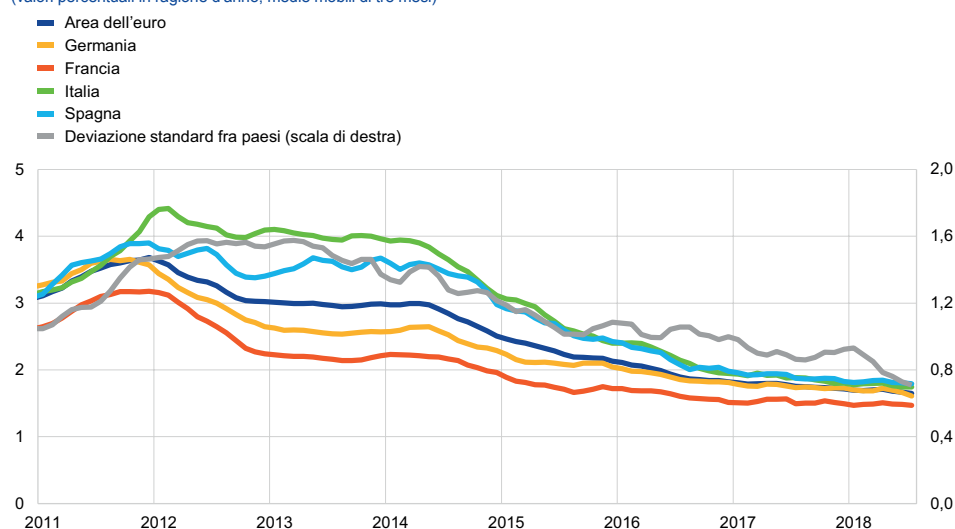
di maggiore incertezza politica. Complessivamente hanno contribuito a creare condizioni di finanziamento favorevoli l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e il rafforzamento dei bilanci bancari.

**I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello prossimo ai minimi storici.** Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF (cfr. il grafico 23) è diminuito toccando l'1,64 per cento a luglio, livello prossimo al minimo storico dell'1,62 per cento di maggio 2018. Il tasso composito sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. grafico 24) è rimasto sostanzialmente invariato all'1,81 per cento, lievemente al di sopra del minimo storico dell'1,78 per cento registrato a dicembre 2016. Nel complesso, 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 in misura ben più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato. Ciò indica un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Il già menzionato calo del costo composito della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra maggio 2014 e luglio 2018 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 129 e 110 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi dell'area dell'euro maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria, inducendo una più omogenea trasmissione della politica monetaria. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 250 mila euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) si è considerevolmente ridotto nell'area dell'euro. Ciò indica che in linea generale le piccole e medie imprese hanno beneficiato del calo dei tassi sui prestiti bancari in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

### Grafico 23

#### Tassi compositi sui prestiti per le SNF

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



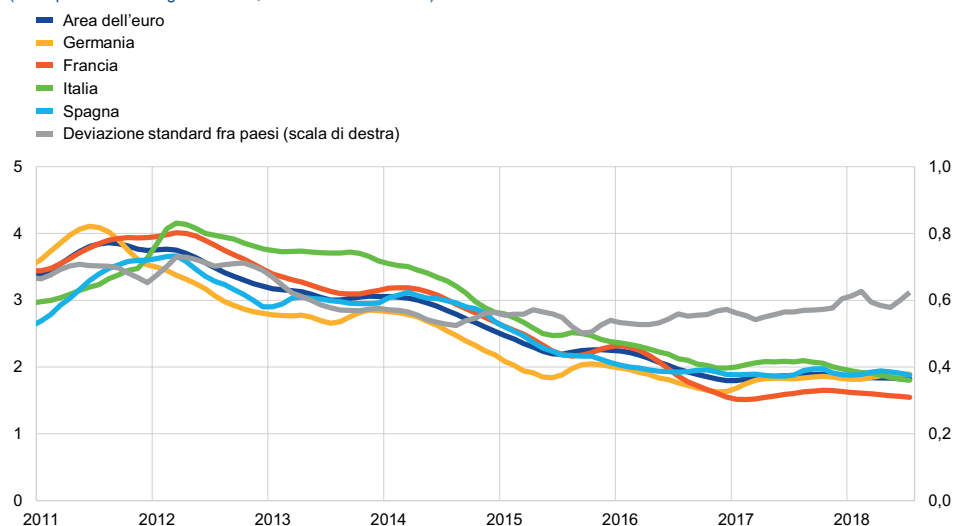
Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

## Grafico 24

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

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

#### Si stima che il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali a favore delle SNF dell'area dell'euro sia aumentato considerevolmente nel secondo trimestre del 2018.

Ciò dipende essenzialmente da un ulteriore rafforzamento della dinamica del credito bancario, sostenuta tra l'altro da un costante allentamento dei criteri di concessione del credito e da una riduzione del costo relativo del credito bancario. In generale, la ripresa osservata dagli inizi del 2014 nei finanziamenti esterni per le SNF è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dalla trasmissione delle misure di politica monetaria adottate (attraverso un miglioramento delle condizioni di prestito) e dai requisiti di finanziamento legati a un più elevato numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, l'elevato livello degli utili non distribuiti delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

#### Nel secondo trimestre del 2018 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è stata più contenuta rispetto al primo trimestre del 2018.

In termini di flussi mensili, nel secondo trimestre del 2018 l'emissione netta si è mantenuta robusta ad aprile e maggio per poi passare in territorio negativo a giugno, quando i rimborsi hanno superato le emissioni lorde. In termini di flussi annui (cfr. grafico 25), l'emissione netta di titoli di debito si è stabilizzata attorno ai livelli raggiunti all'inizio di quest'anno, mentre l'emissione netta di azioni quotate ha continuato a crescere. I dati di mercato sembrano indicare che l'attività di emissione a luglio e agosto è stata in linea con i profili stagionali storici. Per contro, le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono cresciute sensibilmente nel secondo trimestre 2018.

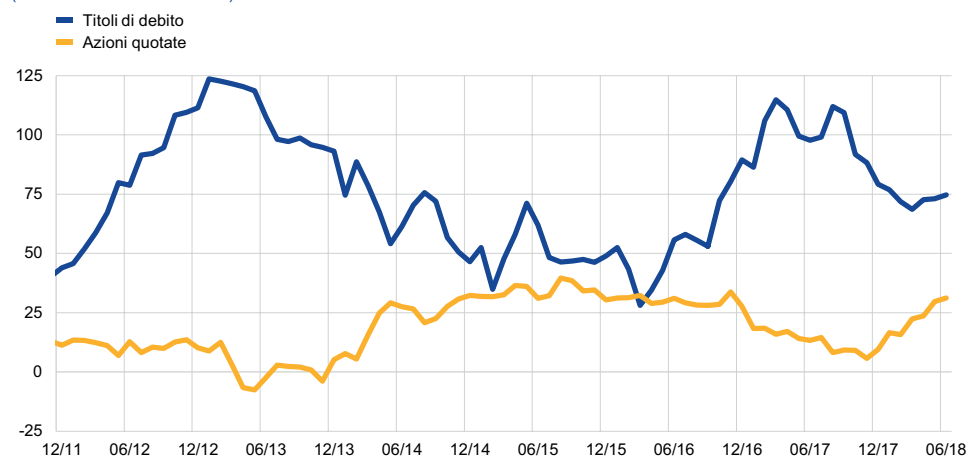
#### Il costo del finanziamento delle SNF è rimasto prossimo ai livelli favorevoli registrati all'inizio dell'anno.

A luglio il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è mantenuto al 4,4 per cento, livello sostanzialmente invariato rispetto a giugno 2018, e si stima che ad agosto sia

## Grafico 25

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

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: dati mensili basati su finestre mobili di 12 mesi. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2018.

rimasto costante. L'attuale costo del finanziamento esterno supera di solo circa 37 punti base il minimo storico registrato a luglio 2016 e resta pertanto più basso rispetto al livello osservato a metà del 2014, quando iniziarono a emergere le aspettative del mercato circa l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

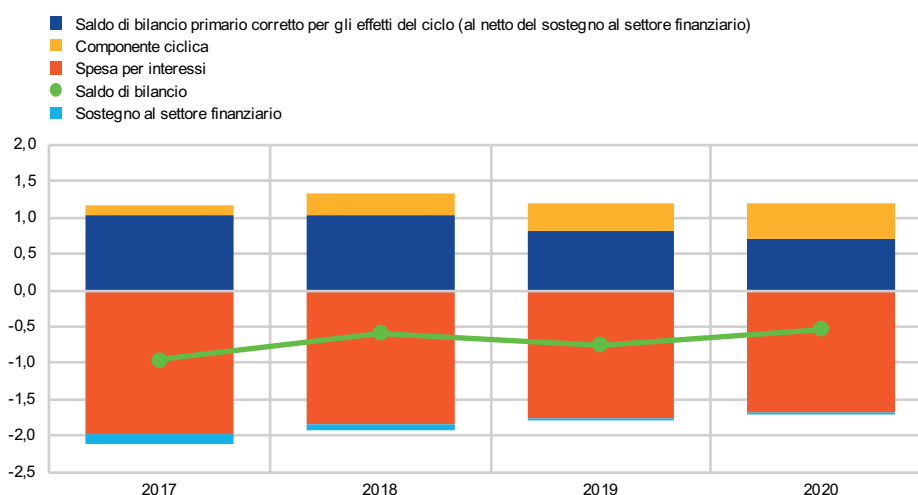
*Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2018-2020), soprattutto per effetto di condizioni cicliche favorevoli e del calo degli esborsi per interessi determinato dalla progressiva sostituzione del debito di costo elevato con quello emesso a tassi inferiori. In termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro dovrebbe essere complessivamente neutro nel 2018 e lievemente espansivo nel 2019, prima di tornare su livelli sostanzialmente neutri nel 2020. Nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico e PIL, pur continuando a diminuire, resterà elevato. In particolare, i paesi con alti livelli di indebitamento dovrebbero compiere ulteriori sforzi di consolidamento per imprimere all'incidenza del loro debito una solida dinamica discendente.*

### **Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ulteriormente ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione (2018-2020).**

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre<sup>1</sup>, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1 per cento del 2017<sup>2</sup> allo 0,5 per cento nel 2020. Tale miglioramento dovrebbe temporaneamente interrompersi nel 2019, seppure a causa di fattori soltanto transitori. Il complessivo miglioramento delle prospettive per i conti pubblici è principalmente sostenuto da andamenti ciclici favorevoli e dal calo degli esborsi per interessi. Ciò è in parte compensato da un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo che risulterà più contenuto nel 2019 e nel 2020 (cfr. grafico 26). Le prospettive per il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni formulate dall'Eurosistema lo scorso giugno.

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

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2018.

Nota: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in termini aggregati.

<sup>1</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2018](#), BCE, 2018.

<sup>2</sup> Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

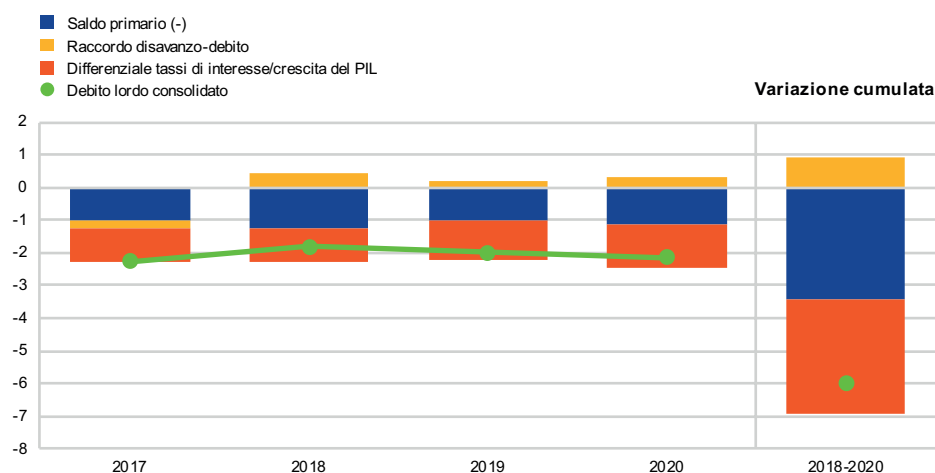
**Le proiezioni indicano che l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sarà sostanzialmente neutro nel 2018 e lievemente espansivo nel 2019, prima di tornare nuovamente su livelli complessivamente neutri nel 2020<sup>3</sup>.** La riduzione delle imposte dirette e dei contributi sociali dovrebbe contribuire al suo lieve allentamento complessivo nell'intero periodo considerato e, in particolare, nel 2019.

**Il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe proseguire.** Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre, il rapporto tra debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro dovrebbe scendere dall'86,6 per cento del 2017<sup>4</sup> all'80,6 per cento nel 2020. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta sia dai differenziali fra tassi di interesse e tassi di crescita, sia dagli avanzi primari (cfr. grafico 27). I raccordi disavanzo-debito, tuttavia, dovrebbero in parte compensare questi effetti. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno, il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe essere lievemente più contenuto. Ciò è principalmente imputabile a un differenziale fra tassi di interesse e di crescita che è compensato soltanto in parte dai maggiori avanzi primari. Le prospettive per il debito dovrebbero migliorare nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, sebbene i livelli di indebitamento di alcuni di essi continueranno a superare di gran lunga il valore di riferimento del 60 per cento del PIL.

### Grafico 27

#### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2018.

Nota: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in termini aggregati.

<sup>3</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

**È necessario proseguire gli sforzi di risanamento delle finanze pubbliche nel pieno rispetto del Patto di stabilità e di crescita.**

In particolare, nel caso dei paesi con elevati livelli di debito, ulteriori sforzi di risanamento sono indispensabili per imprimere all'incidenza del debito una solida dinamica discendente, poiché il forte indebitamento rende tali Stati particolarmente vulnerabili a fronte di futuri casi di rallentamento economico o di nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari. Un fattore che ha contribuito in misura significativa all'aumento dei livelli di debito è connesso agli interventi di sostegno al settore finanziario in diversi paesi.

Il riquadro 4 in questo numero del Bollettino mostra che l'impatto sul debito derivante da tale sostegno, sebbene sembri aver raggiunto il suo livello massimo, continua a svolgere un ruolo. Le passività potenziali ascritte al settore finanziario, inoltre, permangono elevate in diversi paesi e ciò evidenzia la necessità di politiche di bilancio prudenti in futuro, così come l'importanza di rafforzare il quadro istituzionale nell'area dell'euro.

# Riquadri

## 1 Implicazioni macroeconomiche del crescente protezionismo

a cura di Allan Gloe Dizioli e Björn van Roye

**Negli ultimi mesi il panorama del commercio mondiale è rapidamente cambiato. L'annuncio di dazi da parte del governo statunitense e le misure ritorsive dei partner commerciali degli Stati Uniti hanno destato il timore di una possibile "guerra commerciale" e, in termini potenziali, di una più ampia inversione della globalizzazione.** Il 1° marzo il governo statunitense ha annunciato l'imposizione di dazi del 25 per cento sulle importazioni di acciaio e del 10 per cento su quelle di alluminio provenienti da numerosi paesi. La prima ondata di dazi collegati al trasferimento di tecnologie introdotti sui beni di importazione cinese è entrata in vigore il 6 luglio, seguita dall'annuncio da parte del paese asiatico di analoghe azioni ritorsive. A tale contromossa il governo degli Stati Uniti ha reagito minacciando l'introduzione di ulteriori dazi. L'UE e il Canada, contestualmente, hanno attuato misure ritorsive in risposta ai dazi statunitensi su acciaio e alluminio. Il governo degli Stati Uniti ha da ultimo intrapreso una nuova analisi sulle importazioni di autovetture, camion e componenti automobilistiche (per determinarne gli effetti sulla sicurezza nazionale) che potrebbe tradursi in nuovi dazi. Di recente, tuttavia, sono emersi anche segnali di riduzione delle tensioni commerciali, in conseguenza di un incontro tra funzionari statunitensi ed europei e del nuovo accordo NAFTA tra Stati Uniti e Messico.

**Il presente riquadro esamina il possibile impatto sull'economia mondiale di un ipotetico inasprimento delle tensioni commerciali.** In particolare, illustra i canali mediante i quali il protezionismo può influire sull'economia e propone una quantificazione del suo potenziale impatto a livello mondiale. Tale quantificazione si basa sul modello ECB-Global<sup>1</sup> della BCE e sul modello multi-paese e multi-settore dell'FMI denominato Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)<sup>2</sup>. In ragione dell'incertezza che, come di consueto, caratterizza i modelli, le stime ricavate da tali scenari, sebbene utili a fornire una misura approssimativa dei canali in gioco, andrebbero considerate con cautela.

**Gli effetti diretti dell'aumento dei dazi sull'attività economica nel paese che li impone dipendono, nel breve periodo, da due canali principali: la ricomposizione della spesa (con un effetto positivo sul PIL) e il reddito aggregato (con un effetto negativo).** Da un lato, l'aumento dei dazi all'importazione

<sup>1</sup> Cfr. Dieppe, A., Georgiadis, G., Ricci, M., Van Robays, I. e van Roye, B., "ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis", *Economic Modelling*, vol. 72, giugno 2018, pagg. 78-98.

<sup>2</sup> Cfr. Kumhof, M., Laxton, D., Muir, D. e Mursula, S., "The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure", *IMF Working Papers*, n. 10/34, febbraio 2010.

potrebbe ridurre il potere di acquisto delle famiglie mediante una contrazione del loro reddito disponibile reale, scoraggiando quindi i consumi e gli investimenti nazionali e determinando un calo del PIL. Dall'altro, l'incremento dei prezzi dei beni importati potrebbe indurre consumatori e imprese a preferire beni prodotti entro i confini nazionali, provocando un aumento della domanda interna e una flessione delle importazioni. L'importanza relativa dei due canali e, di conseguenza, il loro impatto combinato sul PIL dipendono in misura sostanziale dal grado di sostituibilità tra i beni prodotti internamente e quelli importati. Un livello maggiore di sostituibilità implicherebbe per il consumatore una minore onerosità del ribilanciamento dei consumi verso i prodotti nazionali, rendendo più forte il canale della ricomposizione della spesa. Se applicati a beni intermedi, tuttavia, i maggiori dazi possono anche indurre un incremento del costo della produzione nazionale e ritardare gli investimenti. Le misure ritorsive, al contempo, possono ridurre le esportazioni ed esacerbare l'effetto negativo delle controversie commerciali.

**Gli effetti negativi indiretti derivanti dal deterioramento della fiducia di imprese e consumatori potrebbero amplificare l'impatto sull'attività economica.** L'effetto diretto sull'interscambio commerciale non tiene conto dei possibili ulteriori effetti sul clima di fiducia e delle tensioni nel settore finanziario determinati dall'aumento di incertezza sulle politiche future. Incertezza ed effetti sul clima di fiducia possono esercitare un considerevole impatto negativo sugli investimenti e sull'attività economica a livello mondiale. Le decisioni di investimento operate dalle imprese non dipendono soltanto dalle politiche commerciali attuali, ma anche da quelle che gli Stati Uniti e il resto del mondo perseguiranno in futuro. L'incertezza relativa a queste ultime, analogamente, potrebbe condizionare le scelte di consumo delle famiglie. All'aumentare dei timori per le conseguenze negative del crescente protezionismo, le famiglie potrebbero incrementare i risparmi a scopo precauzionale e rinviare i consumi. I mercati finanziari potrebbero inoltre reagire agli effetti reali negativi. È possibile che un'improvvisa variazione delle politiche commerciali favorisca una revisione dei corsi azionari e obbligazionari, amplificando gli effetti illustrati.

**Le misure protezionistiche già intraprese avranno un'incidenza solo marginale sull'attività economica a livello internazionale, in quanto i prodotti interessati rappresentano unicamente una piccola quota dell'interscambio mondiale.** Le misure notevolmente selettive attuate finora, come i dazi sull'acciaio (25 per cento), sull'alluminio (10 per cento) e su una quota di commercio tra Stati Uniti e Cina pari a 50 miliardi di dollari (25 per cento), costituiscono soltanto una modesta frazione dell'interscambio mondiale. La risposta dei mercati finanziari e del clima di fiducia di imprese e consumatori, inoltre, si è finora dimostrata modesta.

**Tuttavia, un inasprimento delle tensioni commerciali potrebbe avere effetti fortemente negativi a livello mondiale, come mostrato dall'ipotetico scenario in cui gli Stati Uniti aumentano i dazi su tutti i beni importati di dieci punti percentuali e i partner commerciali reagiscono con un innalzamento ritorsivo di pari entità dei dazi alle importazioni dagli Stati Uniti<sup>3</sup>.** Il canale diretto descritto in precedenza è simulato nel modello GIMF come un'imposizione generalizzata da

<sup>3</sup> I due scenari sono indipendenti, pertanto il dazio del 10 per cento sulle importazioni si applica anche ad acciaio e alluminio.

parte degli Stati Uniti di dazi all'importazione pari al 10 per cento sui beni finali e intermedi di tutti i partner commerciali, che reagiscono applicando imposte di valore equivalente sulle esportazioni statunitensi (ma non su quelle reciproche). È molto difficile cogliere gli effetti indiretti sul clima di fiducia determinati da tali dazi, quindi, per semplicità, si suppone che i premi obbligazionari aumentino di 50 punti base e i mercati azionari scendano di due deviazioni standard in tutti i paesi. Per gli Stati Uniti ciò comporta un calo del mercato azionario pari al 16 per cento. La conseguente volatilità sui mercati finanziari, seppure elevata, è tuttavia più contenuta rispetto al picco registrato durante la crisi finanziaria mondiale (nel quarto trimestre del 2008), quando l'indice S&P 500 è diminuito del 28 per cento e i premi obbligazionari sono aumentati di 230 punti base.

**Nelle nostre simulazioni, inoltre, sono state fatte importanti scelte di modellizzazione.** In primo luogo, si ipotizza che le controversie commerciali durino soltanto due anni<sup>4</sup>. In secondo luogo, si suppone che le entrate fiscali aggiuntive generate dall'aumento dei dazi siano utilizzate per ridurre i disavanzi di bilancio, piuttosto che per sostenere la domanda. In terzo luogo, si presume che la politica monetaria e i tassi di cambio reagiscano in modo endogeno in tutti i paesi<sup>5</sup>. In quarto luogo, si modellizzano gli effetti sul clima di fiducia come variazioni dei premi per i rischi azionario e obbligazionario.

**In tutti gli scenari, infine, gli effetti di propagazione dipendono in misura cruciale dalla forma di ritorsione ipotizzata.** Ad esempio, se l'inasprimento delle dispute commerciali avviene tra Cina e Stati Uniti senza il coinvolgimento di altri paesi, iniziano ad assumere peso gli effetti di deviazione degli scambi. L'aumento dei dazi, in tale scenario, rende i beni statunitensi più costosi in Cina e i beni cinesi più costosi per gli Stati Uniti. Ne consegue che i prodotti dei paesi terzi, estranei alla controversia commerciale, guadagnano competitività in Cina rispetto ai prodotti statunitensi e negli Stati Uniti rispetto a quelli cinesi. La misura in cui un'economia terza beneficia di tale deviazione degli scambi dipende dalla facilità con cui un paese può sostituire le importazioni provenienti da un'economia con i beni importati da un'altra economia. Un minore grado di sostituibilità implica una deviazione degli scambi inferiore. Tale effetto dipende inoltre dalla coerenza tra l'andamento del tasso di cambio e le previsioni del modello.

## Il canale dell'interscambio

**Tale definizione dello scenario suggerisce importanti effetti negativi per gli Stati Uniti.** Nel primo anno il canale dell'interscambio diretto riduce l'attività economica statunitense dell'1,5 per cento (cfr. gli istogrammi blu nel grafico A). Le minori importazioni nel paese e gli incrementi delle quote di mercato dei produttori statunitensi nel mercato interno sono più che compensati dalle minori esportazioni. I risultati della stima suggeriscono che le esportazioni nette degli Stati Uniti si

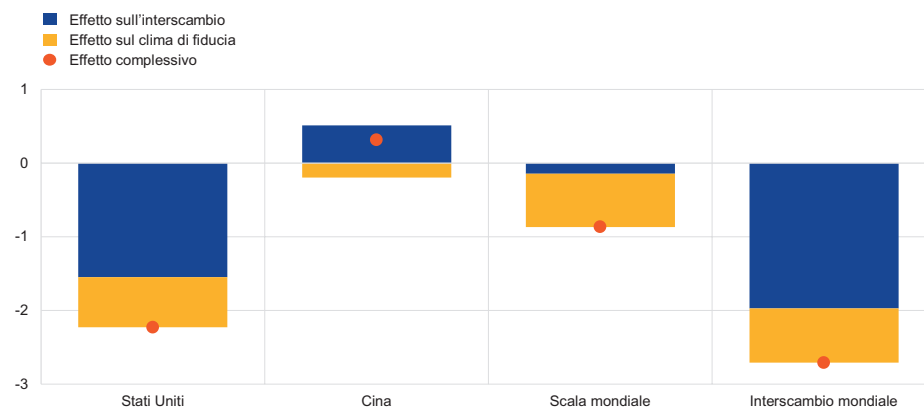
<sup>4</sup> Tale scelta di modellizzazione è motivata da valutazioni di tipo tecnico. Ipotizzando dazi temporanei, si catturano in modo approssimativo comportamenti non lungimiranti.

<sup>5</sup> Per i paesi nei quali i tassi di interesse scendono al di sotto dello zero è possibile interpretare i tassi di interesse negativi come tassi ombra, che riflettono le misure non convenzionali di politica monetaria.

## Grafico A

### Stima dell'impatto di un inasprimento delle tensioni commerciali – effetti nel primo anno

(risposta del PIL nel 2018, deviazione dallo scenario di base, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: i risultati sono ottenuti mediante la combinazione degli effetti diretti sull'interscambio desunti dal modello GIMF e degli effetti sul clima di fiducia modellizzati con l'ECB-Global Model.

deteriorerebbero in misura significativa. In questo modello le imprese statunitensi, inoltre, investono e assumono meno e ciò amplifica l'effetto negativo sull'economia del paese riducendo la domanda interna. L'aggiustamento e la sostituzione graduale verso la produzione interna offrono, nel tempo, soltanto una compensazione limitata e gli effetti diretti sull'interscambio dati dall'aumento dei dazi continuano a far sì che al terzo anno della simulazione il PIL scenda dell'1 per cento.

**In Cina, per contro, l'effetto iniziale dell'interscambio sul PIL è lievemente positivo, sebbene i vantaggi diminuiscano nel tempo.** Nel primo anno della simulazione i consumi e gli investimenti interni diminuiscono. Tali effetti negativi, tuttavia, sono più che compensati dai guadagni nella posizione netta di esportatore del paese: gli Stati Uniti importano un quantitativo minore di beni provenienti dalla Cina, ma tale calo è attutito dalla deviazione degli scambi verso paesi terzi in cui gli esportatori cinesi guadagnano quote di mercato a scapito di quelli statunitensi. Eppure tali benefici si riducono nel tempo: all'adequarsi della produzione statunitense in risposta all'aumento dei dazi, la domanda di beni provenienti dalla Cina diminuisce e, con essa, l'incremento del PIL del paese<sup>6</sup>.

## Il canale della fiducia

**Il deterioramento della fiducia ha importanti ripercussioni negative sull'attività mondiale.** Le reazioni dei mercati finanziari mondiali hanno un impatto notevole e più ampio sul prodotto dei vari paesi, determinando nel primo anno un livello del prodotto mondiale inferiore di circa lo 0,75 per cento (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico A). L'inasprimento delle condizioni finanziarie riduce il PIL statunitense di

<sup>6</sup> Ad esempio, è necessario del tempo perché i produttori trovino fornitori statunitensi dei beni intermedi precedentemente importati o i consumatori modifichino le proprie abitudini e inizino ad acquistare beni prodotti negli Stati Uniti.

circa lo 0,7 per cento e l'interscambio mondiale dello 0,75 per cento. L'accresciuta incertezza e la minore fiducia frenano l'attività cinese<sup>7</sup>.

Nell'insieme, ciò implica che l'attività economica reale degli Stati Uniti potrebbe essere di oltre il 2 per cento inferiore rispetto allo scenario di base già nel primo anno e il commercio mondiale potrebbe scendere anche del 3 per cento rispetto al medesimo scenario. In sintesi, sebbene si possa discutere dei contributi relativi di ciascuno dei canali descritti e dell'effetto complessivo sull'attività economica, dal punto di vista qualitativo i risultati non lasciano dubbi: un'economia che impone dazi, i quali spingono altri paesi all'attuazione di misure ritorsive, subisce inequivocabili perdite. In essa peggiora il tenore di vita e si perdono posti di lavoro.

---

<sup>7</sup> È ammessa una reazione in termini di politica di bilancio cinese in linea con la regola standard relativa alle politiche di bilancio contenuta nel modello GIMF.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 3 maggio al 31 luglio 2018

a cura di Dimitrios Rakitzis e M<sup>a</sup> Carmen Castillo Lozoya

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2018, ossia, rispettivamente, dal 3 maggio al 19 giugno 2018 e dal 20 giugno al 31 luglio 2018.** Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento.

Nel periodo in rassegna, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 30 miliardi di euro al mese.

### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.427,5 miliardi di euro, in rialzo di 64,5 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2018).** Il maggiore fabbisogno di liquidità è quasi del tutto ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti che, cresciuti in media di 64,4 miliardi di euro, hanno raggiunto 1.303,3 miliardi nel periodo di riferimento, a fronte di un rialzo delle riserve obbligatorie minime, che sono aumentate in media di meno di 0,1 miliardi di euro, portandosi a 124,2 miliardi.

**L'aumento dei fattori autonomi netti, che implica un assorbimento di liquidità, è stato determinato da un calo dei fattori di immissione e da un aumento di quelli di assorbimento della liquidità.** In particolare, il calo dei fattori di immissione di liquidità è da attribuire alla diminuzione delle attività nette medie denominate in euro, scese di 21,6 miliardi di euro fino a raggiungere 191,2 miliardi. Ciò è principalmente ascrivibile alle maggiori passività denominate in euro dell'Eurosistema nei confronti dei non residenti nell'area, che sono aumentate in media di 12,8 miliardi di euro nel periodo in esame, fornendo perciò un contributo negativo alle attività nette medie denominate in euro<sup>1</sup>, e alle minori attività finanziarie detenute dall'Eurosistema per fini diversi dalla politica monetaria, che sono scese in media di 7,8 miliardi. Sul

<sup>1</sup> Le passività denominate in euro dell'Eurosistema nei confronti dei non residenti nell'area sono costituite principalmente da depositi denominati in euro in conti detenuti da banche centrali non appartenenti all'area dell'euro all'interno dell'Eurosistema. Le chiusure trimestrali, e in misura minore quelle mensili, sono generalmente influenzate dagli aumenti in tali depositi, poiché le banche commerciali sono più restie ad accettare contante, nei mercati garantiti e non, prima delle date di segnalazione contabile. Ad esempio, il 29 marzo 2018, le passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro sono aumentate fino a 339,8 miliardi di euro, rispetto a una media di 270,4 miliardi durante il secondo periodo di mantenimento, mentre il 30 giugno 2018 sono aumentate a 348 miliardi di euro, rispetto a una media di 279,7 miliardi nel quarto periodo di mantenimento.

lato delle passività, le variazioni più rilevanti sono riconducibili alle banconote in circolazione, che sono aumentate in media di 22,5 miliardi di euro (riflettendo in qualche misura gli andamenti stagionali osservati durante l'estate), e ai depositi delle amministrazioni pubbliche, che sono aumentati in media di 11,9 miliardi di euro, attestandosi a 239,4 miliardi.

**La volatilità giornaliera dei fattori autonomi è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente.** Le fluttuazioni giornaliere dei fattori autonomi derivano principalmente dai depositi delle amministrazioni pubbliche e dalle attività nette denominate in euro; in particolare si osserva una maggiore volatilità nel periodo di fine trimestre di giugno 2018 e in corrispondenza di altre date di fine mese nel periodo considerato.

## Tavola

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)

	Dal 3 maggio al 31 luglio 2018		Dal 31 gennaio al 2 maggio 2018		Quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.123,9</b>	<b>(+43,8)</b>	<b>2.080,1</b>	<b>2.167,4</b>	<b>(+81,5)</b>	<b>2.085,9</b>	<b>(-16,9)</b>	
Banconote in circolazione	1.176,5	(+22,5)	1.154,1	1.183,6	(+13,2)	1.170,4	(+11,3)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	239,4	(+11,9)	227,5	263,8	(+45,7)	218,0	(-29,5)	
Altri fattori autonomi	708,0	(+9,4)	698,6	720,0	(+22,5)	697,5	(+1,3)	
<b>Conti correnti</b>	<b>1.331,9</b>	<b>(+27,3)</b>	<b>1.304,6</b>	<b>1.306,7</b>	<b>(-47,3)</b>	<b>1.353,9</b>	<b>(+58,6)</b>	
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>780,1</b>	<b>(-20,4)</b>	<b>800,5</b>	<b>776,5</b>	<b>(-6,7)</b>	<b>783,2</b>	<b>(-9,2)</b>	
Riserve obbligatorie minime <sup>1</sup>	124,2	(+0,0)	124,2	124,7	(+0,9)	123,8	(-0,7)	
Depositi presso la banca centrale	655,9	(-20,4)	676,4	651,8	(-7,7)	659,5	(-8,5)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	

#### Attività – offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)

	Dal 3 maggio al 31 luglio 2018		Dal 31 gennaio al 2 maggio 2018		Quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>821,0</b>	<b>(-20,6)</b>	<b>841,7</b>	<b>821,5</b>	<b>(+0,8)</b>	<b>820,6</b>	<b>(-7,5)</b>	
Attività nette sull'estero	629,8	(+1,0)	628,9	635,1	(+9,9)	625,2	(-1,9)	
Attività nette denominate in euro	191,2	(-21,6)	212,8	186,3	(-9,1)	195,4	(-5,6)	
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>3.291,1</b>	<b>(+71,3)</b>	<b>3.219,8</b>	<b>3.305,2</b>	<b>(+26,1)</b>	<b>3.279,1</b>	<b>(+40,7)</b>	
Operazioni di mercato aperto	3.291,0	(+71,3)	3.219,7	3.305,1	(+26,1)	3.279,0	(+40,7)	
Operazioni d'asta	753,2	(-8,6)	761,7	746,4	(-12,6)	759,1	(-2,4)	
ORP	1,9	(+0,2)	1,7	2,1	(+0,3)	1,8	(-0,1)	
ORLT a tre mesi	7,4	(-0,3)	7,7	7,2	(-0,2)	7,5	(-0,2)	
Operazioni OMRLT-I	11,1	(-1,9)	13,0	9,5	(-2,9)	12,4	(-0,3)	
Operazioni OMRLT-II	732,8	(-6,5)	739,3	727,6	(-9,7)	737,3	(-1,8)	
<b>Portafogli definitivi</b>	<b>2.537,8</b>	<b>(+79,8)</b>	<b>2.458,0</b>	<b>2.558,7</b>	<b>(+38,8)</b>	<b>2.519,9</b>	<b>(+43,1)</b>	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,7	(-1,1)	5,8	4,5	(-0,4)	4,9	(-0,7)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,2	(-0,3)	4,5	4,1	(-0,2)	4,3	(-0,1)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	254,6	(+5,7)	248,8	255,4	(+1,6)	253,8	(+3,3)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	83,5	(-1,5)	85,0	82,3	(-2,1)	84,5	(-0,5)	
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	27,5	(+1,7)	25,8	27,7	(+0,3)	27,4	(+1,1)	
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.004,1	(+61,8)	1.942,3	2.021,6	(+32,4)	1.989,2	(+33,6)	
Programma di acquisto di attività del settore societario	159,2	(+13,5)	145,7	163,1	(+7,2)	155,9	(+6,5)	
<b>Operazioni di rifinanziamento marginale</b>	<b>0,1</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>(-0,0)</b>	

### Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; miliardi di euro)

	Dal 3 maggio al 31 luglio 2018	Dal 31 gennaio al 2 maggio 2018	Quarto periodo di mantenimento	Terzo periodo di mantenimento
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.427,5 (+64,5)	1.363,0	1.471,0 (+81,6)	1.389,4 (-10,1)
Fattori autonomi <sup>2</sup>	1.303,3 (+64,4)	1.238,8	1.346,3 (+80,6)	1.265,6 (-9,4)
Liquidità in eccesso	1.863,5 (+6,8)	1.856,7	1.833,7 (-55,9)	1.889,6 (+50,8)

### Andamento dei tassi di interesse (valori medi; in percentuale)

	Dal 3 maggio al 31 luglio 2018	Dal 31 gennaio al 2 maggio 2018	Quarto periodo di mantenimento	Terzo periodo di mantenimento
ORP	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363 (+0,001)	-0,364	-0,364 (-0,002)	-0,362 (+0,002)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre nella tavola sono arrotondate a 0,1 miliardi di euro.

1) Le riserve obbligatorie minime sono dati per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e pertanto non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

2) Il valore complessivo dei fattori autonomi comprende anche le "voci in via di definizione".

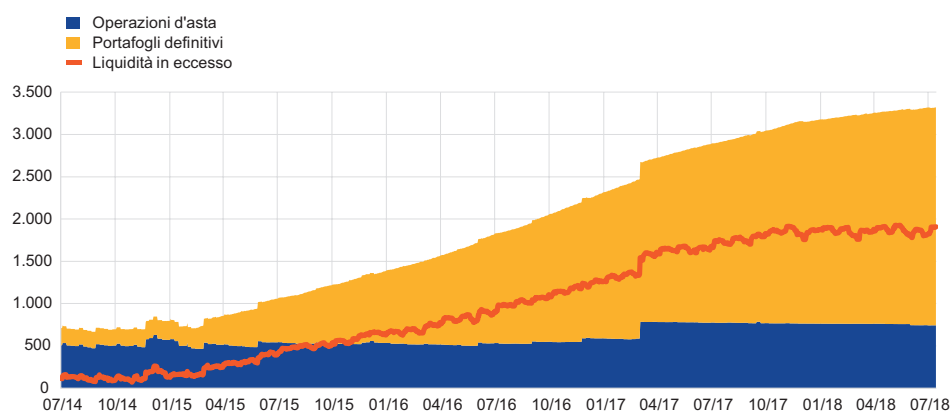
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA, è aumentato di 71,3 miliardi di euro, raggiungendo i 3.291,1 miliardi (cfr. grafico A). Tale aumento è interamente attribuibile agli acquisti netti nell'ambito del PAA, mentre la domanda derivante da operazioni d'asta ha registrato un lieve calo.

### Grafico A

#### Andamento delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 8,6 miliardi di euro, attestandosi a 753,2 miliardi.**

Questo calo è principalmente dovuto a un minore ammontare medio in essere delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che sono diminuite di 8,4 miliardi di euro. La riduzione dei fondi OMRLT in essere è collegata al regolamento dei rimborsi volontari di numerose operazioni OMRLT-I e della prima

operazione OMRLT-II a giugno 2018, pari complessivamente a 14,5 miliardi di euro. Il livello medio della liquidità immessa tramite le ORP è aumentato di 0,2 miliardi di euro, attestandosi a 1,9 miliardi, e l'ammontare medio di liquidità offerta tramite le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi (ORLT) è diminuito di 0,3 miliardi di euro, fino a raggiungere 7,4 miliardi.

**La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 79,8 miliardi di euro arrivando a 2.537,8 miliardi, per effetto del proseguimento degli acquisti netti nell'ambito del PAA.**

La liquidità immessa mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma per l'acquisto di attività del settore societario è cresciuta in media, rispettivamente di 61,8, 5,7, 1,7 e 13,5 miliardi di euro. La riduzione della liquidità dovuta ai rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite è stata pari, complessivamente, a 2,9 miliardi di euro.

## Liquidità in eccesso

**A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità media in eccesso si è mantenuta sostanzialmente stabile, aumentando solo marginalmente di 6,8 miliardi rispetto al periodo precedente e arrivando a 1.863,5 miliardi di euro (cfr. grafico A).**

L'aumento della liquidità legato agli acquisti nell'ambito del PAA è stato quasi completamente compensato da un aumento dei fattori autonomi netti, principalmente nel quarto periodo di mantenimento. Infatti, mentre la liquidità in eccesso è aumentata di 50,8 miliardi di euro e i fattori autonomi netti sono diminuiti di 9,4 miliardi di euro nel terzo periodo di mantenimento, nel quarto periodo si è verificata un'inversione di tendenza e la liquidità in eccesso è diminuita di 55,9 miliardi di euro mentre i fattori autonomi netti sono aumentati di 80,6 miliardi di euro.

In merito alla distribuzione di liquidità in eccesso detenuta fra conti correnti e depositi presso la banca centrale, la disponibilità di conto corrente media è cresciuta di 27,3 miliardi di euro, fino ad arrivare a 1.331,9 miliardi; al contempo il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è diminuito di ulteriori 20,4 miliardi di euro, fino a raggiungere 655,9 miliardi.

## Andamenti dei tassi di interesse

**I tassi overnight del mercato monetario garantito e non garantito sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, o lievemente al di sotto di tale livello per alcuni tassi riferiti a specifici panieri di collaterali nei segmenti garantiti.** Nel mercato non garantito, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,363 per cento, rispetto a una media pari a -0,364 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato fra un minimo di -0,371 per cento nel fine settimana che ha preceduto il lunedì di

Pentecoste (21 maggio 2018) e un massimo di -0,353 per cento nell'ultimo giorno di giugno 2018. Nel mercato garantito, rispetto al periodo di riferimento precedente, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato general collateral (GC) pooling<sup>2</sup> si sono mantenuti stabili, sia per il paniere dei collateral standard sia per quello ampliato. Il tasso medio dei pronti contro termine overnight si è attestato a -0,441 per cento per il paniere dei collateral standard, mentre per il paniere dei collateral ampliato si è attestato a -0,394 per cento.

**A giugno 2018, il calo di fine trimestre dei tassi dei pronti contro termine per il paniere dei collateral dai principali paesi dell'area dell'euro è stato significativamente più moderato rispetto al calo verificatosi alla fine del secondo trimestre del 2017 ed è stato generalmente percepito come trascurabile.**

Ad esempio, alla fine di giugno 2017 i tassi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC per le garanzie collateral francesi sono scesi di 29 punti base fino a -0,75 per cento e i tassi dei pronti contro termine per quelle tedesche di 41 punti base, fino a -0,90 per cento. Alla fine di giugno 2018, gli stessi tassi dei pronti contro termine sono diminuiti rispettivamente di soli 2 e 5 punti base, fino a -0,48 e -0,53 per cento. Ciò indica che gli operatori di mercato hanno adottato delle prassi di gestione dei collateral più efficienti. Per di più, tale andamento suggerisce anche che il prestito di titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico dell'Eurosistema ha continuato a favorire l'ordinato funzionamento dei mercati di pronti contro termine.

---

<sup>2</sup> Il mercato GC pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collateral.

a cura di Nikola Bokan, Maarten Dossche e Luca Rossi

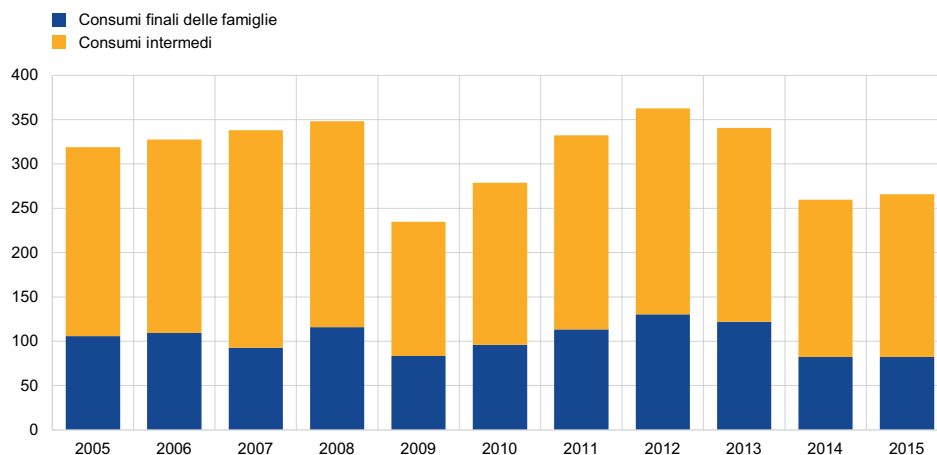
### Il prezzo del petrolio influisce sui consumi privati attraverso canali diretti e indiretti.

L'aumento dei corsi petroliferi ha un effetto diretto sul potere d'acquisto delle famiglie per via dei più elevati costi dei prodotti energetici derivati dal petrolio (come benzina e combustibili per riscaldamento). Nell'area dell'euro, circa un terzo dell'utilizzo complessivo di petrolio nell'economia è riconducibile al consumo finale, ossia all'uso di questi prodotti da parte dei consumatori (grafico A). I restanti due terzi sono rappresentati dal petrolio utilizzato nella produzione di beni non energetici. Un rialzo dei corsi petroliferi implica un aumento dei costi di produzione in tali settori. Se tali costi non possono essere trasmessi al prezzo finale dei beni in questione, si verifica un impatto indiretto sul potere d'acquisto delle famiglie, poiché retribuzioni o utili percepiti in tali settori saranno minori<sup>1</sup>. Inoltre, nelle economie avanzate produttrici di petrolio (come il Canada, la Norvegia, il Regno Unito e gli Stati Uniti) gli effetti indiretti che hanno origine nel settore della produzione petrolifera e si manifestano attraverso retribuzioni e profitti sono ancora più significativi.

### Grafico A

#### Utilizzo del petrolio nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al coke e ai prodotti raffinati e si basano sui prezzi all'origine e correnti.

### Le ragioni di scambio sono strettamente correlate alle oscillazioni dei corsi petroliferi.

Le variazioni dei prezzi relativi di esportazioni e importazioni, o ragioni di scambio, hanno generalmente un impatto sui consumi privati. Le ragioni di scambio possono essere intese come la quantità di beni importati che un'economia è in grado di acquistare per unità di beni esportati. Il grafico B mostra come, nell'area

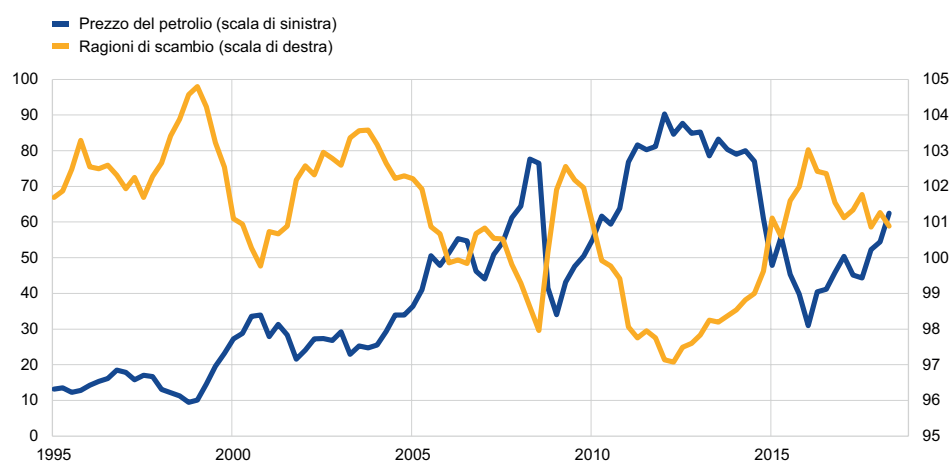
<sup>1</sup> Nella misura in cui i produttori di beni non energetici adeguano i loro prezzi alle variazioni dei corsi petroliferi, il potere di acquisto delle famiglie subisce un impatto diretto, come avviene per il consumo di prodotti energetici derivati dal petrolio.

dell'euro, le ragioni di scambio siano strettamente correlate ai corsi petroliferi<sup>2</sup>. Quando il prezzo del petrolio aumenta, si verifica un peggioramento delle ragioni di scambio e il potere di acquisto delle famiglie si riduce. La forte correlazione tra i corsi petroliferi e le ragioni di scambio è generalizzata a livello mondiale<sup>3</sup> ed è solitamente negativa per gli importatori netti di petrolio e positiva per gli esportatori netti. Si tratta di una relazione che può variare nel tempo in funzione di variazioni nell'intensità di consumo del petrolio e nella produzione di beni non energetici o di cambiamenti nella produzione petrolifera. Il rapporto tra prezzo del petrolio e consumi è, pertanto, intrinsecamente instabile.

## Grafico B

### Prezzo del petrolio e ragioni di scambio

(euro al barile; 2010 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ragioni di scambio sono calcolate come il rapporto tra il deflatore delle esportazioni e quello delle importazioni.

### L'impatto delle variazioni del prezzo del petrolio sul reddito disponibile reale può essere approssimato dal differenziale tra i deflatori del PIL e dei consumi.

Il grafico C presenta una scomposizione del reddito disponibile reale delle famiglie, ovvero del reddito delle famiglie al netto di imposte e sussidi, corretto per le variazioni di prezzo, e utilizza il differenziale tra i deflatori del PIL e dei consumi per catturare l'impatto delle variazioni delle ragioni di scambio collegate al petrolio; per l'area dell'euro, la correlazione tra i corsi petroliferi e tale differenziale è negativa. Questa misura ha un buon fondamento teorico e riflette i canali sia diretti che indiretti attraverso i quali il prezzo del petrolio influenza il reddito disponibile reale delle famiglie<sup>4</sup>. Sebbene i canali mediante cui i corsi petroliferi intervengono sull'economia varino, tale approccio evidenzia comunque una stabilità della relazione tra le

<sup>2</sup> In linea di principio, le ragioni di scambio possono essere influenzate anche da altri fattori (quali il tasso di cambio nominale e i prezzi di beni e servizi diversi dal petrolio). Sul piano empirico, tuttavia, la maggior parte delle variazioni delle ragioni di scambio nell'area dell'euro è giustificata dal prezzo del petrolio.

<sup>3</sup> Cfr. Backus, D. e Crucini, M., "Oil prices and the terms of trade", *Journal of International Economics*, vol. 50, n. 1, pagg. 185-213.

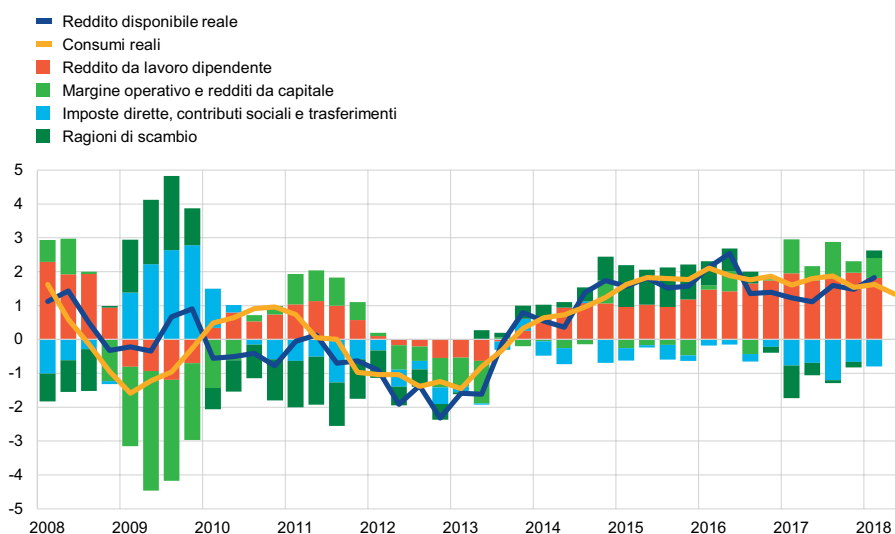
<sup>4</sup> Cfr. Blanchard, O. e Galí, J., "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?", in Galí, J. e Gertler, M. (a cura di), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, pagg. 373-421.

variazioni del potere di acquisto riconducibili all'andamento dei prezzi del petrolio e i consumi privati. Questo aspetto è rilevante in presenza di variazioni dell'intensità di utilizzo del petrolio nei consumi e di innovazioni nella produzione petrolifera e di beni non energetici, ad esempio in seguito a un aumento dell'efficienza energetica o all'introduzione di nuove tecnologie per la produzione di petrolio da scisti<sup>5</sup>.

### Grafico C

#### Reddito disponibile delle famiglie e consumi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

#### I recenti incrementi dei corsi petroliferi non dovrebbero ostacolare

**l'espansione dei consumi privati.** Sebbene il calo del prezzo del petrolio registrato nel 2014 e nel 2015 abbia indubbiamente sostenuto l'espansione dei consumi privati, la crescita complessiva del reddito disponibile reale a partire dal 2013 è stata ampiamente trainata dai redditi da lavoro (grafico C). Tra la metà del 2017 e la metà del 2018 i corsi petroliferi sono aumentati da circa 50 a circa 75 dollari al barile. Rimanendo al livello attuale, è inverosimile che l'aumento incida significativamente sulla crescita del reddito disponibile reale e dei consumi privati. Per di più, il prezzo del petrolio è ancora ben al di sotto dei livelli osservati tra il 2011 e il 2014. Con il continuo miglioramento dei mercati del lavoro, ci si attende che la crescita dei consumi privati rimanga solida<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Cfr. Fosco, M. e Klitgaard, T., "Recycling Oil Revenue", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14 maggio 2018.

<sup>6</sup> Cfr. l'articolo intitolato *Consumi privati e relative determinanti nell'espansione economica attuale*, nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

## L'impatto in termini di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario: la situazione a dieci anni dalla crisi finanziaria

a cura di João Domingues Semeano e Marien Ferdinandusse

**Il presente riquadro approfondisce il tema dell'impatto di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario attuati nei dieci anni intercorsi dallo scoppio della crisi.** Alla soglia del quinto anno consecutivo di crescita per l'economia dell'area dell'euro il momento sembra propizio per fare il punto dei costi di bilancio generati dalla crisi e valutare la misura in cui la ripresa ha aiutato ad assorbirli. L'analisi si concentra sull'impatto di tali interventi su disavanzo e debito, nonché sulle garanzie statali concesse alle banche e ad altre istituzioni finanziarie<sup>1</sup>. Dall'inizio della crisi sono stati fatti passi avanti in direzione del miglioramento della vigilanza sul settore finanziario, la risoluzione ordinata delle istituzioni finanziarie in dissesto, la sostenibilità delle finanze pubbliche e la resilienza degli enti sovrani, ad esempio attraverso la creazione di organismi come il Meccanismo di vigilanza unico, il Meccanismo di risoluzione unico e il Comitato europeo per le finanze pubbliche.

**Gli interventi a sostegno del settore finanziario possono incidere su disavanzo e debito in maniera diversa.** A meno che non siano finanziati con riserve di liquidità, gli interventi a sostegno del settore finanziario comportano un aumento del debito lordo delle amministrazioni pubbliche. Un eventuale impatto anche sul saldo di bilancio dipenderà dal fatto che l'operazione presenti o meno una perdita manifesta per l'amministrazione<sup>2</sup>. In quest'ultimo caso, gli interventi vengono classificati a fini statistici come trasferimenti in conto capitale e hanno un impatto sul saldo di bilancio e sul rapporto fra debito e PIL. Esempi tipici di questa fattispecie sono gli acquisti di attività finanziarie al di sopra del prezzo di mercato e le iniezioni di liquidità volte a ripianare le perdite subite dalle banche. Tuttavia, se l'amministrazione pubblica riceve azioni bancarie o titoli di debito che sono considerati dello stesso valore dell'iniezione di capitale erogata, l'intervento di sostegno viene classificato come un'operazione finanziaria che incide esclusivamente sul debito pubblico lordo. Anche la riclassificazione statistica per cui dei soggetti passano dal settore finanziario a quello delle amministrazioni pubbliche (in particolare nel caso di nazionalizzazioni di banche) fa aumentare il debito pubblico, ma non il disavanzo di bilancio.

<sup>1</sup> L'impatto di quelle correlazioni negative tra stabilità del settore finanziario e condizioni di finanziamento degli Stati che dal 2010 in poi hanno contribuito al verificarsi di crisi del debito sovrano in diversi paesi dell'area dell'euro esula dall'ambito di indagine del presente riquadro. Per una descrizione dei canali e dei rischi degli effetti di retroazione negativi fra gli andamenti di bilancio e gli andamenti finanziari, cfr. *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro*, nel numero di luglio 2009 del Bollettino mensile della BCE e *Interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio all'interno di un'unione monetaria*, nel numero di luglio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

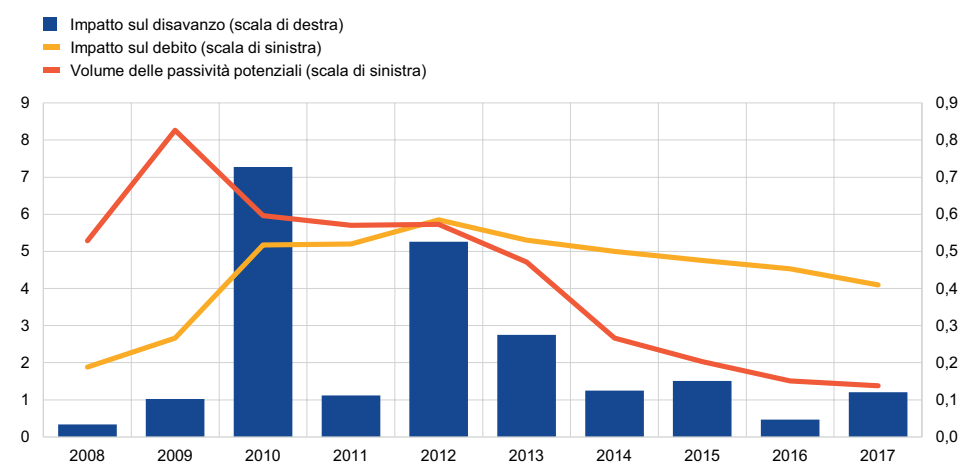
<sup>2</sup> Per informazioni più dettagliate sulla classificazione statistica degli interventi a sostegno del settore finanziario, cfr. *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi*, nel numero 6/2015 di questo Bollettino, e Maurer, H. e Grussenmeyer, P., "Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact", *Statistics Paper Series*, n. 7, BCE, 2015.

**L'impatto di bilancio del sostegno al settore finanziario fornito dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro a seguito della crisi finanziaria del 2008 è stato ampio e molto differenziato nei vari paesi. Ad oggi, i suoi effetti sono stati riassorbiti solo parzialmente (cfr. grafico A).** Durante e dopo la crisi finanziaria internazionale, scoppiata con il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, la maggior parte dei governi dell'area dell'euro ha fornito sostegno a singole istituzioni finanziarie allo scopo di preservare la stabilità finanziaria<sup>3</sup>. In termini di dimensioni e tempistica, il sostegno fornito è stato molto diverso fra i vari paesi (cfr. grafico B e C)<sup>4</sup>.

### Grafico A

Impatto sul disavanzo e sul debito dell'area dell'euro degli interventi a sostegno del settore finanziario e volume delle passività potenziali

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Nota: i numeri di segno positivo indicano un aumento del disavanzo. L'impatto sul deficit è al netto dei redditi generati dalle misure di sostegno finanziario, quali ad esempio dividendi ricevuti a fronte di partecipazioni azionarie in istituzioni finanziarie o commissioni incassate per le garanzie statali.

**A livello di area dell'euro, gli interventi a sostegno del settore finanziario hanno avuto un impatto considerevole sul disavanzo di bilancio aggregato, pari allo 0,7 per cento del PIL nel 2010, allo 0,5 per cento del PIL nel 2012 e allo 0,3 per cento del PIL nel 2013 (cfr. grafico A).** Gli interventi a sostegno del settore finanziario hanno comportato un aumento tangibile del disavanzo nel 2008 in un solo paese, la Germania. Questo valore è arrivato a sei nel 2009 e ha raggiunto il suo punto massimo, pari a nove, nel 2012 (cfr. grafico B). Sebbene in calo fino a tempi recenti, l'impatto sul disavanzo dell'area dell'euro non è mai stato nullo negli ultimi dieci anni e nel 2017 si è di nuovo registrato un aumento per via dei trasferimenti in conto capitale che hanno riguardato Italia, Portogallo e Cipro. Esaminata su un arco

<sup>3</sup> Per una descrizione della crisi finanziaria e degli interventi di bilancio e finanziari, cfr. Riet, A. (a cura di), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, 2010, e Stolz, S. e Wedow, M., "Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", *Occasional Paper Series*, n. 117, BCE, 2010.

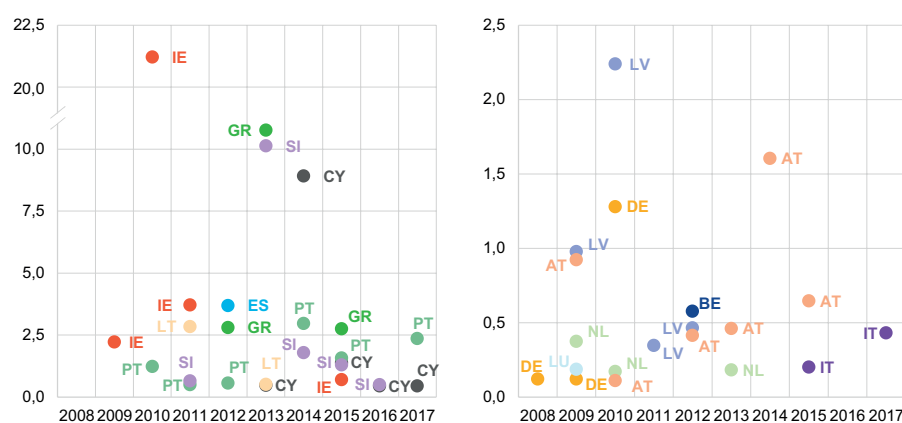
<sup>4</sup> Solamente quattro paesi (Estonia, Malta, Slovacchia e Finlandia, che insieme rappresentano il 3 per cento del PIL dell'area dell'euro) non hanno adottato alcuna misura che si sia riverberata sul disavanzo o sul debito.

di vari anni, la portata di questo impatto è stata in molti casi pari (o talvolta anche di molto superiore) all'effetto di misure adottate in normali cicli di bilancio. Tra il 2008 e il 2017 in otto paesi si è registrato un impatto cumulato superiore alla media dell'area dell'euro, che va da un aumento del disavanzo di bilancio pari a più di 4 punti percentuali del PIL in Spagna, Austria e Lettonia a un valore superiore a 27 punti percentuali in Irlanda (cfr. grafico B).

### Grafico B

#### Impatto netto degli interventi a sostegno del settore finanziario sul disavanzo pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: il grafico non include paesi in cui non sono stati adottati interventi di sostegno aventi un impatto sul disavanzo (Estonia, Malta, Slovacchia e Finlandia) o dove gli interventi attuati hanno avuto un impatto solo marginale (0,1 del PIL in Francia nel 2012). I numeri di segno positivo indicano un aumento del disavanzo. L'impatto sul deficit è al netto dei redditi generati dalle misure di sostegno finanziario, quali ad esempio dividendi ricevuti a fronte di partecipazioni azionarie in istituzioni finanziarie o commissioni incassate per le garanzie statali. Per esigenze di leggibilità, i paesi sono suddivisi in due gruppi affinché in ciascun riquadro sia illustrato il medesimo numero di casi: il riquadro di sinistra esclude le osservazioni che hanno un impatto sul disavanzo inferiore allo 0,4 per cento del PIL, mentre il riquadro di destra esclude quelle con un impatto sul disavanzo inferiore allo 0,1 per cento del PIL.

#### L'impatto sul rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro, che nel 2012 raggiunse il suo livello più elevato attestandosi a quasi il 5,9 per cento, nel 2017 corrispondeva al 4,1 per cento.

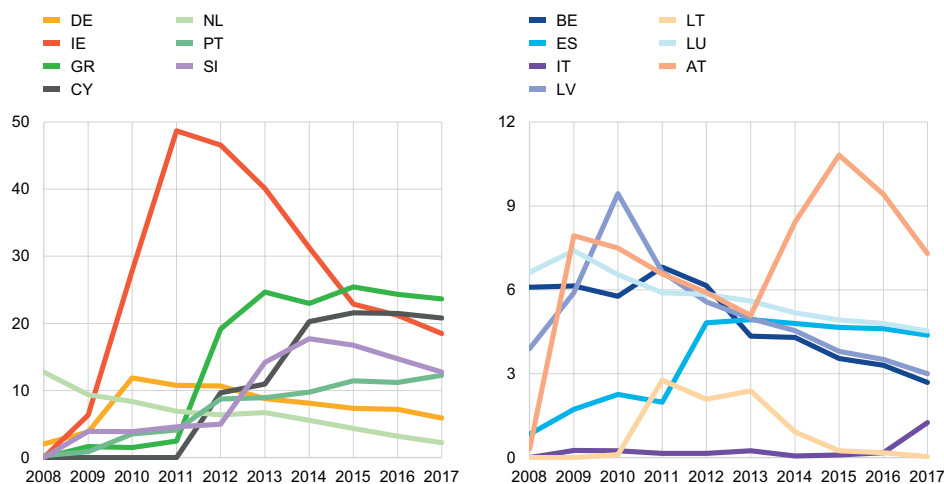
L'impatto massivo degli interventi di sostegno sul rapporto debito pubblico/PIL è stato pari o superiore al 10 per cento in otto paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico C) ovvero la Germania, i Paesi Bassi, l'Austria, la Slovenia e i quattro paesi dell'area dell'euro che sono stati sottoposti a un programma di aggiustamento dell'UE/FMI (Irlanda, Grecia, Cipro e Portogallo). Il profilo temporale dell'impatto degli interventi di sostegno sul debito pubblico lordo varia notevolmente. Grazie al reddito generato dagli interventi di sostegno, quali ad esempio dividendi percepiti a fronte di partecipazioni azionarie in istituzioni finanziarie o commissioni incassate per le garanzie statali, o ancora la vendita di attività finanziarie, nella maggior parte dei paesi e nell'area dell'euro nel suo complesso tale impatto ha lentamente iniziato a subire una parziale inversione di tendenza. Nel confronto fra nazioni, un paese che ha assorbito con particolare vigore gli effetti del sostegno fornito è l'Irlanda, in cui alla fine del 2017 l'impatto degli interventi di sostegno sul rapporto debito pubblico/PIL era sceso di 30 punti percentuali rispetto al momento di picco, ma anche i Paesi Bassi (impatto sceso di dieci punti percentuali rispetto al picco), la Lettonia e la Germania (sei punti

percentuali in meno rispetto al picco). Per contro in Italia, a Cipro e in Portogallo nel 2017 gli interventi di sostegno hanno fatto aumentare il debito.

### Grafico C

#### Impatto degli interventi a sostegno del settore finanziario sul debito pubblico lordo

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Nota: il grafico non include paesi in cui non sono stati adottati interventi di sostegno aventi un impatto sul debito lordo (Estonia, Malta, Slovacchia e Finlandia) o dove gli interventi attuati hanno avuto un impatto solo marginale (0,6 per cento del PIL nel 2008 e 0,1 del PIL nel 2012 in Francia).

#### Le passività potenziali dell'area dell'euro sono passate da più dell'8 per cento del PIL nel 2009 all'1,4 per cento nel 2017.

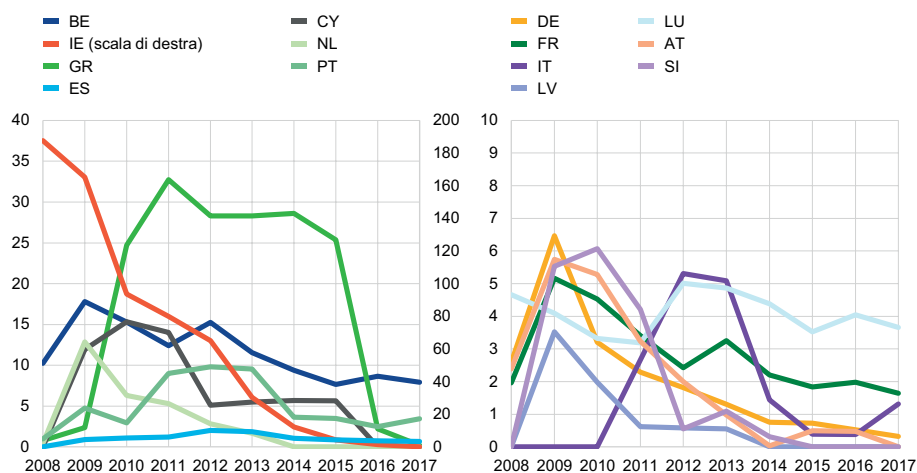
Nella maggior parte dei casi, sono venute meno le garanzie esplicite che molti governi dei paesi dell'area dell'euro hanno fornito a singole istituzioni al culmine della crisi finanziaria (o, in alcuni casi, il finanziamento di veicoli di gestione delle attività) (cfr. grafico D). Questo rappresenta uno sviluppo perlopiù positivo, in quanto un ritorno alla stabilità finanziaria indicava che non c'era più bisogno di rinnovare le garanzie prossime alla scadenza. Tuttavia, alcune garanzie sono state escusse e le istituzioni che ne hanno beneficiato sono state riclassificate all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche. Alla riduzione della garanzia così generata corrisponde un aumento equivalente del debito e/o del disavanzo. Ad esempio, è stato escusso un quinto delle garanzie fornite nel contesto della parziale privatizzazione della banca portoghese Novo Banco nell'ottobre del 2017, corrispondente al 2 per cento del PIL, e ciò si è tradotto in un aumento del disavanzo relativo al 2018 pari a 0,4 punti percentuali del PIL. Nel 2017 sei paesi dell'area dell'euro, fra cui la Francia, l'Italia e la Spagna, avevano ancora passività potenziali in essere per un importo superiore all'1 per cento del PIL. Inoltre, nel luglio del 2018 Cipro ha fornito garanzie per un piano di protezione degli attivi (Asset Protection Scheme, APS) nel contesto della vendita della Cyprus Cooperative Bank (CCB). L'APS va a copertura di eventuali perdite inattese su

attività rilevate dall'acquirente di CCB, per un ammontare pari a circa il 13 per cento del PIL<sup>5</sup>.

## Grafico D

### Volume delle passività potenziali

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: il grafico non include paesi in cui non si registrano passività potenziali associate al sostegno al settore finanziario (Estonia, Malta, Slovacchia e Lituania) o dove tali passività sono minime (0,1 per cento del PIL in Finlandia nel 2008). Le passività potenziali corrispondono alle garanzie statali fornite al settore bancario. Le garanzie statali in essere non includono le garanzie che coprono i depositi al dettaglio (fa eccezione l'Irlanda nel periodo fra il 30 settembre del 2008 e il 29 settembre del 2010) o le garanzie statali per la fornitura di liquidità di emergenza.

**L'impatto in termini di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario, che si è dimostrato ampio, consistente e di lunga durata, sottolinea l'importanza di un ulteriore rafforzamento del quadro istituzionale dell'area dell'euro.** Come evidenziato a esito del Vertice euro del 29 giugno 2018, c'è ancora della strada da fare verso il completamento dell'unione bancaria e il rafforzamento del Meccanismo europeo di stabilità. Andranno intraprese ulteriori iniziative nell'ambito di tale programma di riforme e andrà garantito un impegno continuo per preservare la sostenibilità dei conti pubblici, nell'ottica di scongiurare nuove crisi finanziarie e attenuare l'impatto sui bilanci che da esse scaturisce.

<sup>5</sup> Tali garanzie si aggiungono al sostegno statale fornito tramite collocamenti obbligazionari e iniezioni di liquidità, di un importo pari a circa il 18 per cento del PIL, la cui classificazione statistica deve ancora essere definita.

# Articoli

## 1 Il ciclo finanziario mondiale: implicazioni per l'economia internazionale e per l'area dell'euro

a cura di Maurizio Michael Habib e Fabrizio Venditti

*Di fronte al progressivo aumento dell'integrazione fra mercati finanziari in atto da alcuni decenni su scala mondiale gli esperti si domandano fino a che punto i responsabili delle politiche possano isolare le condizioni finanziarie nazionali dai fattori esterni. Il presente articolo esamina i termini di questa discussione fornendo nuove evidenze sul comovimento di flussi di capitale e quotazioni azionarie ricavate da un campione di 50 economie avanzate ed emergenti. L'articolo si concentra in particolare sull'importanza, in termini relativi, dei rischi a livello internazionale e della politica monetaria statunitense per il ciclo finanziario mondiale, illustrando anche le implicazioni che attengono al regime del tasso di cambio. I flussi di capitale e i rendimenti azionari sono determinati in misura considerevole dall'avversione al rischio su scala mondiale, il cui impatto risulta amplificato dal grado di apertura del conto capitale, ma non necessariamente dal regime del tasso di cambio, il quale influisce solo sui prezzi delle attività e non sui flussi di capitale. In termini quantitativi, la politica monetaria statunitense e il tasso di cambio del dollaro sembrano avere un'incidenza sporadica. Nel corso della crisi, in particolare, la correlazione osservata fra i tassi di interesse statunitensi e i flussi di capitale è stata positiva, e non negativa come suggerito dalla teoria, confermando la necessità di ulteriori analisi empiriche sul ruolo della politica monetaria degli Stati Uniti quale determinante del ciclo finanziario mondiale. Nell'articolo, inoltre, si osserva che generalmente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le tensioni sui mercati finanziari sono state sincronizzate, a differenza delle condizioni finanziarie che hanno spesso mostrato andamenti divergenti. Si conferma che, nel complesso, l'efficacia della politica monetaria della BCE non è stata inficiata dal ciclo finanziario mondiale.*

### 1 Introduzione

**Negli ultimi decenni i mercati finanziari sono diventati sempre più integrati a livello internazionale.** Su scala mondiale, la consistenza delle passività lorde sull'estero, in rapporto al PIL interno, è passata da meno del 50 per cento all'inizio degli anni '90 a circa il 200 per cento al momento dello scoppio della crisi finanziaria, nel 2007<sup>1</sup>. Sebbene la crescita delle passività transfrontaliere abbia subito una

<sup>1</sup> L'indice è calcolato facendo il rapporto, per i paesi i cui dati sono disponibili, fra la somma delle passività e la somma dei PIL, entrambi espressi in dollari statunitensi in termini nominali.

battuta d'arresto in concomitanza con la crisi, dal punto di vista finanziario adesso il mondo è molto più integrato rispetto a 30 anni fa<sup>2</sup>.

**Secondo la letteratura, la crescente integrazione finanziaria ha fatto emergere un “ciclo finanziario mondiale”, fortemente influenzato dalla politica monetaria degli Stati Uniti.** Se da un lato si ritiene che l'integrazione finanziaria promuova una condivisione dei rischi a livello internazionale, d'altro canto gli esperti si sono chiesti se tale integrazione non potesse, nel contempo, dar vita a una trasmissione più rapida e uniforme degli shock verso numerose economie, portando così al manifestarsi di un ciclo finanziario mondiale. Rey (2015) fornisce una possibile definizione operativa di questo concetto: “i cicli finanziari mondiali si associano a impennate e inversioni dei flussi di capitali, a fasi di espansione e di contrazione dei prezzi delle attività, e a crisi” e sono “caratterizzati da ampie e condivise oscillazioni dei prezzi delle attività, dei flussi lordi e della leva finanziaria”. Le variazioni nelle condizioni della politica monetaria nell'economia di riferimento, cioè quella statunitense, e nel grado di avversione al rischio a livello internazionale, come ad esempio durante la crisi finanziaria, avrebbero un ruolo cruciale e determinerebbero il ciclo finanziario mondiale, dando luogo a oscillazioni nei flussi di capitale e nei prezzi delle attività in varie parti del mondo<sup>3</sup>.

**Tale ciclo finanziario, laddove esistente, limiterebbe i possibili benefici dell'integrazione finanziaria.** Un più marcato comovimento dei prezzi delle attività a livello internazionale ridurrebbe la capacità degli agenti economici di contrastare gli shock idiosincratici (vale a dire shock specifici del paese, quale ad esempio una recessione a livello nazionale) diversificando attraverso l'acquisizione di attività estere<sup>4</sup>.

**L'esistenza di un ciclo finanziario mondiale influenzerebbe anche i responsabili delle politiche e le scelte in materia di regime di tasso di cambio.** Secondo il “trilemma” della politica monetaria, se il conto capitale è aperto è impossibile condurre una politica monetaria indipendente, definendo il tasso ufficiale di riferimento in autonomia rispetto a quello dell'economia principale (ad esempio quella degli Stati Uniti), e perseguire allo stesso tempo un obiettivo di tasso di cambio. Nel caso di specie (*ipotesi del trilemma*), la scelta del regime di cambio è rilevante, in quanto un regime di cambio flessibile consentirebbe una conduzione indipendente della politica monetaria. Un ciclo finanziario mondiale trasformerebbe questo trilemma in un dilemma, lasciando ai responsabili delle politiche solo due alternative:

<sup>2</sup> Cfr. Lane, P. R. e Milesi-Ferretti, G., “[International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis](#)”, *IMF Working Paper* n. 17/115, maggio 2017.

<sup>3</sup> Rey, H., “[Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence](#)”, *NBER Working Paper*, n. 21162, maggio 2015, pag. 2. L'evidenza a sostegno dell'esistenza, nonché della significatività in termini economici, di un ciclo finanziario mondiale sono stati messi in discussione da uno studio condotto di recente da Cerutti, E., Claessens, S. e Rose, A. K., “[How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows](#)”, *IMF Working Paper* n. 17/193, settembre 2017.

<sup>4</sup> La condivisione dei rischi, ovvero la capacità degli agenti di proteggere i propri flussi di consumo dagli shock idiosincratici, può essere realizzata tramite il “canale del capitale” (ad esempio tramite i redditi da attività finanziarie detenute all'estero), il “canale di bilancio” (ad esempio tramite i trasferimenti transnazionali tra pubbliche amministrazioni) e il “canale del credito” (prestiti all'estero contratti da privati o pubbliche amministrazioni, sia sui mercati del credito sia tramite meccanismi di garanzia sovranazionali come il Meccanismo europeo di stabilità). Nell'area dell'euro la condivisione dei rischi passa principalmente per il canale del capitale. Per un approfondimento, cfr. l'articolo [Condivisione dei rischi nell'area dell'euro](#) nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

a) tenere chiuso il conto capitale, mantenendo così il controllo sulle condizioni finanziarie nazionali, o b) aprire il conto capitale, perdendo il controllo sulle stesse. A fronte di un conto capitale aperto, un ciclo mondiale “detterebbe il passo” delle condizioni finanziarie nazionali (vale a dire i tassi di interesse effettivamente applicati ai prenditori finali, quali società non finanziarie e famiglie) a prescindere dalla capacità della banca centrale nazionale di definire il tasso ufficiale di riferimento in maniera autonoma e a prescindere dal regime di cambio vigente. In questo secondo caso (*ipotesi del dilemma*) il regime di cambio adottato è virtualmente irrilevante.

**Il presente articolo fornisce una descrizione generale del dibattito sul ciclo finanziario mondiale e apre una nuova prospettiva sulle evidenze che ne fanno ipotizzare l'esistenza.** L'articolo si concentra in particolare sull'importanza rivestita in termini relativi dai rischi a livello internazionale e dalla politica monetaria statunitense per il ciclo finanziario mondiale, illustrando inoltre le ripercussioni di tale ciclo sulle decisioni relative al regime del tasso di cambio che i responsabili delle politiche sono chiamati a prendere. L'analisi empirica si basa su una serie di informazioni sui flussi di capitale ricavate dalla base dati sulle statistiche di bilancia dei pagamenti del Fondo monetario internazionale. In particolare, vengono esaminati i dati sugli afflussi lordi di capitale relativi a quattro categorie principali: investimenti diretti, titoli azionari di portafoglio, titoli di debito di portafoglio e altri tipi di investimenti (prestiti bancari, depositi e crediti commerciali). La serie di dati include anche prezzi di attività rischiose (rendimenti azionari estratti da Global Financial Data) relativi a un campione di 50 economie, su base trimestrale a partire dal 1990<sup>5</sup>. L'articolo esamina la relazione fra queste variabili e quelle che sono state riconosciute in letteratura come determinanti principali del ciclo finanziario mondiale: avversione al rischio su scala mondiale e politica monetaria statunitense. Infine, vengono esaminate le implicazioni per l'economia mondiale e per l'area dell'euro.

## 2 Esiste un ciclo finanziario mondiale? Un esame aggiornato dei dati

**Per affermare che esiste un ciclo finanziario mondiale si devono considerare validi due assunti: il primo riguarda il comovimento dei flussi di capitale e dei prezzi delle attività, mentre il secondo riguarda i fattori che determinano tale comovimento.** In primo luogo, gli afflussi lordi di capitale, la leva nel sistema bancario, il credito e i prezzi delle attività rischiose hanno mostrato un andamento

---

<sup>5</sup> Il campione include Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Brasile, Bulgaria, Canada, Cile, Cina, Colombia, Costa Rica, Croazia, Danimarca, Estonia, Federazione russa, Filippine, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, India, Indonesia, Israele, Italia, Lettonia, Lituania, Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Pakistan, Perù, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Repubblica di Corea, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Thailandia, Turchia, Ungheria e Uruguay. Analogamente ad altre ricerche, l'analisi si concentra sugli “afflussi lordi” (cioè vendite e acquisti netti di attività nazionali da parte di residenti esteri), cruciali per una valutazione della stabilità finanziaria e delle condizioni del credito a livello mondiale. I “flussi netti”, che sostanzialmente rispecchiano i saldi di conto corrente, sono maggiormente rilevanti ai fini di una valutazione della sostenibilità della posizione patrimoniale netta verso l'estero. Essendo difficile avere a disposizione altre misure (ad esempio quotazioni delle obbligazioni societarie o tassi ipotecari), per quanto riguarda i prezzi delle attività rischiose ci si concentra sui rendimenti azionari, esaminando un ampio campione di paesi che include le economie emergenti sin dagli anni '90.

comune negli ultimi trent'anni<sup>6</sup>. In secondo luogo, questo andamento comune è inversamente correlato alle misure dell'avversione al rischio su scala mondiale ed è sospinto dalla politica monetaria degli Stati Uniti. L'obiettivo di questa sezione è procedere a un nuovo esame dell'evidenza che va a sostegno del primo assunto, ovvero il comovimento dei flussi di capitale e dei prezzi delle attività, mentre la sezione successiva esaminerà i riscontri riguardanti le determinanti di tale comovimento.

## 2.1 Il comovimento dei flussi di capitale e dei prezzi delle attività

**I flussi di capitale e, in particolare, i prezzi delle attività presentano, in una certa misura, un andamento condiviso da vari paesi.** Nella tavola 1 sono riportate le correlazioni bilaterali medie nelle 50 economie che formano il campione completo, nonché il dato di dettaglio sulle economie avanzate e su quelle emergenti. Per ogni tipologia di flusso di capitale o prezzo delle attività sono calcolate le correlazioni bilaterali per ogni coppia di paesi, sul periodo 1990-2017; viene poi calcolata la media, che rappresenta una misura semplice e intuitiva del comovimento. Tutte le correlazioni illustrate nella tavola 1 sono positive, e ciò conferma l'esistenza di un andamento che accomuna i flussi di capitale e i prezzi delle attività.

### Tavola 1

#### Correlazione fra flussi di capitale e prezzi delle attività a partire dagli anni '90

Medie (non ponderate) delle correlazioni bilaterali per paese fra i flussi di capitale e i prezzi delle attività: 1990-2017

(valori percentuali, dati trimestrali)

	Flussi di capitale				Prezzi delle attività
	Investimenti diretti esteri	Titoli azionari di portafoglio	Titoli di debito di portafoglio	Altri investimenti	Rendimenti azionari
<b>Campione intero</b>	9,5	6,1	5,9	10,2	40,3
<b>Economie avanzate</b>	8,0	5,7	10,4	17,7	54,5
<b>Economie emergenti</b>	11,1	6,5	7,0	10,1	35,5

Fonti: statistiche di bilancia dei pagamenti dell'FMI, Global Financial Data ed elaborazioni della BCE.

**L'integrazione finanziaria porta a un'intensificazione del comovimento dei prezzi delle attività rispetto ai flussi di capitale.** La tavola 1 mostra che il grado di correlazione tra i prezzi delle attività è maggiore rispetto a quello dei flussi di capitale. In un contesto di integrazione finanziaria, l'arbitraggio internazionale esercita una pressione notevole verso l'allineamento dei premi per il finanziamento

<sup>6</sup> Cfr. Passari, E. e Rey, H., "Financial Flows and the International Monetary System", *Economic Journal*, vol. 125, n. 584, maggio 2015, pagg. 675-698. Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A. M. e Ward, F. dimostrano inoltre che la sincronia fra paesi di credito, prezzi delle abitazioni e quotazioni azionarie è aumentata in misura maggiore rispetto all'integrazione raggiunta negli ultimi 150 anni nel settore reale in un insieme definito di economie avanzate. Tuttavia, con riferimento agli ultimi trent'anni, è il comovimento dei mercati azionari che colpisce per via dei numeri particolarmente elevati ("Global Financial Cycles and Risk Premiums", *NBER Working Paper*, n. 24677, giugno 2018).

esterno<sup>7</sup>, anche in presenza di un'esposizione contenuta alle attività estere e di una significativa propensione all'acquisto di attività domestiche<sup>8</sup>.

**Il comovimento dei flussi di capitale fra i vari paesi è positivo, sebbene non particolarmente elevato.** Fra i vari tipi di flussi di capitale, i flussi cosiddetti "altri" (prestiti bancari e crediti commerciali) mostrano la correlazione più elevata (10 per cento), in particolare nel gruppo delle economie avanzate (17 per cento). Questa è l'espressione, in larga misura, di ciò che Bruno e Shin (2015) definiscono la trasmissione del "ciclo della leva bancaria" internazionale (ovvero la tendenza esistente dei sistemi bancari ad ampliare i bilanci nelle fasi di congiuntura favorevole) e dell'inversione dei flussi di capitale, in particolare i flussi bancari transfrontalieri sensibili al rischio, a seguito della crisi finanziaria mondiale<sup>9</sup>.

**Il comovimento dei flussi di capitale e dei prezzi delle attività rischiose si è accentuato nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale, raggiungendo il suo punto di massimo durante la crisi stessa<sup>10</sup>.** La tavola 2 mostra la media delle correlazioni bilaterali su base trimestrale in diversi periodi di tempo. In particolare, il periodo della crisi finanziaria mondiale (2007-2009) è stato isolato dal resto poiché, come è noto, l'alta volatilità tende a spostare verso l'alto le correlazioni stimate fra due serie, anche in assenza di variazioni nel rapporto strutturale sottostante che le lega<sup>11</sup>. Fatta eccezione per gli investimenti diretti esteri, la sincronia fra flussi di capitale e prezzi delle attività è più elevata nel periodo fra il 2000 e l'inizio della crisi finanziaria rispetto agli anni '90. Non sorprende che il grado di correlazione rilevato raggiunga il suo punto massimo durante la crisi finanziaria mondiale, tra il 2007 e il 2009, in concomitanza con il crollo dei flussi di capitale transfrontalieri e delle quotazioni del mercato azionario.

**Nell'ultimo periodo si è osservato un calo nel grado di sincronia di flussi di capitale e prezzi delle attività.** Tra il 2010 e il 2017, successivamente alla crisi finanziaria mondiale, la sincronia dei flussi di capitale e delle quotazioni azionarie si è affievolita, tornando a collocarsi in genere su un livello lievemente inferiore rispetto agli anni 2000, ma più elevato rispetto agli anni '90 (tavola 2, primo riquadro)<sup>12</sup>. Quando si differenzia tra economie avanzate ed economie emergenti il quadro rimane sostanzialmente lo stesso. In particolare, il calo del comovimento dei flussi di capitale successivo alla crisi finanziaria appare più marcato nelle economie emergenti che nelle economie avanzate (tavola 2, secondo e terzo riquadro).

<sup>7</sup> Differenza fra costo della raccolta esterna e costo opportunità dei fondi generati internamente.

<sup>8</sup> Dedola, L. e Lombardo, G., "Financial frictions, financial integration and the international propagation of shocks", *Economic Policy*, vol. 27, n. 70, aprile 2012, pagg. 319-359.

<sup>9</sup> Cfr. Bruno, V. e Shin, H. S., "Cross-Border Banking and Global Liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82, n. 2, 2015, pagg. 535-564. Per un'analisi dell'impatto eterogeneo della crisi finanziaria mondiale sui flussi di capitale transfrontalieri, cfr. Milesi-Ferretti, G.-M. e Tille, C., "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis", *Economic Policy*, vol. 26, n. 66, aprile 2011, pagg. 289-346.

<sup>10</sup> In ragione della limitata disponibilità di dati, non vengono esaminati i prezzi delle obbligazioni rischiose ma solamente le quotazioni azionarie.

<sup>11</sup> Per un approfondimento, cfr. Forbes, K., "Global economic tsunamis: Coincidence, common shocks or contagion?", discorso pronunciato all'Imperial College di Londra il 22 settembre 2016, disponibile sul sito Internet della Bank of England. Cfr. anche Forbes, K. e Rigobon, R., "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements", *Journal of Finance*, vol. 57(5), ottobre 2002, pagg. 2223-2261.

<sup>12</sup> Fanno eccezione gli investimenti diretti, che seguono un ciclo diverso dalle altre classi di attività.

## Tavola 2

### Correlazione fra flussi di capitale e prezzi delle attività per diversi sottocampioni

Medie delle correlazioni bilaterali per paese fra i flussi di capitale e i prezzi delle attività: sottocampioni

(valori percentuali, dati trimestrali)

	Flussi di capitale				Prezzi delle attività
	Investimenti diretti esteri	Titoli azionari di portafoglio	Titoli di debito di portafoglio	Altri investimenti	Rendimenti azionari
<b>Campione intero</b>					
1990-1999	12,3	5,6	4,8	3,1	26,6
2000-2006	6,7	6,0	6,4	7,2	38,0
2007-2009	18,4	12,5	14,8	23,4	78,2
2010-2017	0,3	5,7	5,3	5,2	34,5
<b>Economie avanzate</b>					
1990-1999	15,8	6,7	5,1	9,9	43,8
2000-2006	5,7	5,5	9,4	13,6	57,6
2007-2009	14,7	7,0	16,0	28,9	83,1
2010-2017	0,9	6,5	6,0	12,7	48,3
<b>Economie emergenti</b>					
1990-1999	9,6	7,3	7,1	6,5	22,9
2000-2006	8,5	6,1	4,9	9,9	27,3
2007-2009	20,6	15,9	16,4	20,9	72,8
2010-2017	0,5	6,7	4,9	2,6	27,5

Fonti: statistiche di bilancia dei pagamenti dell'FMI, Global Financial Data ed elaborazioni della BCE.

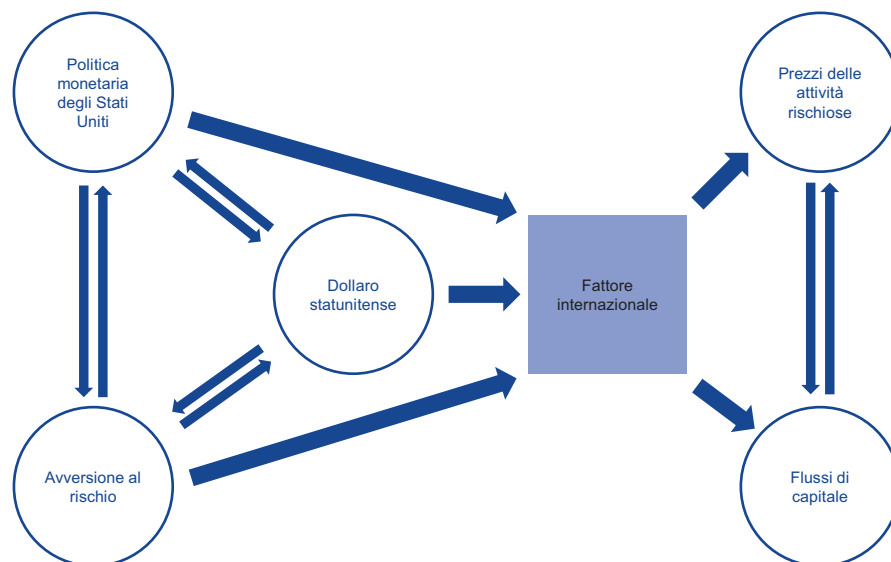
**Nel complesso, vi sono evidenze robuste in favore dell'esistenza di un ciclo comune nei prezzi delle attività rischiose e alcune evidenze della presenza di un andamento comune nei flussi di capitale su scala mondiale.** Il ciclo caratterizzato da forti ascese e cali repentini nel periodo antecedente la crisi finanziaria tende ad amplificare le evidenze che suggeriscono l'esistenza di un ciclo finanziario a livello mondiale. È importante rilevare che, nel periodo antecedente la crisi finanziaria, un ciclo di portata mondiale si osserva in modo particolare per i flussi bancari nelle economie avanzate.

### 3 Il ciclo finanziario mondiale: determinanti e canali di trasmissione

**La letteratura economica ha individuato due possibili determinanti principali del ciclo finanziario mondiale: la politica monetaria degli Stati Uniti e l'avversione al rischio su scala mondiale.** La figura 1 illustra in maniera stilizzata la complessità del meccanismo e dei canali di trasmissione del ciclo finanziario mondiale. Ad esempio, l'orientamento della politica monetaria degli Stati Uniti può riverberarsi sulla propensione al rischio a livello mondiale, ma il nesso di causalità può anche funzionare in senso inverso. Un inasprimento "inatteso" che coglie di sorpresa i mercati generalmente si associa a un incremento dell'avversione al rischio, a un calo del prezzo delle attività rischiose e a un ampliamento dei premi per il finanziamento esterno fuori dai confini statunitensi. Nel contempo, gli shock all'avversione al rischio (ad esempio quelli indotti dalla crisi finanziaria mondiale o da avvenimenti di grande rilevanza geopolitica come una guerra o un attacco terroristico) possono portare a cambiamenti nell'orientamento di politica monetaria volti a controbilanciare l'effetto negativo di tali shock sull'economia.

**Figura 1**

Canali di trasmissione del ciclo finanziario mondiale



Fonte: BCE.

**Un fattore internazionale alla base del comovimento dei prezzi delle attività rischiose è strettamente collegato all'avversione al rischio su scala mondiale, riconosciuta come una delle determinanti principali del ciclo finanziario mondiale.**

Come illustrato nella sezione precedente, nonché ampiamente documentato da una sempre più corposa serie di studi, i rendimenti sulle attività rischiose hanno in comune una componente che è all'origine di buona parte delle loro fluttuazioni. Secondo Miranda-Agrippino e Rey (2018), ad esempio, questo fattore a carattere internazionale spiegherebbe un quarto della varianza di un ampio gruppo di rendimenti rischiosi<sup>13</sup>. Tale fattore rifletterebbe la propensione al rischio degli investitori internazionali e sarebbe quindi negativamente correlato al grado di avversione al rischio rilevabile sul mercato.

**Una seconda determinante fondamentale del ciclo finanziario mondiale individuata in letteratura è la politica monetaria degli Stati Uniti, che muove i prezzi delle attività sia internamente che fuori dai confini nazionali.**

In ragione del ruolo cruciale rivestito dal dollaro statunitense sui mercati finanziari internazionali, gli effetti di propagazione della politica monetaria degli Stati Uniti sono stati studiati con grande attenzione in letteratura. Circa il 60 per cento dei titoli di debito internazionali emessi nel mondo e dei prestiti transfrontalieri erogati su scala mondiale è infatti denominato in dollari<sup>14</sup>. In questo contesto, particolare attenzione è stata riservata al ruolo delle cosiddette "banche globali" (intermediari di grandi dimensioni con un'estesa operatività transfrontaliera), che amplifica la portata internazionale della politica monetaria statunitense. La politica monetaria infatti, intervenendo sul valore delle attività iscritte nei bilanci delle banche globali,

<sup>13</sup> Miranda-Agrippino, S. e Rey, H., "US Monetary Policy and the Global Financial Cycle", *NBER Working Paper*, n. 21722, febbraio 2018.

<sup>14</sup> Cfr. *The international role of the euro*, BCE, giugno 2018.

influenza il grado di leva finanziaria delle stesse, così come la loro propensione ad assumere rischi. Ad esempio, una politica monetaria espansiva farebbe salire i prezzi delle attività e rafforzerebbe la posizione patrimoniale delle banche, inducendole a espandere ulteriormente i propri bilanci sia sul fronte interno che con prestiti internazionali. Nel contempo, i tassi di interesse più bassi comprimono i rendimenti delle attività sicure e spingono le banche a perseguire remunerazioni più elevate tramite l'assunzione di maggiori rischi<sup>15</sup>.

**In ragione del ruolo centrale che riveste sui mercati internazionali, il dollaro svolge anche la funzione di catalizzatore, in quanto rafforza i canali tramite i quali la politica monetaria statunitense si trasmette ai flussi transfrontalieri.**

Una politica monetaria restrittiva negli Stati Uniti, ad esempio, porterebbe con sé un incremento del valore del dollaro. A sua volta, l'apprezzamento del dollaro condurrebbe a un deterioramento dei bilanci e della percezione del rischio di credito da parte di debitori esteri titolari di passività denominate in dollari, generando un'ulteriore contrazione transnazionale su scala mondiale. Una politica monetaria espansiva avrebbe invece l'effetto opposto<sup>16</sup>.

### 3.1 L'avversione al rischio a livello internazionale e il ciclo finanziario mondiale

**La prima parte dell'analisi esamina il rapporto fra flussi di capitale e avversione al rischio a livello internazionale.** In letteratura è spesso usato l'indice VIX, una misura della volatilità implicita relativa al mercato azionario statunitense, come variabile proxy dell'avversione al rischio su scala mondiale<sup>17</sup>. Sono state proposte anche altre misure al fine di riuscire a catturare andamenti più "globali". Ad esempio, Miranda-Agrippino e Rey hanno riscontrato che la componente comune di un'ampia gamma di rendimenti su attività rischiose negoziate su tutti i principali mercati internazionali a) ha un andamento comune all'indice VIX e il differenziale Baa-Aaa statunitense e b) è fortemente correlata con le misure della volatilità implicita delle quotazioni azionarie europee (indici VStoxx e VFTSE). Questa analisi, perciò, invece di affidarsi unicamente al VIX, utilizza anche il Fattore globale dei mercati azionari (Global Stock Market Factor), costruito sulla base dei rendimenti azionari di 63 paesi (cfr. il riquadro 2 per i dettagli metodologici). Entrambi gli indicatori, sia il VIX sia il Fattore globale dei mercati azionari, dovrebbero cogliere le incertezze sul futuro, quantificate in base alla volatilità realizzata sui mercati, nonché il grado di

<sup>15</sup> Cfr. Bruno, V. e Shin, H. S., "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, 2015, pagg. 119-113; Cesa-Bianchi, A., Ferrero, A. e Rebucci, A., "International credit supply shocks", *Journal of International Economics*, vol. 112(C), 2018, pagg. 219-237, e Rey, H., "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma", *IMF Economic Review*, vol. 64, n. 1, 2016.

<sup>16</sup> Cfr. Bruno, V. e Shin, H. S. (2015), *ibid.*

<sup>17</sup> Cfr. ad esempio Habib, M. M. e Stracca, L. (2012) per un'applicazione alle valute ("Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency?", *Journal of International Economics*, vol. 87, n. 1, maggio 2012, pagg. 50-64). La scelta a favore dell'indice VIX può essere motivata da tre considerazioni. In primo luogo, la volatilità implicita è fortemente correlata fra paesi, al punto che anche le variabili specifiche per paese colgono in larga misura tendenze su scala mondiale. In secondo luogo, in virtù dell'importanza del dollaro, il mercato azionario statunitense riveste un ruolo centrale nei mercati finanziari internazionali. Da ultimo, il VIX copre un lasso temporale esteso.

avversione al rischio dei mercati stessi<sup>18</sup>. Rispetto all'indice VIX, il Fattore globale dei mercati azionari dovrebbe essere più efficace nel catturare gli andamenti di carattere internazionale.

**I flussi di capitale sono fortemente aumentati all'inizio del millennio, periodo in cui l'indice VIX e i fattori internazionali hanno registrato un calo, per poi crollare nel 2008-2009 in concomitanza con la crisi finanziaria mondiale e con l'intensificarsi dell'avversione al rischio.** Il grafico 1(a) mostra gli andamenti dei flussi di capitale aggregati per le quattro categorie e, separatamente, per le economie avanzate e per quelle emergenti in relazione al VIX (scala inversa). Il grafico 1(b) mostra i flussi di capitale aggregati in relazione al Fattore globale dei mercati azionari (scala inversa). In entrambi i grafici, il comovimento dei flussi di capitale e delle variabili che approssimano l'avversione al rischio appare particolarmente evidente nel periodo antecedente la crisi finanziaria e nel periodo immediatamente successivo alla stessa. È importante notare che fra l'inizio degli anni 2000 e il 2009 gli afflussi di capitale hanno fatto registrare una tendenza al rialzo sia nelle economie avanzate, sia in quelle emergenti (anche se in misura minore). Il processo di integrazione finanziaria è veramente un processo su scala mondiale.

**Fuori dal periodo della crisi, la relazione fra flussi di capitale e rischi su scala mondiale risulta meno marcata rispetto al primo decennio degli anni 2000, in particolare quando il rischio viene è misurato con l'indice VIX.** Sia nel grafico 1(a) che nel grafico 1(b) il comovimento dei flussi di capitale con le due proxy del rischio su scala mondiale si presenta meno accentuato negli anni '90 e nel periodo dal 2010 in poi, quando le principali banche centrali hanno introdotto misure di allentamento quantitativo che hanno contribuito a una riduzione della volatilità sui mercati. Come si evince dalla tavola 3, tale dato è confermato dalla correlazione di queste serie sull'intero campione e su tre diversi decenni. La correlazione fra il Fattore globale dei mercati azionari e i flussi di capitale internazionali per le economie avanzate (-0,61) o per le economie emergenti (-0,51) è molto più stretta e più stabile rispetto a quella che si ricava dall'indice VIX (-0,3 circa). In particolare, dal 2010 in poi non vi è relazione negativa tra l'indice VIX e i flussi di capitale internazionali.

**Un'analisi econometrica formale conferma che il Fattore globale dei mercati azionari è in stretta relazione con i flussi di capitale in varie categorie di attività.** La relazione tra flussi di capitale, rendimenti del mercato azionario e varie misure del rischio su scala mondiale è oggetto di un'analisi empirica che usa dati panel e include variabili che tengono conto dell'effetto sui flussi di capitale esercitato da fattori interni (fattori "di attrazione"). I risultati confermano che un ciclo finanziario mondiale concernente i flussi di capitale è fortemente connesso con le misure del rischio nei mercati azionari internazionali (cfr. riquadro 1).

Come accennato nell'introduzione, il ciclo finanziario mondiale potrebbe limitare la capacità dei responsabili delle politiche di isolare le condizioni finanziarie nazionali. Anche quando si adotti un regime di cambio flessibile, che secondo i riscontri esistenti consente un certo margine di autonomia nella definizione dei tassi di

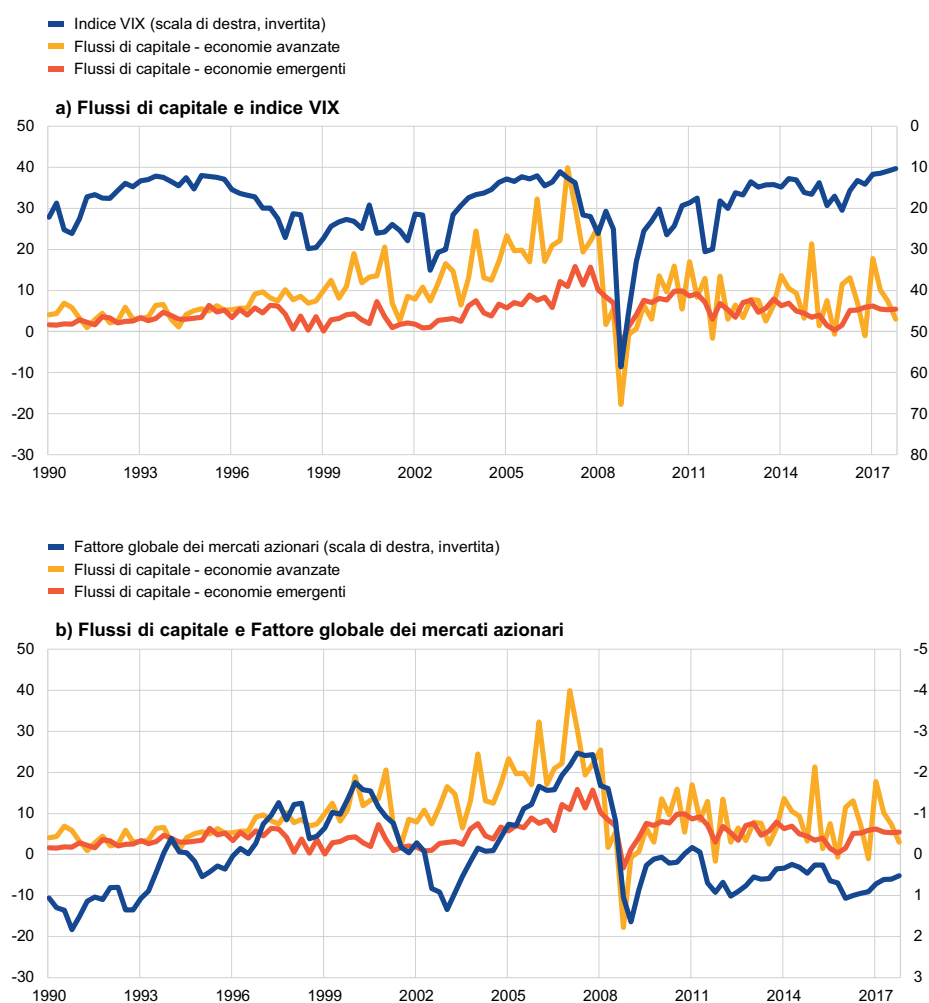
<sup>18</sup> Per un approfondimento, cfr. Bekaert, G., Hoerova, M. e Lo Duca, M., "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 7, 2013, pagg. 771-788.

riferimento<sup>19</sup>, un aumento inatteso del rischio su scala mondiale si diffonderebbe fra i vari paesi interessando i flussi di capitale e i prezzi delle attività rischiose, indipendentemente dal regime di cambio vigente (*ipotesi del dilemma*).

## Grafico 1

### Flussi di capitale, VIX e Fattore globale dei mercati azionari dal 1990

(dati trimestrali, flussi di capitale in percentuale del PIL)



Fonti: FMI, Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2017. I flussi di capitale sono indicati come percentuale del PIL del gruppo di paesi, ovvero flussi di capitale verso le economie avanzate divisi per la somma dei PIL delle economie avanzate (lo stesso vale per le economie emergenti). Il Fattore globale dei mercati azionari è costruito sulla base dei rendimenti azionari di 63 paesi (cfr. il riquadro 2 per i dettagli metodologici).

**Le evidenze econometriche indicano, in una certa misura, l'esistenza di un dilemma nella trasmissione del rischio su scala mondiale verso i flussi di capitale e i mercati azionari (cfr. riquadro 1).** In linea con l'assunto teorico, l'analisi dimostra infatti che, nelle economie che hanno liberalizzato il conto capitale, il rischio mondiale si riverbera sui flussi di capitale. A una prima valutazione, il regime

<sup>19</sup> Cfr. Obstfeld, M., Shambaugh, J. e Taylor, A., "The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility", *Review of Economics and Statistics*, vol. 87(3), 2005, pagg. 423-438.

### Tavola 3

#### Correlazione fra flussi di capitale e rischio su scala mondiale a partire dagli anni '90

##### Matrici di correlazione: sottocampioni

(dati trimestrali)

	Flussi di capitale - economie avanzate	Flussi di capitale - economie emergenti	Indice VIX	Fattore globale dei mercati azionari	Tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti	Apprezzamento in termini nominali del dollaro
<b>1990-2017</b>						
Flussi di capitale - avanzate	1,00					
Flussi di capitale - emergenti	0,59*	1,00				
Indice VIX	-0,27*	-0,34*	1,00			
Fattore globale dei mercati azionari	-0,61*	-0,51*	0,09	1,00		
Tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti	0,11	-0,15	0,02	-0,35*	1,00	
Apprezzamento in termini nominali del dollaro	-0,38*	-0,46*	0,18	0,15	0,06	1,00
<b>1990-1999</b>						
Flussi di capitale - avanzate	1,00					
Flussi di capitale - emergenti	0,18	1,00				
Indice VIX	0,53*	-0,33*	1,00			
Fattore globale dei mercati azionari	-0,70*	-0,32*	-0,32*	1,00		
Tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti	0,14	-0,12	0,45*	0,14	1,00	
Apprezzamento in termini nominali del dollaro	-0,17	-0,13	-0,15	-0,07	-0,15	1,00
<b>2000-2009</b>						
Flussi di capitale - avanzate	1,00					
Flussi di capitale - emergenti	0,66*	1,00				
Indice VIX	-0,73*	-0,57*	1,00			
Fattore globale dei mercati azionari	-0,64*	-0,71*	0,58*	1,00		
Tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti	0,54*	0,36*	-0,36*	-0,81*	1,00	
Apprezzamento in termini nominali del dollaro	-0,43*	-0,49*	0,50*	0,12	0,12	1,00
<b>2010-2017</b>						
Flussi di capitale - avanzate	1,00					
Flussi di capitale - emergenti	0,31	1,00				
Indice VIX	0,06	0,09	1,00			
Fattore globale dei mercati azionari	-0,33	-0,60*	-0,01	1,00		
Tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti	-0,03	-0,09	-0,1	0,34	1,00	
Apprezzamento in termini nominali del dollaro	-0,12	-0,56*	0,21	0,25	-0,27	1,00

Fonti: FMI, Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: flussi di passività in conto capitale in percentuale del PIL. Il tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti corrisponde al tasso effettivo sui Federal Funds integrato dal tasso ombra di Wu e Xia. L'apprezzamento del dollaro in termini nominali è calcolato come variazione logaritmica del tasso di cambio effettivo nominale (TCEN). \* L'asterisco denota significatività statistica al livello del 5 per cento.

di cambio non sembra incidere sulla trasmissione del rischio su scala mondiale. Laddove si sia in presenza di un ciclo finanziario mondiale, l'irrelevanza del regime di cambio è coerente con l'esistenza di un dilemma, e non di un trilemma. Tuttavia, quando si limita il campione alle economie con conto capitale liberalizzato, un regime di cambio rigido sembra favorire una più forte trasmissione ai mercati azionari del rischio su scala mondiale, suffragando la teoria tradizionale del trilemma nelle economie internazionali, in cui i tassi flessibili lasciano un certo margine di libertà nel far fronte agli shock esterni.

## Riquadro 1

### Trasmissione dei fattori di rischio su scala mondiale e trilemma di policy

---

a cura di Maurizio Michael Habib

**La trasmissione del rischio su scala mondiale ai flussi di capitale e alle quotazioni azionarie viene studiata in una semplice regressione panel su un campione di 50 economie. Il modello è il seguente:**

$$Y_{it} = a_i + bX_t + cZ_{it} + e_{it}$$

dove  $Y_{it}$ , la variabile dipendente, rappresenta una delle quattro principali categorie di flussi di capitale (investimenti diretti, titoli azionari di portafoglio, titoli di debito di portafoglio, e flussi diversi) oppure i rendimenti azionari nel paese  $i$  al tempo (trimestre)  $t$ . Il coefficiente  $a_i$  coglie effetti fissi specifici del paese che non variano nel tempo;  $Z_{it}$  è un vettore di variabili di controllo nazionali che possono incidere sui flussi di capitale e sui rendimenti, fra le quali l'inflazione domestica e la crescita del PIL in termini reali; infine,  $X_t$  è una variabile proxy del rischio su scala mondiale ed  $e_{it}$  è un termine di errore<sup>20</sup>. Alternativamente, vengono specificate due diverse variabili proxy del rischio: l'indice VIX e il Fattore globale dei mercati azionari.

**La tavola A presenta i risultati di queste regressioni per due diversi modelli, uno dei quali include l'indice VIX (modello 1) mentre l'altro utilizza il Fattore globale dei mercati azionari (modello 2).** I coefficienti delle variabili di controllo vengono omessi per ragioni di spazio. Come atteso, la maggior parte dei coefficienti è negativa, a segnalare che in tutto il mondo i flussi di capitale transnazionali e i prezzi delle attività rischiose diminuiscono quando il rischio su scala mondiale aumenta. Ponendo attenzione ai diversi tipi di flussi di capitale, emerge che gli investimenti diretti sono meno sensibili a tale tipologia di rischio, poiché la decisione di investire all'estero si basa su aspettative di profitto di lungo periodo. Tra le diverse variabili utilizzate per approssimare il livello di rischio, il Fattore globale dei mercati azionari è l'indicatore maggiormente connesso al flusso di capitali e alle quotazioni azionarie, considerando che il suo coefficiente è statisticamente significativo per qualsiasi tipo di flusso e che la regressione mostra una maggiore capacità di spiegare l'andamento della variabile dipendente<sup>21</sup>. Tuttavia, come mostra il coefficiente R2 riportato, la capacità del modello di cogliere la volatilità dei flussi di capitale (che risulta particolarmente alta a frequenza trimestrale) è molto limitata. Con riferimento ai rendimenti azionari, invece, il Fattore globale dei mercati azionari (in differenze prime) ha una buona capacità di interpretare i dati e spiega un terzo della loro variazione. Complessivamente, questo semplice modello conferma che un ciclo finanziario mondiale concernente i flussi di capitale e i prezzi delle attività presenta una relazione inversa con il rischio su scala mondiale.

**Un'estensione del modello rende possibile considerare una prospettiva di policy interessante: il ruolo del grado di apertura del conto capitale e del regime di tasso di cambio nella trasmissione del rischio ai flussi di capitale e ai prezzi delle attività rischiose.** Secondo il nuovo "dilemma" della finanza internazionale, a fronte di un conto capitale aperto, un regime di cambio flessibile non riesce a isolare l'economia interna dalla trasmissione degli shock che determinano il ciclo finanziario mondiale, come gli shock all'avversione al rischio. Per

---

<sup>20</sup> Il modello è stimato usando lo stimatore Driscoll-Kraay che tiene conto della dipendenza dei residui tra paesi e nel tempo. I risultati sono robusti rispetto all'inclusione di diversi lag della variabile dipendente.

<sup>21</sup> Coerentemente rispetto a come viene costruito, il Fattore globale dei mercati azionari entra nell'equazione relativa ai rendimenti azionari in termini di differenze prime.

verificare questa ipotesi, il modello è integrato con due variabili dummy che distinguono i paesi con un grado di apertura del conto capitale superiore alla media (cd. aperti) da quelli più chiusi, e i paesi con un regime di cambio fisso (cd. ancorati) da quelli con un regime di cambio flessibile<sup>22</sup>. Queste variabili dummy sono interaggite con il fattore di rischio su scala mondiale per verificare se un aumento inatteso del rischio si trasmetta in maniera più vigorosa nei paesi con un regime di cambio fisso (*ipotesi del trilemma*) oppure no (*ipotesi del dilemma*). Tra i fattori di rischio, il Fattore globale dei mercati azionari è stato selezionato per aver registrato risultati migliori rispetto all'indice VIX nella prima fase dell'analisi.

## Tavola A

Trasmissione del rischio su scala mondiale ai flussi di capitale e ai prezzi delle attività

Variabile dipendente	Investimenti diretti esteri	Titoli azionari di portafoglio	Titoli di debito di portafoglio	Altri investimenti	Rendimenti azionari
<b>Modello 1</b>					
VIX	0,007	-0,004**	-0,012**	-0,017	-0,006**
R2	0,009	0,007	0,006	0,01	0,15
<b>Modello 2</b>					
Fattore globale dei mercati azionari	-0,246***	-0,045**	-0,146***	-0,398***	-0,203**
R2	0,034	0,011	0,013	0,029	0,332
<b>Osservazioni</b>	5.032	4.731	4.815	4.996	5.040
<b>Paesi</b>	50	48	49	50	50

Fonti: FMI, Datastream ed elaborazioni BCE.

Note: per i rendimenti azionari, nel modello 2 viene incluso il Fattore globale dei mercati azionari in termini di differenze prime. Gli asterischi \*\*\*, \*\* e \* indicano una significatività statistica al livello, rispettivamente, dell'1, del 5 e del 10 per cento.

**La tavola B riassume i risultati, con particolare riferimento al fattore di rischio a livello mondiale e alla sua interazione con le variabili dummy, senza includere altri controlli. Un coefficiente negativo per il termine di interazione del rischio a livello mondiale con una caratteristica specifica (ad esempio i paesi “aperti” o quelli “ancorati”) indica che i paesi con tale caratteristica ne risentono in modo più marcato.** In primo luogo, come previsto, poiché il termine di interazione risulta negativo e statisticamente significativo la trasmissione del rischio mondiale ai flussi di capitale e ai prezzi delle attività è più forte nelle economie che permettono un più libero movimento dei capitali, in particolare per gli investimenti diretti, gli investimenti di portafoglio in titoli di debito e gli altri investimenti (ad esempio i prestiti bancari). In secondo luogo, a un primo esame il tasso di cambio non sembra rilevante. Sebbene il coefficiente dell'interazione del rischio a livello mondiale con la variabile dummy per i paesi che ancorano la loro valuta sia negativo, è statisticamente poco significativo. Ciò fornisce sostegno alla nuova teoria del ciclo finanziario mondiale che pone in risalto la limitata capacità di un tasso variabile di proteggere le condizioni finanziarie interne da quelle mondiali. È possibile raffinare tale risultato, analizzando una porzione ristretta del campione. Concentrandosi sui paesi relativamente più aperti (potenzialmente più esposti al ciclo finanziario mondiale) la trasmissione del rischio a livello mondiale alle quotazioni azionarie è maggiore tra i paesi “ancorati” che tra quelli con tassi variabili, a sostegno della tradizionale ipotesi del trilemma.

<sup>22</sup> Il grado di apertura del conto capitale è misurato utilizzando l'indice de jure elaborato da Chinn, M. D. e Ito, H., “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, vol. 81, n. 1, ottobre 2006, pagg. 163-192. La classificazione del regime di tasso di cambio si basa su Ilizetzki, E., Reinhart, C. M. e Rogoff, K. S., “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?”, *NBER Working Paper*, n. 23134, febbraio 2017.

## Tavola B

Trasmissione del rischio su scala mondiale: il ruolo della liberalizzazione del conto capitale e del regime del tasso di cambio

Variabile dipendente	Investimenti diretti esteri	Titoli azionari di portafoglio	Titoli di debito di portafoglio	Altri investimenti	Rendimenti azionari
<b>Campione completo: il ruolo della liberalizzazione del conto capitale</b>					
Fattore globale dei mercati azionari	-0,113***	-0,055***	-0,035	-0,014	-0,216***
Fattore globale dei mercati azionari* paesi aperti	-0,200***	0,014	-0,166**	-0,593***	0,020
Osservazioni	4.976	4.692	4.772	4.940	4.969
Paesi	50	48	49	50	50
R2	0,038	0,012	0,019	0,041	0,337
<b>Campione completo: il ruolo del regime del tasso di cambio</b>					
Fattore globale dei mercati azionari	-0,194***	-0,042*	-0,115***	-0,360***	-0,199***
Fattore globale dei mercati azionari* paesi ancorati	-0,103*	-0,008	-0,062	-0,075	-0,007
Osservazioni	5.032	4.731	4.815	4.996	5.007
Paesi	50	48	49	50	50
R2	0,036	0,012	0,014	0,029	0,333
<b>Economie con un grado di liberalizzazione del conto capitale superiore alla media: il ruolo del regime del tasso di cambio</b>					
Fattore globale dei mercati azionari	-0,230***	-0,029	-0,173***	-0,568***	-0,177***
Fattore globale dei mercati azionari* paesi ancorati	-0,147*	-0,018	-0,054	-0,039	-0,033***
Osservazioni	3.228	3.048	3.148	3.228	3.206
Paesi	43	40	42	43	43
R2	0,037	0,001	0,019	0,046	0,395

Fonti: FMI, Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: per i rendimenti azionari viene incluso il Fattore globale dei mercati azionari in termini di differenze prime. Gli asterischi \*\*\*, \*\* e \* indicano una significatività statistica al livello, rispettivamente, dell'1, del 5 e del 10 per cento.

**Riassumendo, i flussi di capitale e i rendimenti azionari vengono influenzati in misura considerevole dall'avversione al rischio su scala mondiale, il cui impatto risulta amplificato dal grado di apertura del conto capitale ma non necessariamente dal regime del tasso di cambio che, quando il conto capitale è aperto, influisce solo sui prezzi delle attività, e non sui flussi di capitale.**

### 3.2 Politica monetaria degli Stati Uniti e ciclo finanziario mondiale

**Empiricamente, c'è ampio consenso sul fatto che gli interventi di politica monetaria delle principali banche centrali, come il Federal Reserve System, si propaghino sui mercati finanziari a livello mondiale.** Diversi studi hanno mostrato che le decisioni di politica monetaria assunte dalla Federal Reserve hanno un impatto sui flussi di capitale, sui tassi di cambio e sul comovimento dei prezzi delle attività a livello internazionale. Queste pubblicazioni in genere constatano che l'adozione di misure di inasprimento monetario da parte degli Stati Uniti influenza in maniera significativa le economie straniere attraverso un aumento dei tassi di interesse esteri a lungo termine e una svalutazione delle loro valute rispetto al

dollaro. La trasmissione ai tassi di interesse esteri a lungo termine, inoltre, è per lo più da attribuire agli effetti sui premi a termine<sup>23</sup>.

**Tuttavia, non sembra esserci una relazione stabile tra il tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti, il valore del dollaro e i flussi di capitale a livello mondiale.**

Il grafico 2(a) e la tavola 3 mostrano che in generale il tasso di interesse statunitense (e in particolare il tasso effettivo sui Federal Funds integrato con il tasso ombra di Wu e Xia<sup>24</sup> per il periodo in cui il tasso ha raggiunto la soglia minima pari a zero) non è correlato con i flussi di capitale a livello internazionale, se non durante la crisi. Negli anni 2000, la correlazione dei tassi di interesse statunitensi con i flussi di capitale risulta positiva (invece che, come atteso, negativa) e quella con gli indicatori di avversione al rischio come l'indice VIX negativa (anziché positiva). Nel periodo antecedente la crisi finanziaria internazionale, tali tassi di interesse sono aumentati di pari passo con i flussi di capitale transfrontalieri e quando è scoppiata la crisi, la Federal Reserve è stata costretta ad allentare la politica monetaria.

**Il valore del dollaro è correlato negativamente con i flussi di capitale, malgrado il fatto che nel periodo antecedente la crisi finanziaria internazionale la relazione sia stata chiaramente trainata dal ciclo.**

Il grafico 2(b) mostra che il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro si è indebolito dal 2002 fino all'inizio della crisi finanziaria internazionale nell'autunno del 2008. Durante questo periodo, i flussi di capitale sono andati aumentando nelle economie avanzate e in quelle emergenti. La crisi segna un punto di svolta sia per il dollaro, che si è bruscamente apprezzato, che per i flussi di capitale, che si sono drasticamente contratti. Tuttavia, al di fuori del periodo 2000-2009, la relazione è meno stabile. La tavola 3 riporta la correlazione tra il valore del dollaro (considerato in variazioni logaritmiche per evitare le problematiche di stazionarietà delle serie) e i flussi di capitale, confermando una stretta relazione negativa tra il 2000 e il 2009 (con un coefficiente di correlazione che oscilla tra -0,43 per le economie avanzate e -0,49 per quelle emergenti) e un collegamento più lasco sia per i paesi avanzati che per quelli emergenti negli anni '90 e a partire dal 2010 per le economie avanzate<sup>25</sup>. Probabilmente l'impatto della politica monetaria e il ruolo del dollaro nel ciclo finanziario mondiale dovrebbero essere analizzati con tecniche diverse, ad esempio individuando gli shock di politica

<sup>23</sup> Neely, C., "The Large Scale Asset Purchases Had Large International Effects", *Journal of Banking and Finance*, vol. 52, marzo 2014, pagg. 101-111, Rogers, J. H., Scotti, C. e Wright, J. H., "Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Multi-Country Review", *Economic Policy*, vol. 29, n. 80, 2014, pagg. 3-50, e Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing monetary policy surprises: the role of information shocks", *Working Paper Series*, n. 2133, BCE, 2018. La politica monetaria della BCE ha effetti simili; cfr., a titolo di esempio, "Monetary policy, exchange rates and capital flows", discorso pronunciato da Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo della BCE, alla XVIII Jacques Polak Annual Research Conference ospitata dal Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C., 3 novembre 2017.

<sup>24</sup> Wu, C. e Xia, D., "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, marzo 2016, pagg. 253-291.

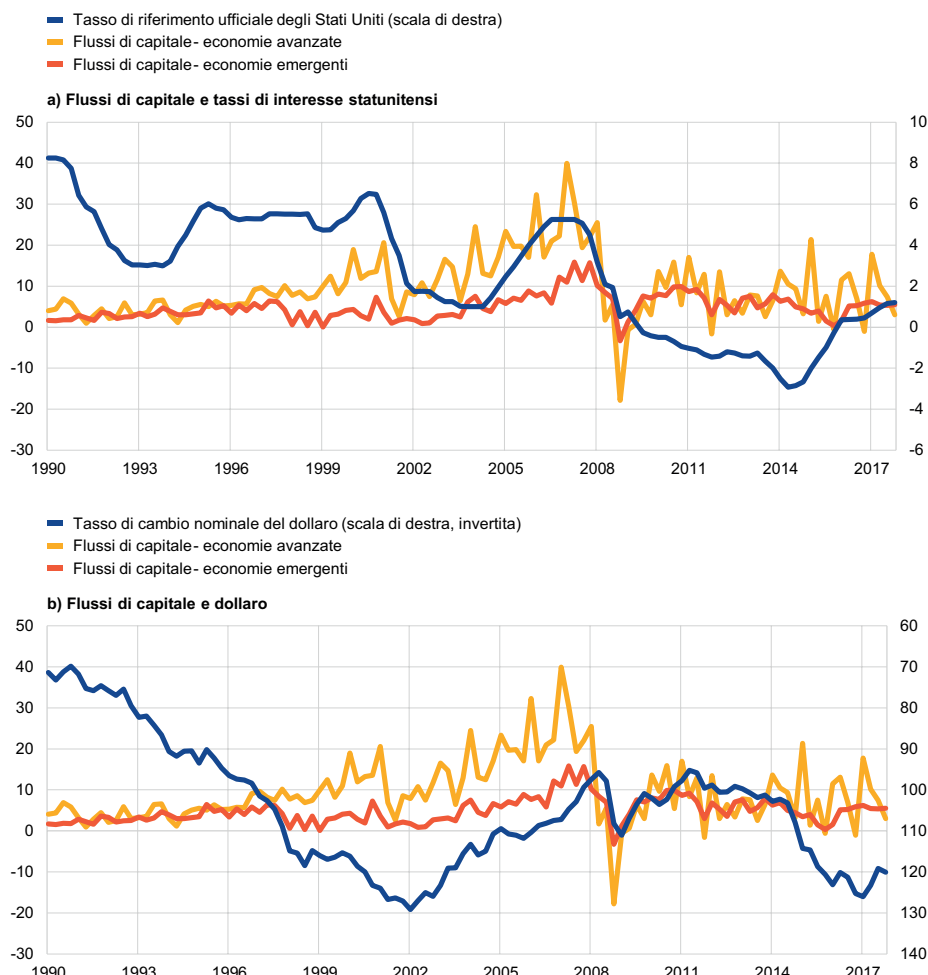
<sup>25</sup> Negli ultimi anni, per i mercati emergenti la relazione tra flussi di capitale e dollaro è rimasta significativamente negativa. Questo risultato potrebbe essere spiegato dall'accresciuta attrattiva del dollaro come "investimento rifugio" dall'inizio della crisi finanziaria internazionale. Si può notare che il valore del dollaro è correlato in maniera positiva con i fattori di rischio (0,2 circa) a partire dal 2010, ma non negli anni '90.

monetaria attraverso dati a elevata frequenza e analisi VAR; tale esercizio esula tuttavia dall'ambito del presente articolo<sup>26</sup>.

## Grafico 2

### Flussi di capitale, tassi di interesse statunitensi e dollaro a partire dagli anni '90

(dati trimestrali; flussi di passività in conto capitale in percentuale del PIL; tasso di riferimento ufficiale statunitense in valori percentuali; tasso di cambio nominale del dollaro, indice: gennaio 1997 = 100)



Fonti: FMI, Datastream ed elaborazioni BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono all'ultimo trimestre 2017. I flussi di capitale sono indicati come percentuale del PIL del gruppo di paesi, ovvero flussi di capitale verso le economie avanzate divisi per la somma dei PIL delle economie avanzate, e lo stesso per le economie emergenti. Il tasso di riferimento ufficiale degli Stati Uniti fa riferimento al tasso effettivo sui Federal Funds integrato dal tasso ombra di Wu e Xia. Il tasso di cambio nominale del dollaro indica il valore di cambio nominale complessivo del dollaro su base ponderata per l'interscambio; un aumento dell'indice indica un apprezzamento (si noti la scala invertita nel grafico 2(b)).

### 3.3 Riassunto delle evidenze empiriche

**Complessivamente, secondo le evidenze passate in rassegna, nei decenni passati i flussi di capitale e i prezzi delle attività rischiose sono stati influenzati da fattori di rischio a livello mondiale.** Tale influenza è particolarmente evidente

<sup>26</sup> Sostituire il livello dei tassi di interesse statunitensi con gli shock della politica monetaria degli Stati Uniti individuati attraverso dati a elevata frequenza o attraverso un indice dell'incertezza di tale politica non altera in maniera significativa questi risultati. In un modello panel dinamico simile a quello introdotto nel riquadro 1, che distingue tra i diversi tipi di capitale e tiene conto dei fattori di attrazione, gli shock della politica monetaria degli Stati Uniti sono correlati in maniera negativa con i flussi di partecipazioni azionarie e con i rendimenti azionari, ma non con le altre tipologie di flussi di capitale.

nel periodo precedente e in quello immediatamente successivo alla crisi finanziaria internazionale. Il periodo più recente è stato invece caratterizzato in particolare da un allentamento del ciclo. Inoltre, il regime del tasso di cambio non sembra avere alcun impatto sulla trasmissione del ciclo, con la possibile eccezione dei prezzi delle attività rischiose quando il conto capitale è aperto.

**Mentre il ruolo centrale della politica monetaria degli Stati Uniti e dell'esistenza di un ciclo del dollaro collegato al ciclo finanziario mondiale è un concetto ben radicato tra gli economisti, sono necessari ulteriori approfondimenti per definire la rilevanza per l'economia mondiale di queste determinanti del ciclo finanziario.** In altri termini, mentre l'esistenza di un nesso causale tra la politica monetaria degli Stati Uniti e i flussi di capitale non può essere esclusa, la rilevanza in termini quantitativi per i flussi internazionali di capitale delle variazioni nei tassi di interesse statunitensi sembra limitata e dovrebbe essere appurata. Ciò implica che non dovrebbero venir ingigantiti i rischi per i flussi di capitale a livello mondiale e per i prezzi delle attività rischiose legati a una normalizzazione graduale e adeguatamente annunciata della politica monetaria degli Stati Uniti<sup>27</sup>.

#### 4 Implicazioni per l'area dell'euro

**L'area dell'euro non è un'isola: il grado di apertura del mercato finanziario e dei beni rende l'euro naturalmente sensibile alle variazioni nelle condizioni finanziarie a livello mondiale.** Nelle sezioni precedenti è stato delineato un collegamento tra l'avversione al rischio su scala mondiale da un lato e, dall'altro, i flussi di capitale e i rendimenti azionari. Questa sezione investiga le implicazioni per le condizioni finanziarie dell'area dell'euro del comovimento osservabile nei prezzi delle attività. La trasmissione degli shock globali all'economia dell'area dell'euro è amplificata dalla presenza di grandi banche globali dell'area che svolgono un ruolo centrale nell'attività di erogazione del credito internazionale. A causa delle sue dimensioni e del suo grado di interconnessione, tuttavia, l'area dell'euro non solo riceve ma genera anche shock che influenzano il ciclo finanziario mondiale<sup>28</sup>.

**In ragione del ruolo centrale che l'economia statunitense riveste nell'orientare il ciclo finanziario, è interessante concentrarsi sulla relazione tra le condizioni finanziarie degli Stati Uniti e quelle dell'area dell'euro.** Ciò può essere fatto usando degli "indici delle condizioni finanziarie" compositi che aggregano informazioni ricavate da un insieme ristretto di variabili finanziarie<sup>29</sup>. Guardiamo a

<sup>27</sup> Cfr. il discorso del Presidente della Federal Reserve J. H. Powell intitolato "[Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows](#)" all'VIII Conferenza di alto livello sul sistema monetario internazionale "Challenges for Monetary Policy and the GFSN in an Evolving Global Economy", promossa dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca nazionale svizzera, Zurigo, Svizzera, 8 maggio 2018.

<sup>28</sup> Ad esempio, le analisi recenti mostrano che il programma di acquisto di attività (PAA) della BCE ha innescato dei cospicui flussi di capitale transfrontalieri, favorendo una ricomposizione di portafoglio sostanziale nei confronti dei titoli sovrani esteri e facendo crescere la durata media delle obbligazioni nei portafogli. Inoltre, gli annunci del PAA hanno causato un deprezzamento generalizzato dell'euro e sostenuto i prezzi azionari in tutto il mondo; cfr. "The international dimension of the ECB's asset purchase programme", discorso tenuto da Benoît Cœuré, membro del Consiglio esecutivo della BCE nel corso della riunione del Gruppo di contatto per le operazioni in cambi dell'11 luglio 2017.

<sup>29</sup> Cfr., ad esempio, "[Financial conditions and growth at risk](#)", *Global Financial Stability Report*, FMI, ottobre 2017, capitolo 3.

due di questi indici, che forniscono informazioni lievemente diverse. Il primo indice, calcolato da Goldman Sachs, dà un peso relativamente ampio al *livello* dei tassi di interesse pagati dai soggetti sovrani e societari e prende in considerazione anche gli effetti restrittivi dell'apprezzamento del tasso di cambio<sup>30</sup>. Il secondo indice, calcolato da Bloomberg, assegna una maggiore importanza ai differenziali dei tassi di interesse, nonché alle volatilità effettive sui mercati obbligazionari, azionari e monetari. Inoltre, non include i tassi di cambio. Questo indice, pertanto, fornisce maggiori indicazioni sull'aumento delle turbolenze finanziarie, valutato sulla base dei premi per il rischio che variano nel tempo<sup>31</sup>. In altre parole, il ruolo centrale dato ai differenziali e alle volatilità da quest'ultimo indice lo rende più sensibile alle tensioni finanziarie temporanee. Anche se entrambi gli indici sono definiti come misure delle condizioni finanziarie, per chiarezza espositiva nel resto della trattazione li indicheremo rispettivamente come l'indice delle *condizioni finanziarie* e l'indice delle *tensioni finanziarie*.

**Nel complesso, il grado di sincronia delle condizioni finanziarie tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro è debole e varia nel tempo, riflettendo anche differenze nell'andamento della politica monetaria.** Il grafico 3(a) mostra l'indice delle condizioni finanziarie per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro tra il 2000 e il 2018<sup>32</sup>. Nel caso degli Stati Uniti, possono essere individuati tre periodi distinti di inasprimento finanziario. Il primo, tra il 2001 e il 2003, coincide con lo scoppio della bolla collegata alle imprese del comparto tecnologico nel mercato azionario statunitense. Il secondo segue il fallimento di Lehman Brothers. Il terzo, dalla metà del 2014 all'inizio del 2016, è riconducibile principalmente all'apprezzamento del dollaro. Per l'area dell'euro il periodo considerato evidenzia due importanti differenze. In primo luogo, l'impatto della recessione statunitense del 2001 è decisamente moderato. In secondo luogo, l'inasprimento delle condizioni finanziarie durante la Grande Recessione (2008-2009) appare molto più graduale e meno pronunciato. Queste differenze si manifestano attraverso correlazioni notevolmente diverse tra i vari periodi. Prima della crisi finanziaria la correlazione delle condizioni finanziarie è moderatamente positiva (0,33); durante la crisi aumenta (0,71 tra il 2007 e il 2012) e da luglio 2012 in

<sup>30</sup> L'indice, calcolato da Goldman Sachs, è una media ponderata di un tasso di interesse a breve termine, un rendimento a lungo termine di un'obbligazione priva di rischio, un differenziale di rendimento delle obbligazioni societarie, il rapporto di un indice azionario rispetto alla media degli utili per azione ritardata a dieci anni, e un tasso di cambio ponderato per l'interscambio. Nel caso dell'area dell'euro, l'indice include anche una misura della frammentazione, ovvero un differenziale di rendimento dei titoli di Stato. L'indice assegna ai diversi indicatori un peso che riflette il contenuto previsivo per il PIL su un orizzonte di quattro trimestri che è inversamente collegato anche alla loro deviazione standard.

<sup>31</sup> Tali indici sono calcolati da Bloomberg. L'indice per gli Stati Uniti include: a) per i tassi del mercato monetario, il differenziale TED, il differenziale tra Libor e OIS e il differenziale tra carta commerciale (commercial paper) e titoli di Stato del governo federale; b) per il mercato obbligazionario, il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni societarie Baa e quelli dei titoli di Stato, il differenziale tra titoli municipali e titoli di Stato, il differenziale fra titoli ad alto rendimento e titoli di Stato e l'indice di volatilità delle swaption; e c) per il mercato azionario, l'indice VIX e la deviazione delle quotazioni azionarie di Standard & Poor's dalla loro media mobile quinquennale. Tutte le componenti sono aggregate utilizzando le medesime ponderazioni. Per l'area dell'euro, l'indice include: a) per i tassi del mercato monetario, il differenziale TED dell'euro, il differenziale tra Euribor e OIS; b) per il mercato obbligazionario, l'indice High Yield Europe Index di JP Morgan e il differenziale swap europeo a dieci anni; e c) la deviazione delle quotazioni azionarie EURO STOXX dalla loro media mobile quinquennale, l'indice VDAX-NEW e le quotazioni azionarie al netto dell'andamento tendenziale.

<sup>32</sup> Gli indicatori sono specificati come deviazioni dalla media storica e standardizzati, cosicché nei periodi in cui sono positivi (o negativi) indicano condizioni finanziarie restrittive (o accomodanti) rispetto al loro livello medio.

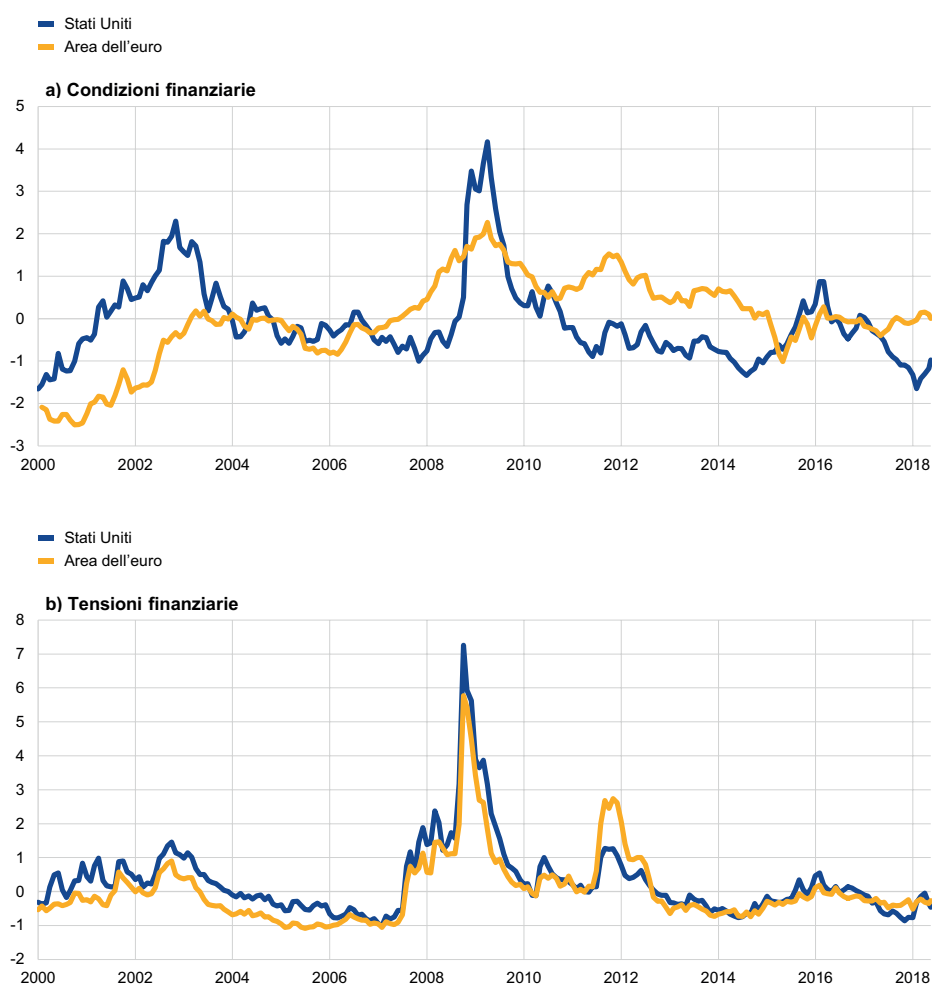
avanti diventa negativa<sup>33</sup>. La variazione di segno riflette il progressivo allentamento delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro, anche grazie alla politica monetaria accomodante e alla relativa stabilità negli Stati Uniti, a eccezione dell'inasprimento temporaneo delle condizioni finanziarie tra il 2014 e il 2016.

**Il comovimento delle tensioni finanziarie, invece, è molto forte.** Il grafico 3(b) mostra due indici delle tensioni finanziarie per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro. È evidente che le tensioni finanziarie restano latenti per la maggior parte del tempo. Tuttavia, quando si manifestano (come nel 2008, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, e nel 2011 soprattutto nell'area dell'euro) hanno un forte effetto sull'economia reale, e possono generare effetti non lineari. Complessivamente,

### Grafico 3

#### Condizioni finanziarie e tensioni finanziarie negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

(Z-score delle medie mensili dei dati giornalieri, ovvero numero di deviazioni standard rispetto allo zero)



Fonti: Goldman Sachs e Bloomberg Analytics.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2018. Gli indici delle condizioni finanziarie si riferiscono agli indici delle condizioni finanziarie costruiti da Goldman Sachs (riquadro a) e da Bloomberg (riquadro b) per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro. Deviazioni positive dallo zero indicano un irrigidimento, mentre deviazioni negative un allentamento.

<sup>33</sup> Luglio 2012 è considerato come spartiacque per il mutare delle attese degli operatori circa la probabilità che la BCE potesse assumere misure non convenzionali di politica monetaria a seguito del discorso pronunciato dal Presidente della BCE Mario Draghi il 26 luglio 2012 a Londra, durante la Global Investment Conference.

la correlazione tra i due indici è forte e stabile (oscilla tra 0,8 e 0,9), a segnalare che a) le tensioni finanziarie sono innescate da variazioni nel grado di rischio a livello mondiale e b) i premi per il rischio negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono fortemente influenzati da questa componente comune (cfr. riquadro 2)<sup>34</sup>.

**Complessivamente, dalla presente analisi emergono due messaggi chiave.**

In primo luogo, le condizioni finanziarie nell'area dell'euro evolvono in maniera per lo più indipendente dalle forze a livello mondiale, anche grazie alla capacità della politica monetaria di indirizzare i tassi di rendimento attesi delle attività sicure e i premi a termine. In secondo luogo, i differenziali di rendimento e le volatilità realizzate negli Stati Uniti e nell'area dell'euro mostrano un elevato grado di sincronia, che riflette la natura mondiale della propensione al rischio in presenza di mercati finanziari strettamente integrati.

## Riquadro 2

### Ciclo finanziario mondiale: l'area dell'euro è speciale?

---

a cura di Fabrizio Venditti

**Il presente riquadro documenta in che modo viene calcolato il Fattore globale dei mercati azionari e analizza la sua importanza relativa per i rendimenti azionari dell'area dell'euro.**

Viene stimato un modello fattoriale dinamico per i rendimenti azionari in 63 paesi. Il primo fattore comune è il Fattore globale dei mercati azionari<sup>35</sup>. Una volta stimato questo fattore, la sua rilevanza per i singoli indicatori può essere valutata attraverso una semplice scomposizione della varianza. In modo più formale, per ciascun paese "i" al tempo "t" abbiamo:

$$y_{i,t} = \theta_i f_t + \varepsilon_{i,t}$$

dove  $y_{i,t}$  è alternativamente i rendimenti azionari o i flussi transfrontalieri,  $f_t$  è un fattore comune e  $\varepsilon_{i,t}$  è una componente idiosincratca (con varianza  $\sigma_i^2$ ) che rappresenta la parte di  $y_{i,t}$  che non è comune tra i paesi. Dal momento che  $f_t$  e  $\varepsilon_{i,t}$  non sono correlate, possiamo stimare la quota della varianza di  $y_{i,t}$  imputabile al fattore comune come  $\frac{\theta_i^2}{\theta_i^2 + \sigma_i^2}$ . La stima è condotta su un campione di 63 paesi, che comprende economie avanzate ed emergenti.

**Il grafico A mostra le stime relative alla quota di varianza imputabile al Fattore globale dei mercati azionari nei 63 paesi considerati. Emergono due risultati.** Primo, il grado di somiglianza tra paesi è molto eterogeneo. Secondo, l'importanza del fattore mondiale per i rendimenti azionari dei paesi dell'area dell'euro (istogrammi blu) e degli Stati Uniti (istogramma giallo) è complessivamente comparabile, a indicare che gli shock a livello mondiale sono un fattore importante alla base dei movimenti dei prezzi azionari tanto nell'area dell'euro quanto negli Stati Uniti.

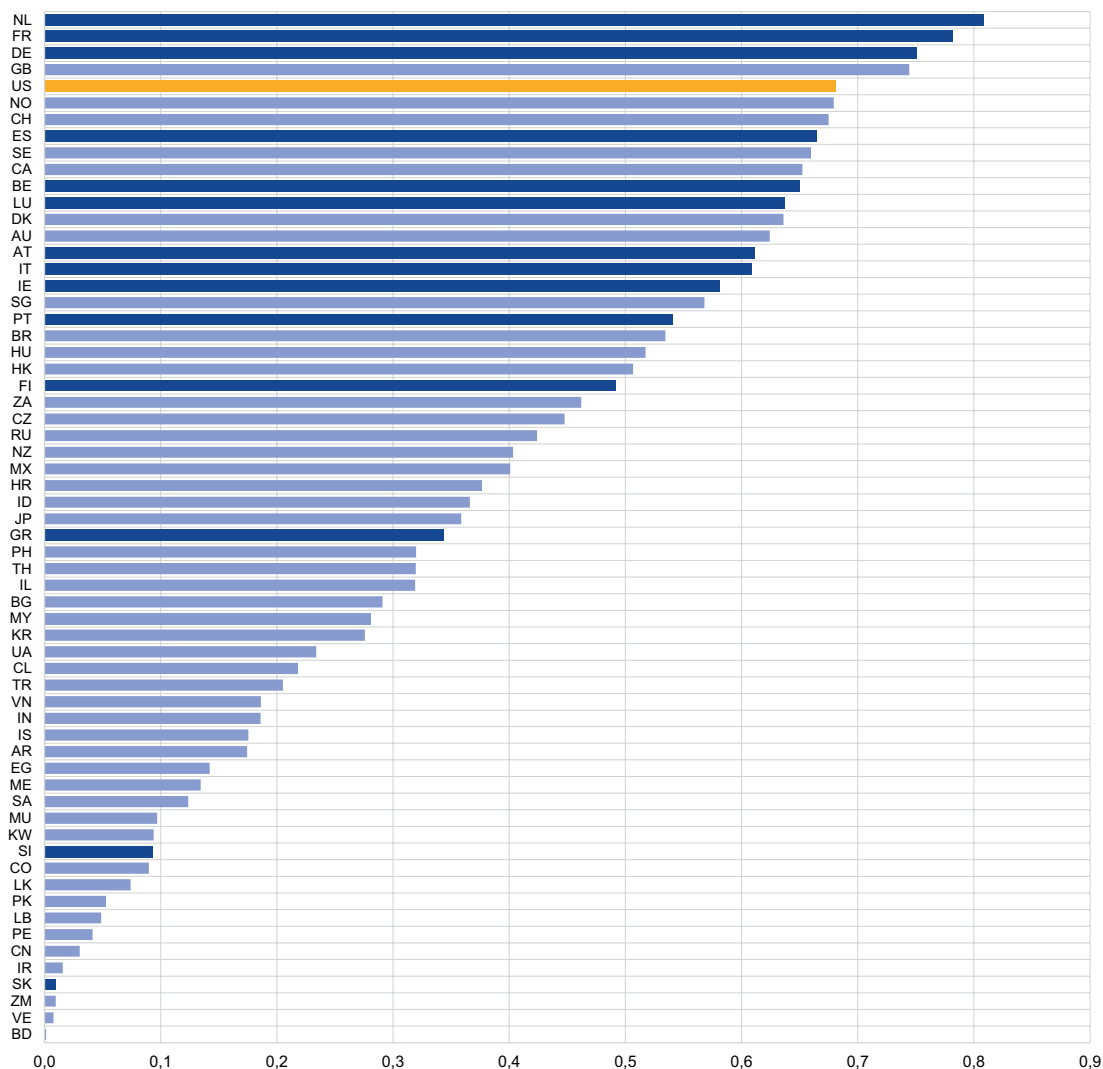
<sup>34</sup> Un'osservazione interessante è che la crisi che ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2008 ha esercitato sull'area dell'euro un impatto più deciso di quello avuto sugli Stati Uniti dalla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Anche se sarebbe necessaria un'analisi più raffinata per accertare la dimensione dei rispettivi effetti causali, è plausibile che la vigorosa attività negli Stati Uniti delle banche dell'area dell'euro abbia amplificato gli effetti della crisi statunitense sull'economia dell'area.

<sup>35</sup> Viene seguita la metodologia di Miranda-Agrippino e Rey (2015). Tuttavia, il presente esercizio utilizza solo le medie nazionali dei rendimenti azionari e non considera i prezzi delle obbligazioni rischiose.

## Grafico A

Grado di somiglianza fra i rendimenti azionari dei singoli paesi

Quota di varianza stimata imputabile al fattore comune



Fonte: elaborazioni della BCE.

## 5 Osservazioni conclusive

**L'integrazione dell'economia reale e del mercato finanziario nei decenni passati ha influenzato la sincronia a livello mondiale dei flussi di capitale e dei prezzi delle attività.** Secondo alcuni autori esiste un ciclo finanziario mondiale che si manifesta attraverso il comovimento dei flussi transfrontalieri e si traduce in un marcato allineamento dei prezzi delle attività rischiose e dei premi per il finanziamento esterno tra economie diverse. Questo si è verificato nel periodo precedente e in quello successivo alla crisi finanziaria internazionale, in modo particolare per i flussi bancari transfrontalieri nelle economie avanzate e per le quotazioni azionarie. Tuttavia, dopo la crisi, la sincronia dei flussi di capitale e delle quotazioni azionarie si è affievolita, tornando ai livelli osservati tra gli anni '90 e gli anni 2000.

**Il ciclo finanziario mondiale è strettamente collegato ai fattori di rischio su scala mondiale.** Una misura dell'avversione al rischio (costruita come un fattore comune a una gamma di rendimenti azionari) ha un impatto significativo sui flussi di capitale e sui rendimenti azionari. Inoltre, gli effetti dell'avversione al rischio su scala internazionale risultano amplificati dal grado di apertura del conto capitale, ma non necessariamente dal regime del tasso di cambio, che influisce sulla trasmissione del rischio mondiale ai prezzi delle attività solo quando il conto capitale è aperto. L'impatto sui flussi di capitale dei tassi di interesse statunitensi e del tasso di cambio del dollaro, invece, appare sporadico.

**L'influenza del ciclo finanziario mondiale sull'area dell'euro dipende da quale specifica misura viene analizzata.** Nell'articolo si osserva che generalmente le *tensioni* sui mercati finanziari hanno mostrato un elevato grado di sincronia tra le due aree. Gli episodi di rialzo della volatilità, che possono avere effetti non lineari significativi sull'attività economica, si trasmettono rapidamente da un'economia all'altra. Tuttavia, le *condizioni* finanziarie nell'area dell'euro si sono spesso differenziate da quelle negli Stati Uniti, anche per effetto delle differenze nell'orientamento della politica monetaria. Si conferma che, nel complesso, l'efficacia della politica monetaria della BCE non è stata inficiata dal ciclo finanziario mondiale.

## 2 Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti

a cura di Benjamin Bönninghausen, Gregory Kidd e Rupert de Vincent-Humphreys

*Le attese di inflazione del settore privato sono una componente chiave dell'ampia gamma di indicatori che la BCE considera nel definire l'orientamento della politica monetaria adeguato a raggiungere il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Le aspettative di inflazione, oltre a incidere sull'inflazione stessa attraverso i processi di formazione di salari e prezzi, rappresentano anche un utile strumento di verifica per le proiezioni della BCE e dell'Eurosistema.*

*Il presente articolo analizza le misure delle attese di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati: si tratta di indicatori tempestivi desunti dai prezzi di strumenti negoziati sui mercati finanziari e legati agli andamenti futuri dell'inflazione. L'articolo esamina gli andamenti recenti di diverse tipologie di tali indicatori e le informazioni che da essi si possono estrarre, a partire dal periodo immediatamente precedente l'annuncio da parte della BCE del programma ampliato di acquisto di attività (PAA).*

*Tra il 2014 e la metà del 2016 il calo delle attese di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati è stato diffuso alle maggiori aree economiche, riflettendo, probabilmente, preoccupazioni comuni a livello mondiale relative alla debolezza della domanda aggregata e alle spinte disinflazionistiche ad essa associate. La loro successiva ripresa è stata trainata da un parziale dissolvimento di tali timori e, in particolare, da un significativo miglioramento del contesto macroeconomico nell'area dell'euro. Negli ultimi anni l'aumento delle aspettative di inflazione a più lungo termine ha tratto origine principalmente dalla componente per il rischio di inflazione di tali indicatori, suggerendo che il bilanciamento dei rischi per le prospettive di inflazione ha rappresentato una delle principali determinanti. Le informazioni estratte dai prezzi delle opzioni sull'inflazione indicano infatti che la probabilità di deflazione neutrale al rischio, prima di diminuire in tempi più recenti, è notevolmente aumentata alla fine del 2014 e all'inizio del 2015.*

### 1 Introduzione

**Le aspettative di inflazione svolgono un ruolo centrale nella politica monetaria della BCE, in quanto l'obiettivo primario da essa perseguito è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.** Nel 1998 il Consiglio direttivo ha definito la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Nel 2003 ha altresì precisato che, nel perseguimento di tale obiettivo, si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. In tale contesto, le attese di inflazione del settore privato assolvono a un duplice compito nella conduzione della politica monetaria. In primo luogo, le aspettative sono di per sé rilevanti in quanto influenzano le decisioni economiche degli operatori

privati sia nelle scelte di consumo e investimento che nella determinazione di salari e prezzi, incidendo di conseguenza sull'inflazione nell'area dell'euro. Analogamente, le attese di inflazione degli operatori dei mercati finanziari condizionano la formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, come i rendimenti nominali, e possono quindi influenzare direttamente la trasmissione della politica monetaria all'economia reale. In secondo luogo, costituiscono un efficace strumento per la verifica delle previsioni di inflazione contenute nelle proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE, che a loro volta guidano le decisioni di politica monetaria di quest'ultima.

**La BCE pertanto segue attentamente le aspettative di inflazione degli operatori privati utilizzando indicatori desunti sia dalle indagini sia dai mercati.** Le misure ricavate dalle indagini riflettono le aspettative di inflazione futura espresse in forma diretta nell'ambito di indagini regolari condotte presso gli esperti su base mensile o trimestrale. Tra queste, a svolgere un ruolo di primo piano nella definizione della politica monetaria è la Survey of Professional Forecasters (SPF), indagine trimestrale che la BCE conduce presso gli esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie che hanno sede nell'Unione europea. Per contro, le misure desunte dai mercati riflettono informazioni ricavabili dai prezzi di strumenti finanziari che sono legati agli andamenti futuri dell'inflazione, quali gli swap indicizzati all'inflazione (SII), le obbligazioni indicizzate all'inflazione o le opzioni sull'inflazione. Dato che tali strumenti finanziari sono continuamente negoziati, le misure ricavate dai mercati, oltre a fornire importanti informazioni aggiuntive sulle attese di inflazione da parte degli investitori informati, sono anche in grado di dare indicazioni più tempestive circa possibili variazioni delle prospettive per l'inflazione. Inoltre, tali misure incorporano non soltanto le aspettative, ma anche un premio per l'incertezza connessa all'inflazione, che è variabile nel tempo. Nonostante tali differenze, entrambe le tipologie rientrano nell'insieme di indicatori di cui la BCE tiene conto nella formulazione della politica monetaria.

**Il presente articolo esamina i recenti andamenti delle misure delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro ricavate dai mercati, in particolare la variazione nel bilanciamento dei rischi per le prospettive di inflazione a partire dal 2014.**

Partendo da una precedente analisi degli indicatori dell'inflazione nell'area dell'euro desunti dai mercati e dell'impatto della crisi finanziaria mondiale su di essi<sup>1</sup>, il presente articolo indaga sia la fase di indebolimento delle dinamiche dell'inflazione nel periodo antecedente il lancio del PAA da parte della BCE come (ulteriore) misura non convenzionale di politica monetaria, sia l'evoluzione delle misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati negli anni successivi. La sezione 2 esplora le determinanti degli indicatori delle aspettative di inflazione desunti dai mercati nel corso dei due periodi considerati, anche avvalendosi di un'analisi basata su modelli. La sezione 3 esamina una delle determinanti principali, ossia la variazione dei rischi per le prospettive di inflazione, che si può desumere dalle informazioni ricavate dai prezzi delle opzioni ed è confermata dalle informazioni estratte dalla SPF della BCE. Il riquadro 1 chiarisce le conclusioni contenute nella sezione 3 evidenziando l'importante differenza tra probabilità neutrali al rischio e probabilità "reali".

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo intitolato *Le attese di inflazione nell'area dell'euro: rassegna degli andamenti recenti* nel numero di febbraio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

## 2 Analisi dei recenti andamenti e delle determinanti delle misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati

**La presente sezione esamina gli andamenti recenti delle aspettative di inflazione a più lungo termine da parte degli investitori analizzando l'evoluzione dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione (SII).** Un SII è un

contratto derivato in cui le parti si impegnano a scambiarsi un pagamento a tasso fisso su un importo nozionale (la "componente fissa" dello swap) con un pagamento pari al tasso di inflazione effettiva su un orizzonte temporale prestabilito sul medesimo importo nozionale. Alla scadenza dello swap vengono scambiati soltanto i flussi di cassa netti, dati dalla differenza tra il tasso sulla componente fissa e il tasso di inflazione effettiva applicato all'importo nozionale del contratto<sup>2</sup>. Il tasso SII sul contratto, pertanto, fornisce indicazioni sul tasso di inflazione atteso dal mercato nell'orizzonte considerato. Il contratto di swap è solitamente legato a un indice dei prezzi al consumo (IPC) non destagionalizzato. Nell'area dell'euro il relativo indice è lo IAPC al netto dei tabacchi, mentre negli Stati Uniti è l'indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani e nel Regno Unito è l'indice dei prezzi al dettaglio.

**I tassi SII offrono una misura più pulita delle aspettative di inflazione a più lungo termine rispetto ai tassi di inflazione di pareggio (TIP) desunti dalle obbligazioni.** Questi ultimi sono calcolati come il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni nominali e quelli delle obbligazioni di pari scadenza indicizzate all'inflazione, spesso di uno specifico paese dell'area dell'euro. La Germania, la Francia, l'Italia e la Spagna hanno attualmente obbligazioni indicizzate all'inflazione riferite allo IAPC al netto dei tabacchi. A differenza dei tassi SII, i TIP possono essere influenzati dalle condizioni di liquidità dei mercati dei relativi titoli che possono essere significative e dai premi al rischio del paese di emissione<sup>3</sup>. Gli operatori di mercato, pertanto, preferiscono impiegare misure delle attese di inflazione a più lungo termine che sono ricavate dai tassi SII anziché dai TIP.

**Tuttavia anche i tassi SII contengono premi al rischio che remunerano l'esposizione al rischio di inflazione.** Come nel caso di tutti gli indicatori tratti dai prezzi nel mercato finanziario, i tassi SII non sono immuni dall'influenza di premi al rischio. In particolare, contengono un premio per il rischio di inflazione che remunera gli investitori per il rischio che l'inflazione realizzata non coincida con l'inflazione

<sup>2</sup> Ad esempio, se la controparte A desidera tutelarsi dal rischio di un'inflazione inaspettatamente elevata nell'anno successivo, può stipulare un contratto SII della durata di un anno con la controparte B per un importo nozionale, a fini illustrativi, pari a un milione di euro e versare alla controparte B una componente fissa dell'1,90 per cento. Se al termine del contratto l'inflazione effettiva si collocasse al 2,50 per cento, la controparte A riceverebbe un pagamento netto di 6.000 euro = [1 milione di euro \* (2,50 per cento - 1,90 per cento)] dalla controparte B (che deve corrispondere l'inflazione effettiva alla controparte A). Per mettersi al riparo da un'inflazione inferiore al previsto, la controparte A può posizionarsi come l'altra parte del contratto (quella rivestita dalla controparte B nell'esempio). In ogni caso, il rendimento netto ottenuto da ciascuna delle controparti è una funzione lineare del livello di inflazione effettiva. Occorre precisare che l'esempio è estremamente semplificato e non tiene conto di alcuni aspetti tecnici, quali i ritardi dell'indicizzazione, che sono presenti nei contratti SII.

<sup>3</sup> Ad esempio, durante la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro si sono verificate distorsioni dei prezzi di mercato del debito di alcuni paesi. In particolare, i timori relativi al rischio di credito sovrano dell'Italia si sono tradotti in un incremento dei rendimenti obbligazionari, che è stato più pronunciato nel caso delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, con la conseguente compressione del TIP implicito. In tempi più recenti, durante periodi di avversione al rischio di mercato finanziario, i flussi di investimento verso attività sicure come le obbligazioni nominali della Germania hanno compresso il TIP implicito nel debito tedesco.

attesa nell'orizzonte previsivo. Il premio per il rischio di inflazione possiede anche un contenuto informativo: non è una mera correzione che è necessario applicare per far emergere le aspettative degli operatori, ma rivela anche a quali scenari inflativi assegnino maggiore probabilità gli investitori. Sebbene non sia osservabile, è possibile stimare il premio per il rischio di inflazione modellizzando la curva degli swap sull'inflazione con un modello a struttura a termine affine o impiegando un indicatore non basato su modelli, come il differenziale tra le aspettative di inflazione ricavate dai mercati e quelle desunte dalle indagini. Entrambi gli approcci mostrano che la quota più consistente della variazione dei tassi SII negli ultimi anni sia imputabile alle fluttuazioni dei premi per il rischio di inflazione.

**Dal 2014 alla metà del 2016 i tassi SII sono diminuiti in misura significativa nelle maggiori economie (cfr. grafico 1).**

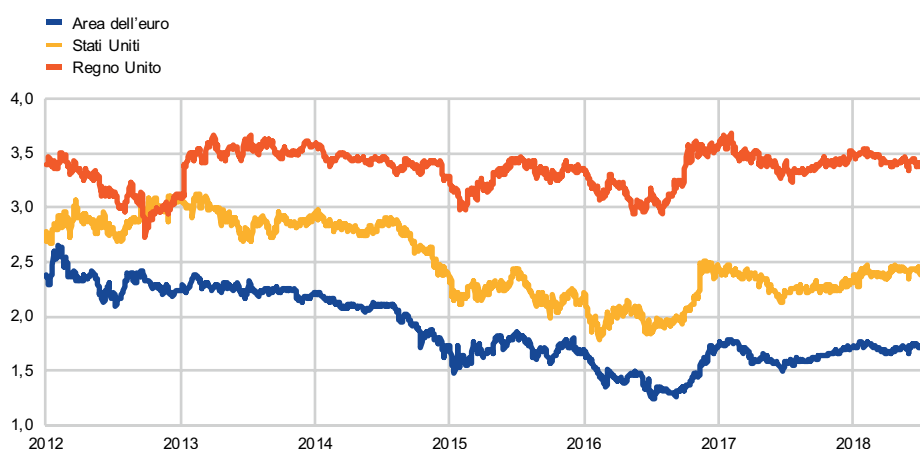
Una misura ampiamente utilizzata delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati è il "tasso SII 5a/5a", ossia il tasso medio di inflazione a cinque anni tra cinque anni implicito nei tassi SII. Esamineremo due diversi periodi relativi agli andamenti del tasso SII 5a/5a. Innanzitutto, il periodo che va dal 2014 alla metà del 2016, quando i tassi SII 5a/5a sono notevolmente diminuiti nelle maggiori aree economiche. Nell'area dell'euro tale tasso ha registrato un calo pari a circa 1 punto percentuale, passando da circa il 2,20 all'1,20 per cento, mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito si è ridotto rispettivamente di 1,10 punti percentuali (raggiungendo l'1,85 per cento) e di 0,70 punti percentuali (attestandosi al 2,90 per cento). Analizzeremo poi il periodo a partire dalla metà del 2016, durante il quale i tassi SII hanno segnato una lieve ripresa. Nell'area dell'euro, infatti, il tasso SII 5a/5a era pari all'1,75 per cento all'inizio di luglio 2018, di circa 50 punti base superiore al livello minimo toccato nel 2016.

**In linea con queste osservazioni, l'analisi econometrica suggerisce che fattori globali abbiano influenzato in misura crescente il tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro.**

Il grafico 1 mostra un marcato comovimento nelle serie temporali dei tassi SII 5a/5a nel Regno Unito, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Per stabilire

**Grafico 1**  
Tassi SII 5a/5a

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Note: il grafico mostra i SII che fanno riferimento all'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei tabacchi per l'area dell'euro, all'indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani per gli Stati Uniti e all'indice dei prezzi al dettaglio per il Regno Unito. L'ultima osservazione si riferisce al 31 luglio 2018.

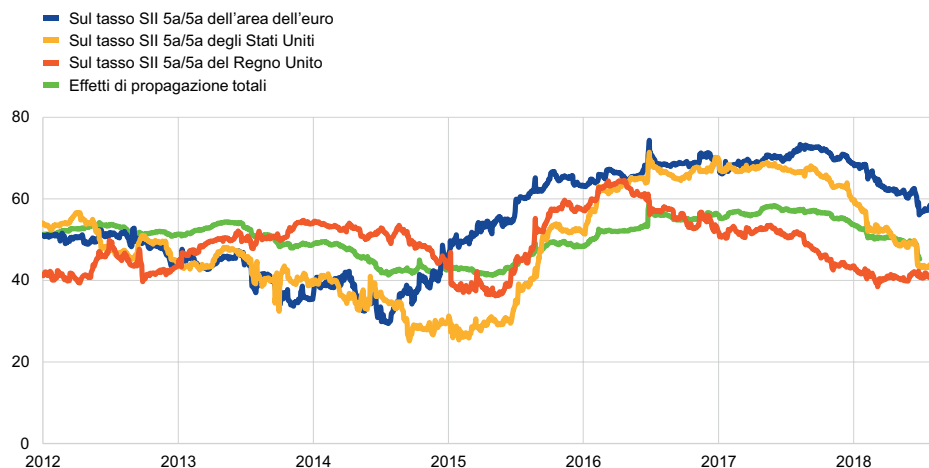
l'importanza di tale relazione e l'entità della sua evoluzione nel tempo, si è effettuata una scomposizione della varianza degli errori di previsione di diversi tassi SII e di altre variabili finanziarie<sup>4</sup>. Abbiamo utilizzato questo modello vettoriale autoregressivo (VAR) per costruire due serie di indici relativi agli effetti di propagazione: a) effetti di propagazione generali all'interno del modello, b) effetti di propagazione sulle attese di inflazione di più lungo periodo in ciascuna area economica. Per quest'ultima serie, l'indice degli effetti di propagazione per l'area dell'euro registra in che misura la varianza degli errori di previsione due settimane in avanti del tasso SII 5a/5a sia riconducibile alle altre variabili del modello VAR.

**Nel 2015 la propagazione sulle attese di inflazione tra le principali economie a più lungo termine sono considerevolmente aumentati riflettendo probabilmente preoccupazioni diffuse a livello mondiale per la debolezza della domanda aggregata e le spinte disinflazionistiche associate (cfr. grafico 2).** La scomposizione della varianza degli errori implica un elevato grado di propagazione tra i tassi SII 5a/5a di tutte e tre le aree economiche. Inoltre l'emergere di un divario positivo tra la propagazione sui tassi SII 5a/5a e gli effetti di propagazione totali (cfr. linea verde nel grafico 2) suggerisce che gli effetti di propagazione sulle aspettative di inflazione a più lungo termine fossero insolitamente elevati dal 2015 rispetto alle altre variabili del modello VAR. Sebbene siano ugualmente aumentati in quel periodo, gli effetti di propagazione sui tassi SII 5a/5a provenienti dai corsi petroliferi

## Grafico 2

Effetti di propagazione tra le attese di inflazione a più lungo termine e le altre variabili finanziarie

(in percentuale della varianza degli errori)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: ciascun indice specifico per area economica rappresenta il contributo degli shock dal lato di tutte le altre variabili nel modello VAR alla varianza degli errori nel tasso SII 5a/5a. Gli effetti di propagazione totali possono essere interpretati come il contributo medio degli shock dal lato di tutte le altre variabili nel modello VAR alla varianza degli errori di ciascuna variabile del modello VAR. I contributi sono calcolati dalla matrice della varianza degli errori di previsione desunta dall'identificazione generalizzata degli shock. L'ultima osservazione si riferisce al 31 luglio 2018.

<sup>4</sup> La scomposizione è condotta secondo la metodologia presentata in Diebold, F.X. e Yilmaz, K., "Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets", *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 119, n. 534, pagg. 158-171, gennaio 2009. L'analisi è basata su un modello vettoriale autoregressivo (VAR) contenente molteplici indicatori finanziari per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Regno Unito. Il modello VAR è stimato in livelli con cinque ritardi, utilizzando dati giornalieri e una finestra mobile di due anni. La scomposizione della varianza degli errori è un esercizio statistico e ciò significa che è difficile determinare la relazione di causalità.

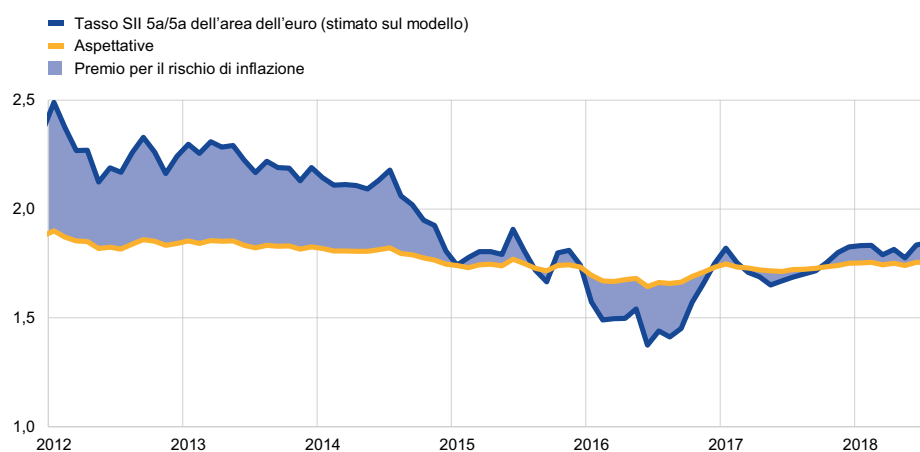
non hanno rappresentato la principale determinante alla base del generale aumento dell'interconnessione tra i tassi SII 5a/5a e le altre variabili del modello VAR. Al contrario, è più probabile che la causa sia da ricercare nei timori predominanti per la debole domanda aggregata mondiale e nelle spinte disinflazionistiche associate.

**Il premio per il rischio di inflazione è entrato in territorio negativo verso la fine del 2015, quando la deflazione, anziché l'eccessiva inflazione, è divenuta il principale timore ed è diminuito l'interesse degli investitori verso strumenti indicizzati all'inflazione (cfr. grafico 3).** Per approfondire le determinanti del calo dei tassi SII, abbiamo modellizzato il premio per il rischio di inflazione 5a/5a dell'area dell'euro utilizzando un modello a struttura a termine affine<sup>5</sup>. La risultante scomposizione del tasso SII 5a/5a nelle aspettative e nel premio per il rischio di inflazione suggerisce che la flessione registrata nel periodo 2014-2016 è derivata in gran parte da una flessione di quest'ultima componente. Alla fine del 2015 il premio per il rischio di inflazione è divenuto negativo, indicando che le evoluzioni economiche negative erano associate allo spettro della deflazione e, inoltre, che gli investitori non avvertivano l'esigenza di tutelarsi dal rischio di scenari inflazionistici. In quel periodo l'inflazione effettiva registrava, di fatto, livelli costantemente al di sotto dei valori previsti dalla maggior parte degli economisti. Il fatto che gli investitori in prodotti indicizzati all'inflazione si ritrovarono continuamente sorpresi al ribasso, pagando quindi tali prodotti più del previsto, potrebbe aver contribuito all'assenza di interesse verso gli strumenti indicizzati all'inflazione. Ciò, a sua volta, può aver indotto una rivalutazione al ribasso dei rischi di inflazione e un corrispondente calo del valore percepito della protezione dall'inflazione, ovvero del premio per il rischio<sup>6</sup>.

### Grafico 3

#### Tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro, corretto per i premi per il rischio di inflazione

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Note: la scomposizione è basata su un modello a struttura a termine affine stimato sulla curva SII zero coupon dell'area dell'euro. La stima segue il metodo descritto in Joslin, S., Singleton, K. e Zhu, H. (2011). Per maggiori dettagli, cfr. Camba-Méndez, G. e T. Werner, Working Paper della BCE n. 2033 (2017). L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

<sup>5</sup> La scomposizione è basata su un modello a struttura a termine affine e stimata sulla curva SII zero coupon dell'area dell'euro. La stima segue il metodo descritto in Joslin, S., Singleton, K. e Zhu, H., "A new perspective on Gaussian dynamic term structure models", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 3, pagg. 926-970, 2011. Per ulteriori dettagli, cfr. Camba-Méndez, G. e Werner, T., "The inflation risk premium in the post-Lehman period", *Working Paper Series*, n. 2033, BCE, marzo 2017.

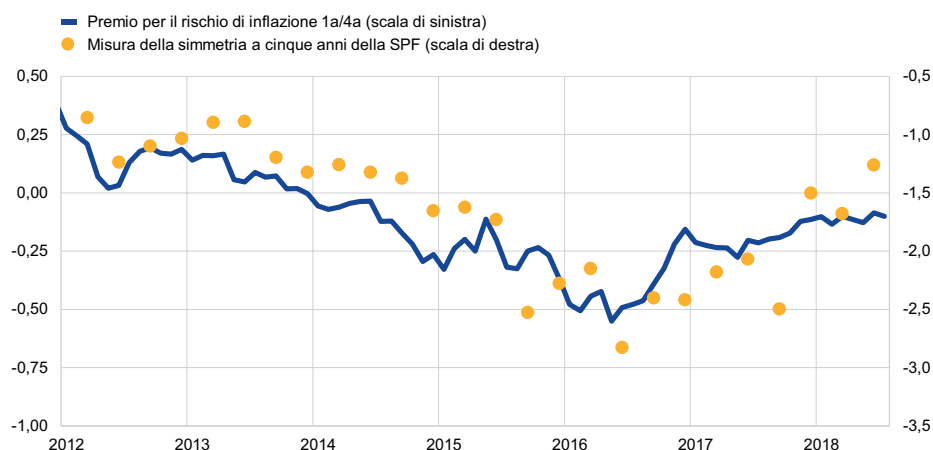
<sup>6</sup> La sezione 3 mostra infatti che il valore della protezione dalla deflazione è notevolmente aumentato alla fine del 2014 e all'inizio del 2015, prima di diminuire in tempi più recenti.

**Il premio per il rischio di inflazione è diminuito quasi contemporaneamente alla correzione al ribasso dei rischi per le prospettive di inflazione, secondo quanto indicato dalle indagini (cfr. grafico 4).** Le previsioni contenute nella SPF della BCE riguardano l'inflazione a cinque anni. Per agevolare il confronto, pertanto, abbiamo considerato una stima del premio per il rischio di inflazione su un orizzonte temporale più breve, ossia il tasso SII a un anno tra quattro anni (1a/4a). Il premio per il rischio di inflazione è diminuito parallelamente al prevalere di rischi al ribasso per le prospettive di inflazione, come evidenziato dalla misura dell'asimmetria desunta dai dati dell'indagine<sup>7</sup>. Tali andamenti potrebbero essere stati determinati dalle preoccupazioni per la debolezza della domanda aggregata e per le spinte disinflazionistiche associate. Come si vedrà nella sezione 3, essi hanno coinciso altresì con un aumento della probabilità di deflazione, così come dimostrato dai prezzi delle opzioni sull'inflazione.

#### Grafico 4

##### Premio per il rischio di inflazione e rischi complessivi desunti dalle indagini

(scala di sinistra: valori percentuali in ragione d'anno; scala di destra: numero di deviazioni standard da zero)



Fonti: elaborazioni della BCE e Thomson Reuters.

Note: il premio per il rischio di inflazione è basato sulla scomposizione di un modello a struttura a termine affine e stimato sulla curva SII zero coupon dell'area dell'euro. La stima segue il metodo descritto in Joslin, S., Singleton, K. e Zhu, H. (2011). La misura dell'asimmetria include le seguenti misure: asimmetria, asimmetria quantile, distanza media-mediana e media-previsioni puntuali utilizzando distribuzioni continue derivate da interpolazione lineare e interpolazione mediante spline cubica. Le serie individuali che comprendono la misura dell'asimmetria sono state standardizzate per la loro deviazione standard (dal 2011) per agevolare il confronto. Il segno meno (più) indica che i rischi complessivi sono percepiti come orientati al ribasso (rialzo). L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2018.

**Dalla metà del 2016 le misure delle attese di inflazione a più lungo termine hanno mostrato una tendenza al rialzo.** Il tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro ha raggiunto il livello minimo nel 2016 (circa 1,20 per cento), poco dopo il referendum britannico sulla permanenza nell'Unione europea e le condizioni di turbolenza nei mercati che ne sono derivate. Nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito le misure delle attese di inflazione a più lungo termine hanno mostrato da allora una tendenza al rialzo. Considerando nuovamente la scomposizione del modello a struttura a termine dei tassi SII 5a/5a dell'area dell'euro mostrata nel grafico 3, è evidente che durante tale ripresa si sia registrato un aumento sensibile della componente del premio per il rischio di inflazione, sebbene a

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro intitolato *Modalità di valutazione dei rischi per l'inflazione da parte degli esperti* nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

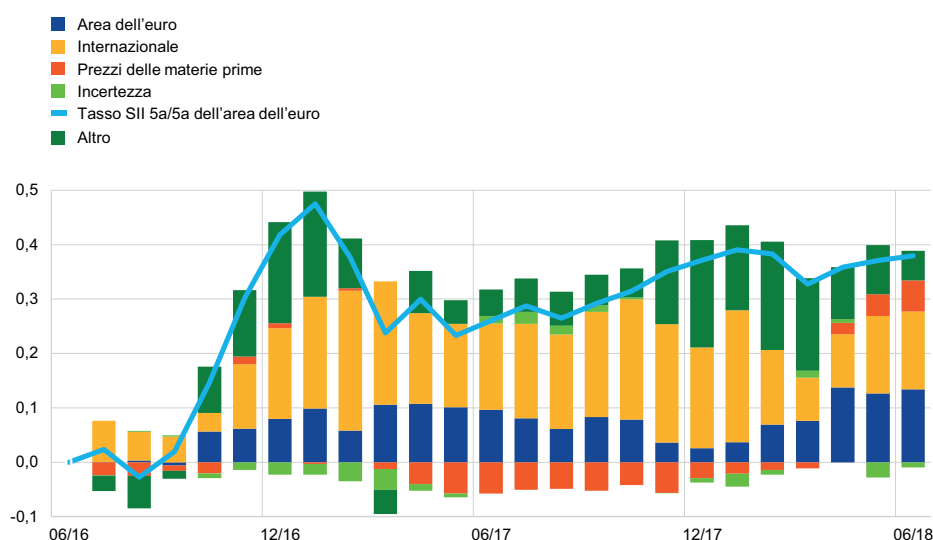
partire da livelli storicamente bassi e negativi. È probabile che tale aumento abbia riflesso il venir meno dei rischi al ribasso percepiti per le prospettive di inflazione, a fronte del miglioramento generalizzato delle prospettive economiche mondiali e dell'orientamento accomodante della politica monetaria. La ripresa dell'inflazione in tutte e tre le aree economiche suggerisce che fattori comuni, come il ciclo economico mondiale, abbiano esercitato una forte influenza sulle attese di inflazione a più lungo termine. L'analisi degli effetti di propagazione sui tassi SII mostrata nel grafico 2 indica che, benché la propagazione si sia lievemente attenuata, permane elevata l'interconnessione dei tassi SII tra le aree economiche.

**L'analisi basata su modelli avvalorata l'ipotesi che la ripresa dei tassi SII sia riconducibile al venir meno dei rischi al ribasso percepiti per le prospettive di inflazione, a fronte del miglioramento generalizzato delle prospettive economiche mondiali e dell'area dell'euro (cfr. grafico 5).** L'analisi del recente aumento delle misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati è stata ulteriormente approfondita con una scomposizione basata su modelli per comprenderne le determinanti e valutarne in modo più formale l'impatto. La scomposizione è fondata su un modello VAR stimato con metodi bayesiani a frequenza mensile per le quattro aree economiche (Stati Uniti, Regno Unito, Cina e area dell'euro), che misura i contributi alle fluttuazioni delle variabili utilizzando una scomposizione degli shock su base storica. Oltre al tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro, l'insieme delle variabili include le variabili reali e finanziarie, gli indicatori di incertezza e i prezzi delle materie prime ed è stato selezionato sulla base di motivazioni economiche e rilevanza, come suggerito dagli studi esistenti e dai

## Grafico 5

### Determinanti macroeconomiche dei tassi SII 5a/5a dell'area dell'euro

(valori percentuali; differenza rispetto a giugno 2016)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra una scomposizione degli shock su base storica da un modello VAR ampio stimato con metodi bayesiani, con stime a frequenza mensile a partire dal 2005. Le variabili endogene includono: indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) degli Stati Uniti, PMI dell'area dell'euro, PMI del Regno Unito, indice dei prezzi alla produzione (IPP) degli Stati Uniti, IPP della Cina, IPP dell'area dell'euro, disoccupazione dell'area dell'euro, indice dei prezzi al consumo (core) dell'area dell'euro, corsi petroliferi, prezzi dei metalli (in euro), indice S&P500, indice EuroStoxx, tasso a due anni privo di rischio dell'area dell'euro, tasso a dieci anni privo di rischio dell'area dell'euro, indice VIX, differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni italiani e tedeschi, TCEN-38 dell'euro, tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro. Le variabili esogene includono: consistenze in essere dei titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione. Gli shock sono identificati utilizzando l'ordinamento di Cholesky. Il grafico comprende le variazioni cumulate da giugno 2016. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2018.

rapporti sul mercato. Dalla scomposizione dell'incremento cumulato del tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro a partire da giugno 2016 (quando il tasso SII 5a/5a ha toccato il minimo) emerge che lo stesso è stato principalmente determinato da una combinazione di fattori relativi all'area e di carattere internazionale. Ciò sarebbe in linea con il venir meno dei rischi al ribasso percepiti per le prospettive di inflazione, a fronte del miglioramento generalizzato delle prospettive economiche mondiali. Da allora il tasso SII 5a/5a dell'area dell'euro si è ulteriormente rafforzato per via delle migliori prospettive di crescita dell'area. I prezzi delle materie prime hanno avuto un ruolo marginale per l'intero orizzonte temporale, esercitando tuttavia un impatto positivo sul tasso SII 5a/5a dell'area nel corso del 2018.

### 3 Distribuzione delle attese di inflazione desunte dai mercati

**L'analisi dei prezzi delle opzioni sull'inflazione nell'area dell'euro fornisce informazioni tempestive sulla distribuzione delle attese di inflazione da parte degli operatori di mercato in aggiunta a quelle offerte dalla tendenza centrale indicata dai tassi swap.** Le opzioni sull'inflazione differiscono dai SII per la "non linearità" dei rendimenti. Nel caso delle opzioni sull'inflazione dell'area dell'euro, ciò significa che: a) sono remunerative se l'inflazione misurata dallo IAPC al netto dei tabacchi supera una determinata soglia e non producono rendimenti in caso contrario (cap sull'inflazione); oppure b) sono remunerative se l'inflazione risulta inferiore a una determinata soglia e non producono rendimenti in caso contrario (floor sull'inflazione). Le opzioni sull'inflazione tutelano quindi efficacemente dal rischio solo di specifici andamenti dell'inflazione e, a parità di altre condizioni, la disponibilità degli investitori a pagare per tale garanzia dipenderà dalla probabilità che si verifichi l'andamento ipotizzato. Confrontando i prezzi delle opzioni che tutelano dal rischio di scenari differenti, è possibile dedurre la probabilità assegnata dagli investitori a tali scenari, ovvero la distribuzione delle probabilità relative alle aspettative di inflazione degli investitori.

**L'evoluzione delle probabilità implicite nelle opzioni relative a un insieme di andamenti dell'inflazione mostra che negli ultimi anni la distribuzione delle attese di inflazione è notevolmente cambiata (cfr. grafico 6).** Il grafico traccia la cosiddetta probabilità neutrale al rischio di diversi andamenti rilevanti dell'inflazione, impliciti nelle opzioni "zero coupon" i cui rendimenti dipendono dall'inflazione media dell'area dell'euro a cinque anni (cfr. il riquadro 1 per un esame della corretta interpretazione delle probabilità neutrali al rischio)<sup>8</sup>. In quanto tali, le probabilità riflettono sostanzialmente aspettative di inflazione *a pronti* nei prossimi cinque anni *a partire da oggi* e pertanto non possono essere confrontate una a una con, ad esempio, il citato tasso SII 5a/5a, che è un tasso *a termine* a cinque anni *tra cinque anni*. L'evoluzione della distribuzione implicita è tuttavia utile in quanto cinque anni sono un periodo sufficientemente lungo per coprire non soltanto le aspettative degli operatori di mercato in relazione agli andamenti

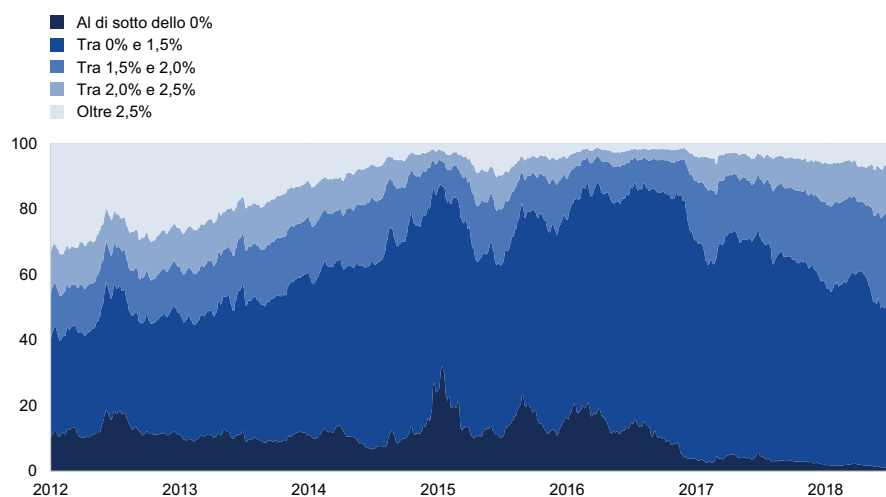
<sup>8</sup> L'estrazione delle probabilità neutrali al rischio è basata su Breeden, D. e Litzenberger, R., "Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices", *Journal of Business*, vol. 51, n. 4, pagg. 621-651, 1978. I prezzi delle opzioni sono tradotti nelle volatilità implicite utilizzando la formula di Black-Scholes e l'interpolazione delle volatilità implicite segue Shimko, D., "Bounds of Probability", *RISK*, n. 6, pagg. 33-37, 1993.

di breve periodo dell'inflazione dell'area dell'euro, ma anche le prospettive per l'inflazione a medio termine.

### Grafico 6

Distribuzione neutrale al rischio implicita nelle opzioni relative all'inflazione media dell'area dell'euro nei prossimi cinque anni

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: probabilità implicite nelle opzioni sull'inflazione zero coupon a cinque anni, distribuite su cinque giorni lavorativi. Le probabilità neutrali al rischio possono differire notevolmente da quelle fisiche o reali. L'ultima osservazione si riferisce al 31 luglio 2018.

**Alla fine del 2014 e all'inizio del 2015, in particolare, le distribuzioni implicite nelle opzioni si sono spostate verso i timori di deflazione, poi costantemente diminuiti dopo l'introduzione del PAA.** Il grafico 6 mostra che la probabilità neutrale al rischio di deflazione ha iniziato ad aumentare notevolmente verso la fine del 2014 raggiungendo a gennaio 2015, quando è stato annunciato il PAA, livelli significativamente superiori a quelli precedentemente registrati. Il quadro complessivo delle probabilità relative alle prospettive degli investitori per l'inflazione dell'area dell'euro era allora fortemente sbilanciato verso esiti deflazionistici e risultati bassi, ma positivi (tra lo 0 e l'1,5 per cento), in netto contrasto rispetto a quanto osservato tre anni prima, quando la distribuzione implicita nelle opzioni indicava che gli operatori di mercato assegnavano una ben maggiore probabilità a tassi di inflazione elevati (superiori al 2,5 per cento). Dopo l'annuncio del PAA il rischio di deflazione implicito nei prezzi delle opzioni sull'inflazione dell'area dell'euro è diminuito drasticamente, pur restando relativamente elevato per qualche tempo. Con il proseguimento del PAA e il miglioramento delle prospettive generali per l'inflazione, tuttavia, lo spettro della deflazione nell'area si è gradualmente dissolto ed è adesso considerato trascurabile dagli operatori di mercato.

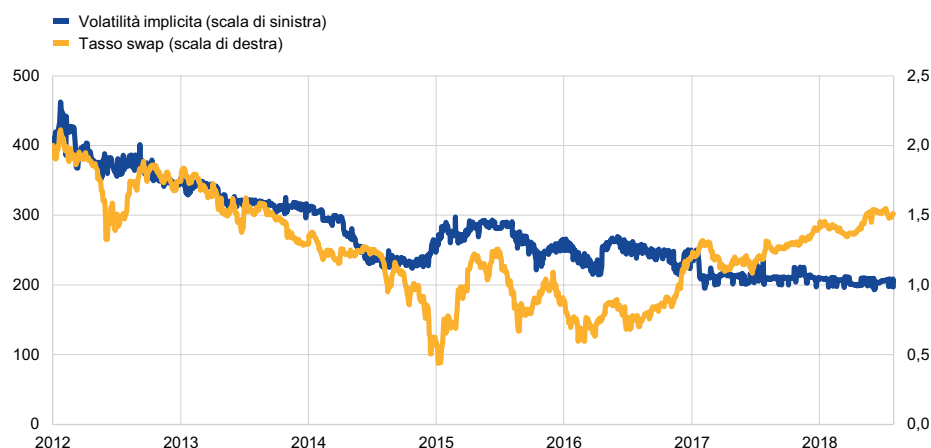
**Le informazioni contenute nei prezzi delle opzioni sull'inflazione dell'area dell'euro suggeriscono inoltre che gli investitori hanno iniziato a includere nel prezzo minori livelli di incertezza riguardo alle prospettive dell'inflazione.** La tendenza non è soltanto evidente nel grafico 6, dal quale si evince che la costante diminuzione del rischio di deflazione implicito nelle opzioni non è stata accompagnata da un concomitante aumento della probabilità di esiti inflazionistici elevati e che la probabilità implicita nelle opzioni attualmente assegnata a scenari di alta inflazione e deflazione insieme è ben al di sotto del livello osservato all'inizio del periodo in esame;

ma emerge chiaramente anche nel grafico 7, che mostra l'evoluzione dell'incertezza inflazionistica misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni (una misura del differenziale della distribuzione, cfr. linea blu) insieme agli andamenti del tasso swap a cinque anni (una misura della tendenza centrale della distribuzione, cfr. linea gialla)<sup>9</sup>. È evidente che la tendenza al ribasso delle volatilità implicite nelle opzioni nel periodo compreso tra il 2012 e il 2014, accompagnata dal concomitante calo del tasso swap, non sia stata successivamente invertita. Nonostante la sensibile ripresa del tasso swap a partire dalla seconda metà del 2016, infatti, le volatilità implicite sono rimaste su livelli molto contenuti e, tutt'al più, sono ulteriormente diminuite. Ciò suggerisce che l'incertezza degli investitori riguardo all'inflazione dell'area dell'euro continua a essere modesta, e con essa i premi al rischio richiesti, anche in virtù del sostanziale miglioramento delle prospettive per l'inflazione (cfr. anche grafico 3).

### Grafico 7

#### Incetezza inflazionistica implicita nelle opzioni sull'inflazione dell'area dell'euro

(scala di sinistra: punti base; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: "volatilità implicita" indica la media delle volatilità implicite delle opzioni sull'inflazione zero coupon a cinque anni con differenti tassi strike (sia opzioni di tipo "cap", sia opzioni di tipo "floor"). "Tasso swap" indica gli swap indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi a cinque anni. L'ultima osservazione si riferisce al 31 luglio 2018.

## Riquadro 1

### Interpretazione delle probabilità implicite nelle opzioni

a cura di Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd e Rupert de Vincent-Humphreys

**È importante sottolineare che le probabilità "neutrali al rischio" implicite nelle opzioni, pur contenendo preziose informazioni, non devono essere considerate identiche alle sottostanti probabilità "reali" degli andamenti dell'inflazione. Ciò significa che una probabilità di deflazione implicita nelle opzioni, pari ad esempio al 25 per cento, non comporta che gli**

<sup>9</sup> La volatilità implicita è un concetto importante nella determinazione del prezzo delle opzioni. Indica il livello di volatilità dell'attività sottostante nell'arco di vita dell'opzione che, dato un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, è in linea con il prezzo corrente di mercato dell'opzione. Intuitivamente, prezzi maggiori che tutelano dal rischio di determinati scenari sono associati a più elevate probabilità che tali scenari si verifichino in futuro. A parità di altre condizioni, probabilità più elevate corrispondono a loro volta a più alti livelli di volatilità futura dell'attività sottostante. Le volatilità implicite, pertanto, possono essere estratte dai prezzi sulla base di un dato modello di determinazione dei prezzi delle opzioni. Ad esempio, se gli investitori diventano più incerti riguardo ai futuri andamenti dell'inflazione, ossia ipotizzano in prospettiva una maggiore volatilità, i prezzi delle opzioni sull'inflazione aumenteranno. È importante sottolineare la natura prospettica e soggettiva della volatilità implicita, che la distingue dal concetto di volatilità storica o effettiva.

investitori credano che vi sia una possibilità su quattro che la stessa si verifichi. Pur essendo in parte controintuitivo, ciò è dovuto, come spiega il presente riquadro, alla presenza dei premi al rischio nei mercati finanziari.

**Le probabilità “neutrali al rischio” implicite nelle opzioni si ottengono imponendo condizioni di non arbitraggio sui mercati finanziari assumendo che gli investitori siano neutrali al rischio.** Le distribuzioni implicite nelle opzioni delle attese di inflazione nell’area dell’euro presentate nell’articolo si fondano, tra le altre cose, sul noto modello di Black-Scholes per la determinazione del prezzo delle opzioni. Secondo tale modello gli investitori non possono assicurarsi un utile privo di rischio acquistando (o vendendo) un’opzione e vendendo (o acquistando) al contempo un portafoglio di altre attività che replicano esattamente il rendimento futuro dell’opzione. Tale concetto di “assenza di arbitraggio” è al centro della teoria relativa alla determinazione del prezzo delle attività e genera le probabilità secondo una misura della probabilità neutrale al rischio, solitamente indicata con  $Q$ . In modo più formale e semplice, il  $P^Q(\pi)$  prezzo di un’attività indicizzata all’inflazione oggi ( $p_t$ ) dipende dalle probabilità neutrali al rischio e dai rendimenti attesi a un periodo  $E_t(x_{t+1}(\pi))$  associati a diversi andamenti dell’inflazione  $\pi \in \Pi$ , così come dal tasso privo di rischio  $r_f$ :

$$p_t = \sum_{\pi \in \Pi} \frac{1}{1+r_f} P^Q(\pi) E_t(x_{t+1}(\pi)) \quad (1)$$

Il prezzo dell’attività in assenza di arbitraggio è quindi una somma ponderata per la probabilità dei rendimenti futuri attesi scontati al tasso privo di rischio. Ipotizzando che  $p_t$  sia pari al prezzo corrente di mercato, è possibile determinare le probabilità neutrali al rischio  $P^Q(\pi)$  sulla base dei rendimenti attesi  $E_t(x_{t+1}(\pi))$  e del tasso privo di rischio conosciuto  $r_f$ .

**Dal momento che gli investitori sono normalmente avversi al rischio, le probabilità neutrali al rischio estratte incorporano siano le preferenze per il rischio degli agenti sia le sottostanti probabilità reali di andamenti differenti.** Gli investitori avversi al rischio sono disposti a pagare un premio per tutelarsi dal rischio di perdite associate ad andamenti particolarmente negativi. Ad esempio, nel contesto dell’inflazione, ciò può significare che gli investitori considerano di maggior valore i rendimenti delle opzioni che sono remunerative nel caso di eventi estremi come deflazione o inflazione (molto) elevata, anziché quelli di opzioni che sono remunerative in caso di inflazione bassa ma positiva. Il prezzo effettivo delle opzioni sull’inflazione, pertanto, riflette la somma scontata dei valori che gli investitori attribuiscono ai rendimenti futuri in diversi scenari  $\pi \in \Pi$ , ove tali scenari sono ponderati per le probabilità  $P(\pi)$  reali, o fisiche, secondo la misura  $P$ .

**Le probabilità neutrali al rischio, di conseguenza, tendono a sovrastimare le corrispondenti probabilità reali di eventi estremi e a sottostimare quelle di eventi non estremi.** Per osservare tale tendenza, si noti che l’estrazione di  $P^Q(\pi)$  sulla base dell’equazione 1) dipende dai rendimenti futuri attesi  $E_t(x_{t+1}(\pi))$  nei vari andamenti dell’inflazione  $\pi \in \Pi$ , piuttosto che dal valore della realizzazione che gli investitori effettivamente assegnano agli stessi. In generale,  $E_t(x_{t+1}(\pi))$  rappresenterà pertanto una sottostima relativa di tali valori in caso di eventi estremi e una sovrastima relativa in caso di eventi non estremi. È evidente che, per un determinato prezzo di mercato  $p_t$ , ciò deve essere compensato dalle probabilità neutrali al rischio estratte  $P^Q(\pi)$  che sono superiori rispetto alle probabilità fisiche reali  $P(\pi)$  nel caso di eventi estremi, ma inferiori nel caso di eventi non estremi.

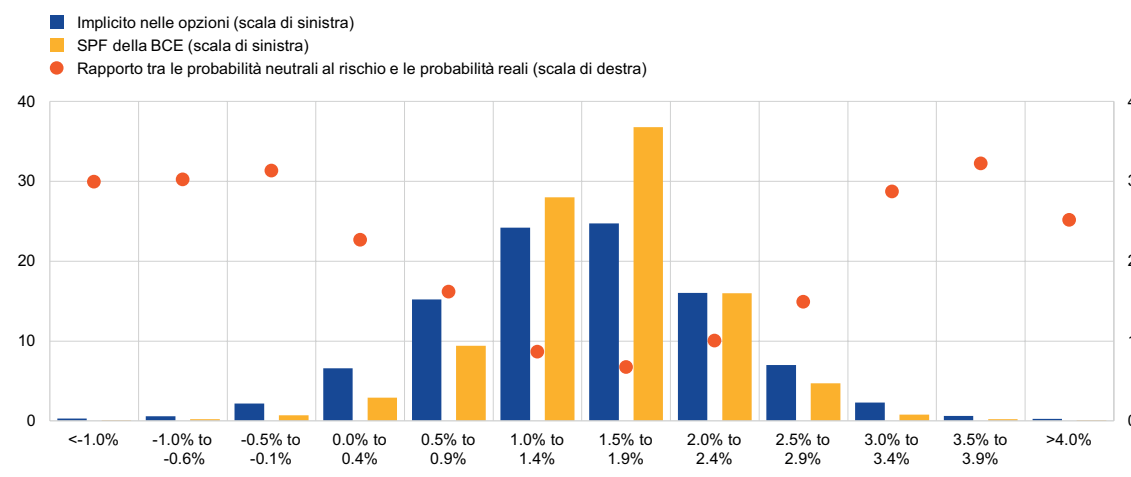
**L'impatto dei premi al rischio sul livello delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni relative all'inflazione nell'area dell'euro può anche essere illustrato confrontando le stesse con i risultati dell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF).** La SPF assolve a questo scopo poiché ai partecipanti non viene soltanto chiesto di esprimere le proprie attese rispetto all'inflazione nell'area dell'euro per differenti orizzonti temporali, ma anche di valutare le probabilità che i diversi esiti dello spettro si realizzino. Tali probabilità corrispondono per definizione alle probabilità reali che non risentono dei premi al rischio e offrono, quindi, un punto di riferimento naturale per valutare in che misura gli operatori di mercato includano i premi per il rischio nel prezzo delle opzioni sull'inflazione.

**Il grafico A mostra che le probabilità implicite nelle opzioni tendono di fatto a essere superiori alle probabilità reali implicite nell'indagine in corrispondenza dei valori estremi della distribuzione, in linea con l'ipotesi secondo cui gli investitori richiedono premi al rischio per tali andamenti.** Il grafico compara i risultati per l'inflazione nell'area dell'euro a un anno che, in ragione della disponibilità delle opzioni sull'inflazione dell'area e degli orizzonti considerati dalla SPF, è l'arco temporale che permette il raffronto più stretto. Le probabilità implicite nelle opzioni (istogrammi blu) superano distintamente le probabilità implicite nell'indagine (istogrammi gialli) per gli scenari in cui l'inflazione risulta negativa o superiore al 3 per cento. In ciascun caso, le probabilità neutrali al rischio sono circa tre volte più elevate delle probabilità reali (punti rossi). Viceversa, le probabilità reali tendono a superare le rispettive probabilità neutrali al rischio nel caso di tassi di inflazione modesti, ma positivi, che si collocano tra i citati eventi estremi. Tali osservazioni confermano che gli investitori avversi al rischio attribuiscono maggior valore ai rendimenti delle opzioni

## Grafico A

Probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni e probabilità reali desunte dalla SPF della BCE

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: rapporti)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: "Implicite nelle opzioni" indica la probabilità neutrale al rischio di un dato andamento dell'inflazione, estratta dai prezzi delle opzioni zero coupon a un anno basate sull'inflazione (inclusi i tre mesi precedenti) misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto dei tabacchi per l'area dell'euro. "SPF della BCE" indica la probabilità fisica relativa all'inflazione misurata sullo IAPC nel corso del prossimo anno, implicita nelle risposte dei previsori professionali intervistati dalla BCE (sulla base dei risultati del primo trimestre 2018). Per agevolare il confronto, le probabilità neutrali al rischio sono valutate all'ultima data utile per la formulazione delle risposte da parte dei partecipanti alla SPF (11 gennaio 2018). Il "rapporto tra le probabilità neutrali al rischio e le probabilità fisiche" è calcolato dividendo le probabilità implicite nelle opzioni per le probabilità implicite nella SPF.

sull'inflazione in regime di deflazione o di elevata inflazione, determinando un divario più ampio tra le probabilità neutrali al rischio e probabilità reali associate<sup>10</sup>.

**Sebbene sia necessario interpretare le probabilità implicite nelle opzioni tenendo conto delle considerazioni esposte, tracciare l'evoluzione di tali probabilità nel tempo fornisce importanti informazioni sul variare della valutazione operata dagli investitori circa le prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro.** La ragione è che le variazioni delle probabilità neutrali al rischio e delle corrispondenti probabilità reali saranno sostanzialmente coerenti tra loro, a meno che non ci sia una correlazione negativa tra le probabilità fisiche reali e i premi al rischio. Quest'ultimo scenario, tuttavia, implicherebbe, ad esempio in caso di deflazione, che un investitore debba sistematicamente rivedere al ribasso il premio per il rischio di deflazione ove si giudichino in aumento le probabilità che tale evento si verifichi. Ciò non sembra plausibile: generalmente le probabilità reali e i premi al rischio, infatti, dovrebbero avere un andamento simile nel corso del tempo (a livelli variabili). Osservare l'evoluzione delle probabilità implicite nelle opzioni, pertanto, fornisce segnali utili e tempestivi del mutare delle sottostanti prospettive degli investitori riguardo all'inflazione.

---

#### 4 Osservazioni conclusive

**Le attese di inflazione dell'area dell'euro desunte dai mercati hanno recentemente segnato una ripresa, sulla scorta di un significativo miglioramento delle prospettive macroeconomiche dell'area, dopo il sensibile calo registrato tra il 2014 e la metà del 2016.** L'analisi relativa ai loro andamenti proposta nel presente articolo suggerisce che tale diminuzione è correlata a evoluzioni simili verificatesi nelle altre principali economie. Ulteriori approfondimenti indicano che alla flessione delle misure delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro desunte dai mercati abbiano contribuito, oltre a fattori interni, preoccupazioni di ordine mondiale per la debolezza della domanda aggregata e le spinte disinflazionistiche associate. Il successivo recupero sembra essere stato trainato da un parziale dissolvimento di tali timori e, in particolare, da un sostanziale miglioramento del quadro macroeconomico dell'area, soprattutto per effetto della politica monetaria accomodante condotta dalla BCE.

**I recenti rialzi delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dai mercati sono innanzitutto riconducibili ai rialzi dei premi per il rischio di inflazione, che sono variati in seguito al bilanciamento dei rischi per le prospettive di inflazione.** Una scomposizione dei movimenti degli indicatori ricavati dai mercati mostra che sia la componente legata alle sole aspettative sia quella relativa al premio per il rischio di inflazione hanno contribuito al calo iniziale e alla successiva ripresa. Tuttavia, si ritiene che gran parte della flessione osservata tra il 2014 e la metà del 2016 abbia tratto origine dalla componente connessa al premio al rischio, diminuita quasi contemporaneamente alla correzione al ribasso dei rischi per

---

<sup>10</sup> È importante ricordare che le probabilità contenute nelle indagini si fondano su distribuzioni soggettive. Tuttavia, vi sono evidenze della tendenza degli esperti a manifestare eccessiva fiducia nell'accuratezza delle proprie valutazioni relative agli scenari futuri; in altre parole, è possibile che assegnino una probabilità troppo ridotta agli eventi estremi. Parte del divario tra le probabilità relative agli eventi estremi implicite nell'indagine e le corrispondenti probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni può anche essere imputabile quindi a tale "effetto di eccessiva fiducia".

le prospettive di inflazione implicita nella asimmetria delle distribuzioni di probabilità contenute nella SPF. Tali due fattori, considerati insieme, indicano che gli investitori non hanno avvertito l'esigenza di tutelarsi dal rischio di scenari inflazionistici in corrispondenza del livello minimo toccato nella metà del 2016, ma erano al contrario preoccupati di possibili esiti deflazionistici.

**Gli indicatori desunti dai mercati suggeriscono, inoltre, che nell'area dell'euro lo spettro della deflazione si è gradualmente affievolito dopo la presentazione del PAA da parte della BCE ed è ora considerato trascurabile dagli investitori.**

Per l'analisi sono stati utilizzati i prezzi delle opzioni sull'inflazione che tutelano dal rischio di diversi scenari inflazionistici per estrarre le distribuzioni di probabilità implicite nei mercati in relazione alle prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro. A gennaio 2015, quando la BCE ha annunciato il PAA, le probabilità di deflazione implicite hanno raggiunto livelli significativamente superiori a quelli registrati in precedenza. In quel momento, le aspettative degli investitori erano fortemente sbilanciate verso scenari deflazionistici o di bassa inflazione. Con il proseguimento del PAA e il miglioramento delle prospettive economiche ed inflazionistiche, tuttavia, lo spettro della deflazione nell'area dell'euro si è gradualmente dissolto.

### 3 Tendenze e andamenti nell'utilizzo del contante in euro negli ultimi dieci anni

a cura di Laure Lalouette e Henk Esselink

#### 1 Andamenti della circolazione delle banconote in euro

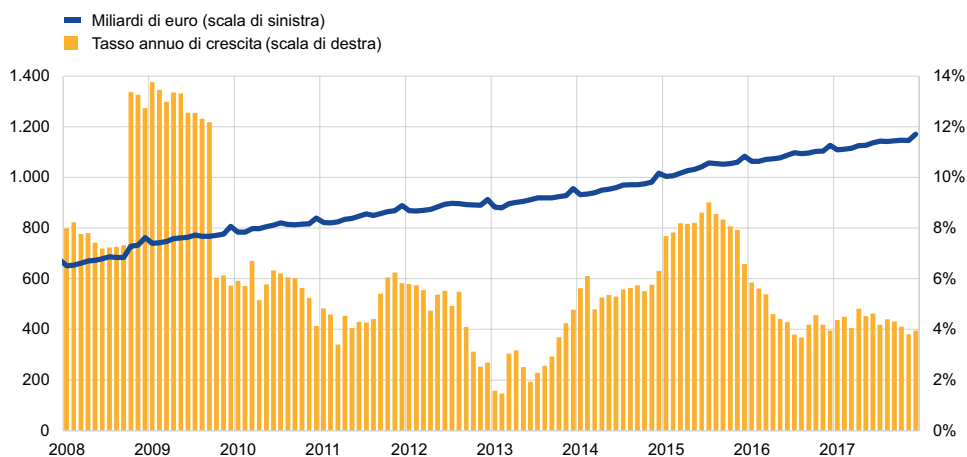
##### 1.1 Andamenti complessivi della circolazione

**Il valore delle banconote in euro in circolazione è aumentato costantemente nel periodo tra gennaio 2008 e dicembre 2017, con un tasso di crescita medio annuo pari al 6,1 per cento.** Alla fine del 2017, il valore totale delle banconote in euro in circolazione ammontava a 1.171 miliardi di euro, con un tasso annuo di crescita pari al 4,0 per cento. I fenomeni di stagionalità che interessano la circolazione si concentrano, in particolare, durante le vacanze estive e il periodo natalizio (cfr. grafico 1). Il rapporto fra banconote in circolazione e prodotto interno lordo (PIL) in termini nominali è aumentato, passando dal 7,9 al 10,5 per cento negli ultimi dieci anni: ciò segnala che, anche se allineato con il trend di crescita del PIL (cfr. grafico 2), il valore delle banconote in euro in circolazione è aumentato più rapidamente dell'economia nel suo complesso e che altri fattori hanno quindi contribuito a tale crescita. Alcuni di questi fattori sono descritti in maggior dettaglio nel presente articolo.

##### Grafico 1

##### Circolazione delle banconote in euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili; miliardi di euro)



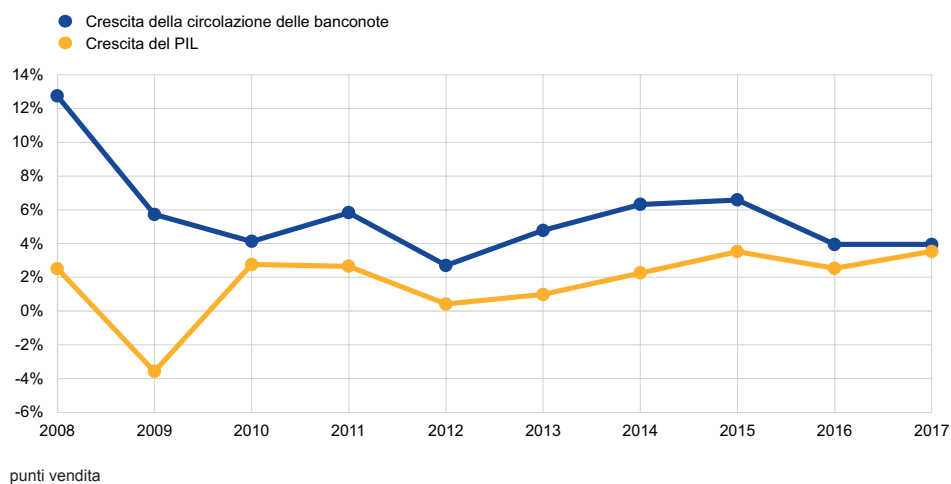
Fonte: Currency Information System della BCE.  
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al 31 dicembre 2017.

**Nel periodo in esame l'euro è stato adottato, in sequenza, da Cipro e Malta nel 2008, dalla Slovacchia nel 2009, dall'Estonia nel 2011, dalla Lettonia nel 2014 e dalla Lituania nel 2015.** Gli effetti dell'introduzione dell'euro in questi paesi sulla quantità e sul valore delle banconote in euro in circolazione sono stati, tuttavia, molto limitati. Due mesi dopo l'introduzione dell'euro, i rispettivi contributi di questi paesi al valore complessivo delle banconote in euro in circolazione oscillavano fra lo 0,03 e lo 0,35 per cento.

## Grafico 2

### Circolazione delle banconote in euro e PIL

(valori percentuali)



Fonti: Currency Information System e Statistical Data Warehouse della BCE.

Note: tassi di crescita sui dodici mesi calcolati a fine anno. PIL in termini nominali a prezzi di mercato.

Oltre all'introduzione dell'euro nei suddetti sei Stati membri, la circolazione delle banconote in euro nel periodo dal 2008 alla fine del 2017 è stata caratterizzata da quattro eventi principali.

**La crisi di Lehman Brothers** - Fra gennaio e settembre 2008, il tasso di crescita medio annuo della circolazione in valore era pari al 7,6 per cento. A seguito della bancarotta di Lehman Brothers, avvenuta il 15 settembre 2008, l'emissione netta di banconote in euro è aumentata di 43,7 miliardi in ottobre; di questi, i trasferimenti netti di banconote in euro alle regioni esterne all'area ammontavano a 13,7 miliardi di euro, il più alto valore registrato dall'introduzione dell'euro. Da ottobre 2008 a fine settembre 2009, il valore delle banconote in circolazione ha continuato a crescere, a un tasso medio annuo pari al 13,0 per cento. Durante questo periodo il valore della circolazione è aumentato di 83,3 miliardi di euro, rispetto ai soli 46,6 miliardi del periodo tra ottobre 2007 e la fine di settembre 2008. Da ciò si può desumere che l'ulteriore aumento del valore della circolazione dovuto alla crisi corrispondeva a circa 37 miliardi di euro. I tagli da 50, 100 e 500, che rappresentavano rispettivamente il 18,4, il 17,5 e il 56,9 per cento dell'ulteriore aumento, hanno fornito il contributo più consistente.

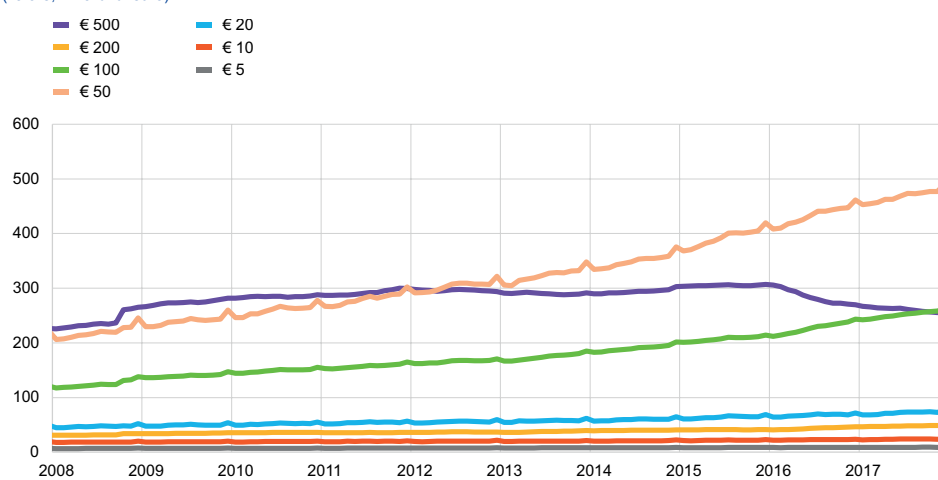
**La crisi del debito sovrano** - L'autunno del 2009 ha segnato, in Europa, l'inizio della crisi del debito sovrano, i cui effetti sulla domanda di banconote sono durati fino alla fine del 2013. In un contesto di incertezza dei mercati finanziari, assenza di fiducia nel debito pubblico e modesta crescita del PIL nell'area dell'euro, la domanda di banconote è rallentata e il tasso di crescita annuo del valore della circolazione ha raggiunto il minimo storico dell'1,5 per cento. Tuttavia, in tutto il periodo tra ottobre 2009 e la fine del 2013, l'aumento del valore della circolazione su base annua è stato comunque relativamente sostenuto, con una media del 4,6 per cento.

**La ripresa economica nell'area dell'euro** - Insieme ai bassi tassi di interesse (cfr. grafico 3), essa ha determinato un'accelerazione della crescita della circolazione di banconote a partire dall'inizio del 2014. A dicembre 2014 il deprezzamento del rublo russo rispetto all'euro ha portato a un notevole aumento degli acquisti di banconote in euro da parte di regioni al di fuori dell'area, in particolar modo la Russia. A dicembre 2014 i trasferimenti netti sono stati pari a 6,5 miliardi di euro, segnando il volume mensile più elevato registrato dalla crisi finanziaria del 2008-2009. Durante il periodo tra gennaio 2014 e gennaio 2016, il tasso medio annuo di crescita è stato pari al 6,8 per cento.

### Grafico 3

#### Banconote in euro in circolazione per taglio

(valore, miliardi di euro)



Fonte: Currency Information System della BCE.

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

#### La decisione del Consiglio direttivo sulla banconota da 500 euro -

Il 4 maggio 2016 il Consiglio direttivo ha deciso di terminare la produzione della banconota da 500 euro con effetto immediato e interromperne l'emissione verso la fine del 2018. La circolazione delle banconote da 500 euro è costantemente diminuita fin da quando le prime riflessioni condotte su tale ipotesi sono state riferite dai media a febbraio 2016, sebbene il calo si sia stabilizzato a partire da aprile 2017. Alla fine dello stesso anno, il valore delle banconote da 500 euro in circolazione era pari a 256,8 miliardi di euro, rispetto ai 306,8 miliardi alla fine del 2015. Al tempo stesso, la domanda dei tagli da 200, 100 e 50 euro è aumentata più che negli anni precedenti. Tale aumento ha in larga parte compensato il calo nella circolazione del taglio da 500 euro. In media, da febbraio 2016 a dicembre 2017 la crescita annua della circolazione è stata pari al 4,4 per cento.

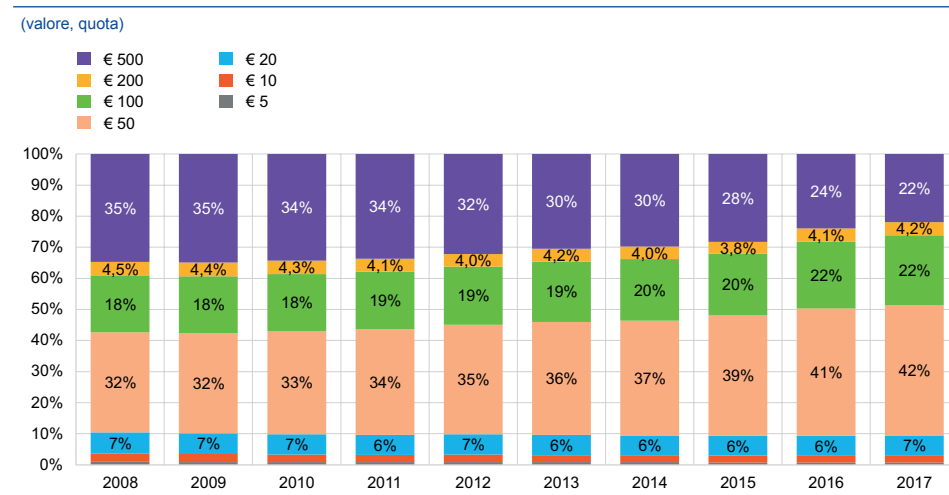
## 1.2 Distribuzione delle banconote per taglio

**Il taglio da 50 euro è di gran lunga quello più diffuso in circolazione.** Fino ad aprile 2012 il taglio da 500 euro è stato quello con la quota più elevata di banconote in circolazione in termini di valore; in seguito, il taglio da 50 euro è divenuto il più importante. Alla fine del 2017 quest'ultimo rappresentava il 42 per cento del valore totale della circolazione (cfr. grafici 3 e 4). Si può attribuire

la diffusione del taglio da 50 euro al fatto che viene usato sia a fini transattivi sia come riserva di valore. A seguito della decisione del Consiglio direttivo di interrompere l'emissione del taglio da 500 euro, a partire da febbraio 2016 l'aumento complessivo dei tagli da 50 e 100 euro in circolazione in termini di valore ha subito un'ulteriore accelerazione. Nell'ottobre del 2017, il taglio da 100 euro ha superato quello da 500 quale secondo taglio più importante in circolazione in termini di valore. Il valore totale delle banconote da 200 euro in circolazione è cresciuto in misura solo lievemente superiore dopo la decisione sul taglio da 500 euro. Alla fine del 2017, la quota complessiva dei tre tagli più elevati rappresentava il 48,5 per cento. In confronto, la banconota da 100 dollari rappresentava il 79,7 per cento del valore complessivo delle banconote in dollari statunitensi in circolazione nello stesso periodo. Per contro, a partire da gennaio 2008, i tre tagli più bassi (5, 10 e 20 euro), principalmente usati a fini transattivi, hanno registrato quote relativamente stabili del valore in circolazione, raggiungendo il 10,5 per cento alla fine del 2008 e il 9,5 per cento alla fine del 2017.

#### Grafico 4

##### Quote per taglio delle banconote in euro in circolazione



Fonte: Currency Information System della BCE.  
Nota: le rilevazioni più recenti si riferiscono al 31 dicembre 2017.

**Osservando il contributo di ciascun taglio alla quota del valore delle banconote in circolazione in percentuale del PIL (cfr. grafico 5), appare evidente che soprattutto i tagli da 50 e 100 euro hanno contribuito all'aumento del rapporto fra contante e PIL.** Il rapporto tra le banconote da 500 euro e il PIL è aumentato al 3 per cento nel primo anno dopo la crisi di Lehman Brothers, per poi iniziare a diminuire. Tale tendenza si è accentuata all'annuncio della decisione di interrompere l'emissione della banconota da 500 euro e il rapporto ha raggiunto il 2,3 per cento alla fine del 2017. Per contro, il rapporto tra banconote da 200 euro e PIL ha registrato un aumento molto contenuto negli ultimi dieci anni e i rapporti tra le banconote da 5 e 10 euro e il PIL si sono mantenuti stabili, confermando che tali banconote sono in genere usate a fini transattivi. Sorprendentemente, il rapporto tra le banconote da 20 euro e il PIL è aumentato più rapidamente rispetto alle dimensioni dell'economia dell'area dell'euro, indicando che fattori diversi dall'aumento del numero delle

transazioni hanno anch'essi contribuito alla domanda di tale taglio. Il grafico 5(a) mostra l'andamento dei rapporti per i tagli medi e alti, ovvero da 50 a 500 euro, e il grafico 5(b) per i tre tagli bassi, ovvero 5, 10 e 20 euro.

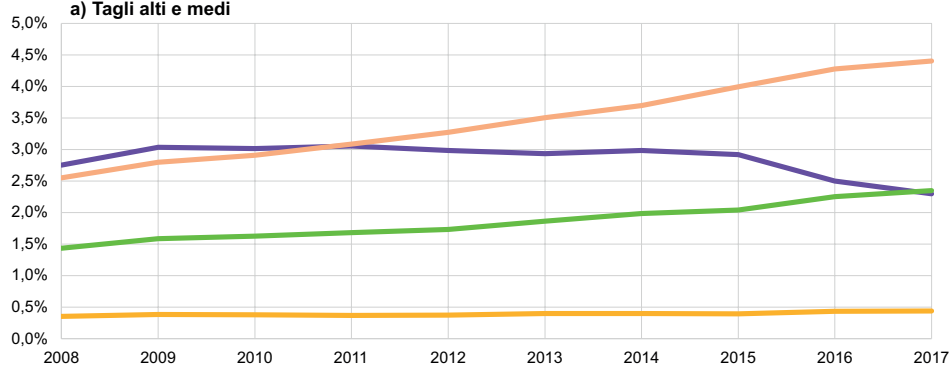
## Grafico 5

### Rapporto fra banconote in circolazione e PIL in termini nominali

(percentuale del PIL in termini nominali)

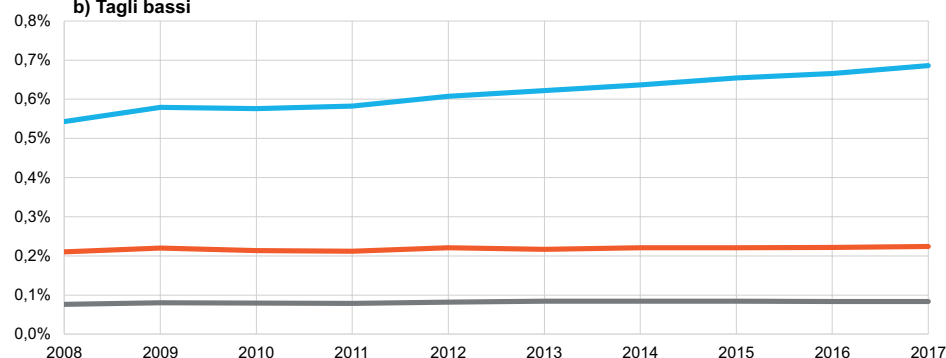
— € 500  
— € 200  
— € 100  
— € 50

#### a) Tagli alti e medi



— € 20  
— € 10  
— € 5

#### b) Tagli bassi



Fonti: Currency Information System e Statistical Data Warehouse della BCE.

Nota: PIL in termini nominali a prezzi di mercato.

## 2 Le diverse determinanti (drivers) della circolazione delle banconote in euro

### 2.1 Utilizzo del contante per le transazioni interne

**Le banconote in euro sono utilizzate come strumento di pagamento da 340 milioni di cittadini europei per le transazioni giornaliere private o a fini professionali.** I drivers del contante detenuto e utilizzato per transazioni private presso i punti vendita (points-of-sale, POS) sono stati descritti in dettaglio in

un recente studio della BCE<sup>1</sup>. Il contante è inoltre detenuto da commercianti e contenuto in distributori automatici, biglietterie automatiche e macchine da gioco, oltre che custodito da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) per la distribuzione attraverso sportelli bancari e ATM (cfr. riquadro 3).

## Riquadro 1

### Utilizzo del contante presso i punti vendita: indicazioni da un'indagine

a cura di Elisabetta Maria Saini and Henk Esselink

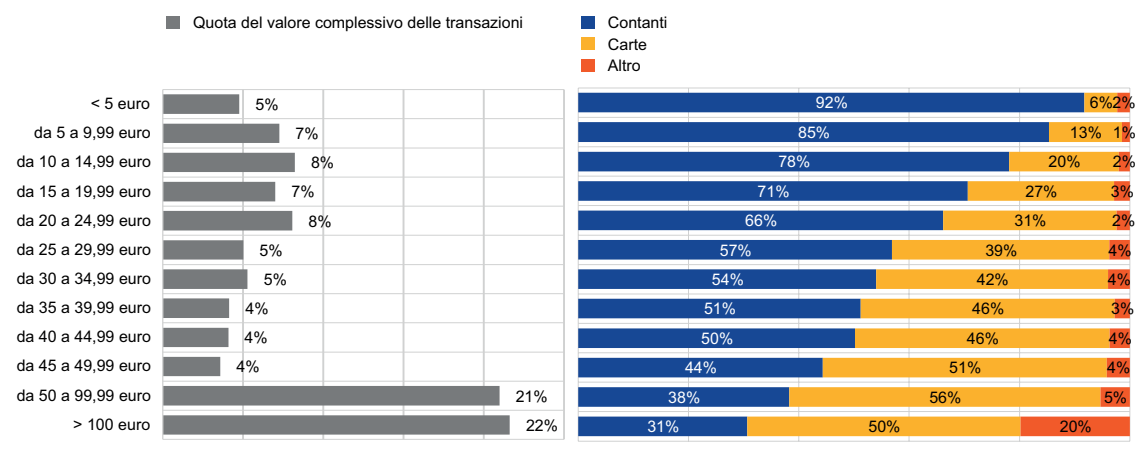
#### Ulteriori indicazioni dall'indagine sull'utilizzo del contante da parte delle famiglie nell'area dell'euro

L'Occasional Paper della BCE "The use of cash by households in the euro area" ha rivelato che, nell'area dell'euro nel 2016, in media, il 79 per cento di tutte le transazioni presso i punti vendita è stato effettuato in contanti. In termini di valore, il contante ha rappresentato il 54 per cento delle transazioni<sup>2</sup>. Il valore medio di una transazione, a prescindere dal metodo di pagamento, era pari a 18,10 euro e quello delle transazioni in contanti a 12,38 euro. In effetti, come già rilevato dallo studio, circa due terzi di tutti i pagamenti ammontavano a meno di 15 euro, dei quali l'88 per cento era fatto in contanti. In altri termini, il contante viene di solito usato per transazioni di valore contenuto. Al tempo stesso, solo l'8 per cento di tutte le transazioni presso i punti vendita era di importo pari o superiore a 50 euro e solo il 2 per cento del numero

#### Grafico A

##### Utilizzo di strumenti di pagamento presso i punti di vendita, per intervallo di valore

(valore delle transazioni, quote)



Fonti: BCE, Deutsche Bundesbank e De Nederlandsche Bank.

Nota: l'indagine è stata effettuata nel 2016.

<sup>1</sup> Cfr. Esselink, H. e Hernandez, L., "The use of cash by households in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 201, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017.

<sup>2</sup> Lo studio è basato su un'indagine svolta su diari giornalieri di pagamento in 17 paesi dell'area dell'euro. Per ricavare la quota di contante nelle transazioni presso i punti vendita di tutta l'area dell'euro, lo studio è stato integrato con i risultati di due indagini separate, svolte rispettivamente in Germania nel 2014 e nei Paesi Bassi nel 2016. A febbraio 2018 la Deutsche Bundesbank ha pubblicato i risultati di uno studio su diari giornalieri di pagamento dal titolo *Payment behaviour in Germany in 2017 - Fourth study of the utilisation of cash and cashless payment instruments*. I risultati hanno evidenziato una diminuzione della quota di pagamenti in contanti per la Germania di 5 punti percentuali in numero e di 6 punti percentuali in valore, rispetto all'indagine del 2014. Ciò suggerisce che i risultati sull'uso del contante nell'area dell'euro sarebbero stati lievemente inferiori se fossero stati disponibili dati sulla Germania per il 2016.

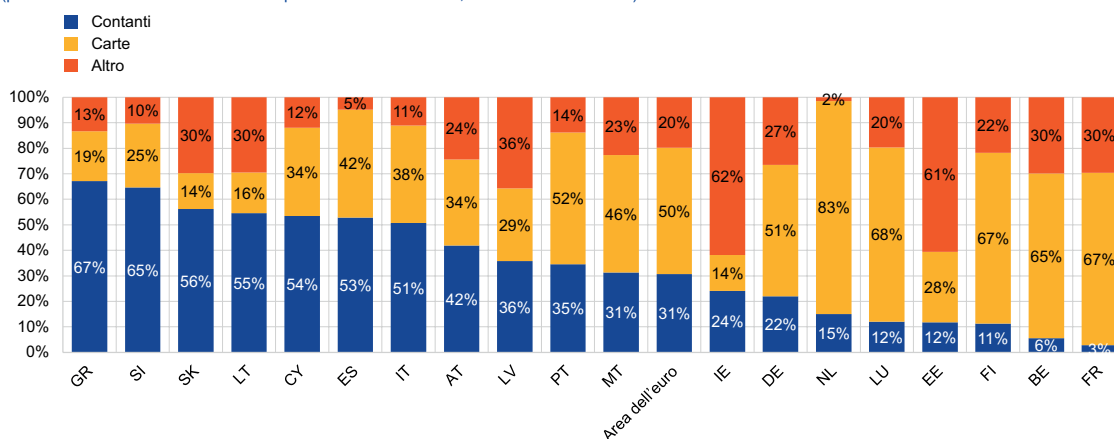
di transazioni era pari o superiore a 100 euro. Osservando il valore delle transazioni, tuttavia, il risultato è diverso. In termini di valore, nel 2016 solo il 20 per cento di tutte le transazioni presso i punti vendita era effettuato per importi inferiori a 15 euro e quelle aventi importo uguale o superiore a 50 euro rappresentavano il 43 per cento del valore complessivo delle transazioni, come indicato nel grafico A.

**Le transazioni di maggior valore sono principalmente effettuate tramite carte di pagamento, ma più di un terzo delle transazioni presso i punti vendita per importi superiori a 100 euro è ancora effettuata in contanti.** Tuttavia, in linea con altre conclusioni dello studio, vi sono ampie differenze all'interno dell'area dell'euro nell'utilizzo del contante per i pagamenti, anche per importi superiori a 100 euro. Il grafico B mostra che, in sette paesi dell'area, più del 50 per cento dei pagamenti eseguiti presso i punti vendita, in termini di valore, è avvenuto in contanti, mentre in altri paesi come Francia e Belgio la quota di transazioni di valore elevato per le quali è stato utilizzato il contante è stata relativamente ridotta.

### Grafico B

Valori delle transazioni presso i punti vendita, per strumento di pagamento e per paese, di importo superiore a 100 euro

(percentuale del totale delle transazioni presso i POS > 100 euro; valore delle transazioni)



Fonti: BCE, Deutsche Bundesbank e De Nederlandsche Bank.  
Nota: l'indagine è stata effettuata nel 2016.

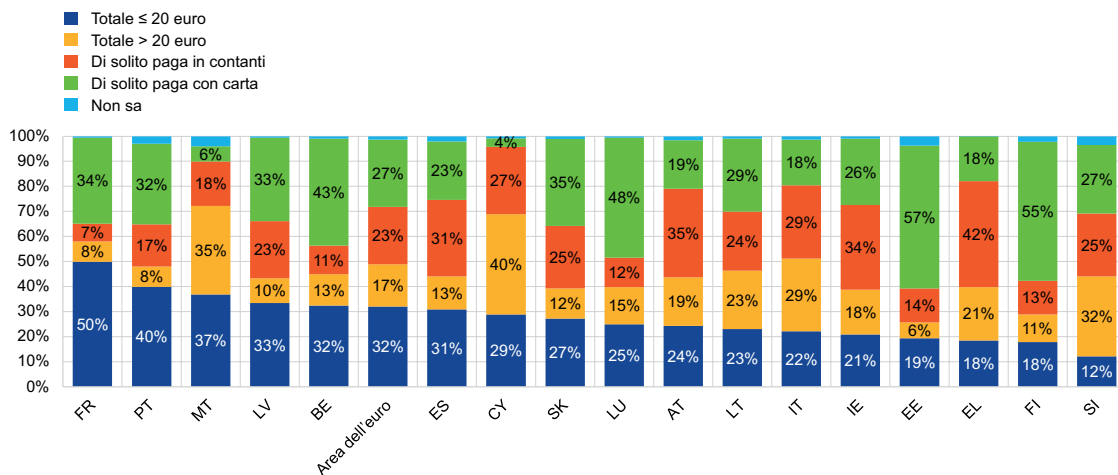
**Il grafico A mostra che maggiore è l'importo che il consumatore deve corrispondere, minore è la probabilità che paghi in contanti.** Tuttavia, non tutti i consumatori si comportano in maniera simile in relazione alla soglia di importo per la quale usano contanti, carte o altri mezzi di pagamento: solo il 49 per cento dei partecipanti, nei 17 paesi dell'area dell'euro in cui è stata posta la domanda, ha risposto che sceglie lo strumento di pagamento sulla base dell'importo da pagare, con circa un terzo dei partecipanti che ha affermato di usare generalmente il contante per pagare importi inferiori a 20 euro (cfr. grafico C). Per contro, il 50 per cento dei partecipanti ha affermato che il proprio modo di pagare in genere non dipende dall'importo: il 23 per cento ha riferito di pagare sempre in contanti e il 27 per cento normalmente sempre tramite carte. I risultati per paese sono allineati alle aspettative fondate sugli altri risultati dell'indagine. Più del 50 per cento dei partecipanti in Estonia e Finlandia ha affermato di usare generalmente carte, indipendentemente dall'importo, mentre in Italia, Grecia, Austria, Cipro e Malta, a farlo è meno del 20 per cento.

## Grafico C

### Soglia al di sotto della quale si predilige il contante

Domanda: quando acquista nei negozi, fino a quale importo di solito paga in contanti anziché con altri metodi di pagamento?

(valori percentuali; basati su 20.772 partecipanti provenienti dall'area dell'euro)



Fonte: BCE.

Nota: risultati non confrontabili per i Paesi Bassi e non disponibili per la Germania. L'indagine è stata effettuata nel 2016.

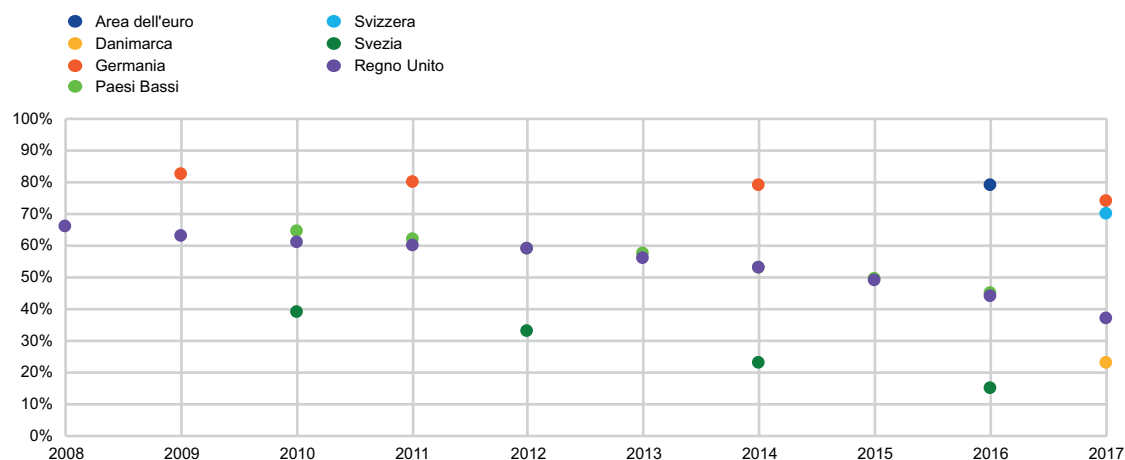
## Il futuro del contante utilizzato a fini transattivi

I risultati delle recenti indagini sulle modalità di pagamento sono presentati nel grafico D. Le modalità di pagamento dei consumatori nei paesi interessati sono eterogenee, con paesi quali la Germania e la Svizzera che utilizzano principalmente contante e la Svezia che predilige strumenti alternativi. L'utilizzo del contante nell'intera area dell'euro è paragonabile a quello della Germania. È interessante notare come il Regno Unito e i Paesi Bassi abbiano seguito quasi lo

## Grafico D

Transazioni in contanti in percentuale delle transazioni presso i punti vendita o del totale delle transazioni

(valori percentuali, numero di transazioni)



Fonti: BCE, Danmarks Nationalbank, Deutsche Bundesbank, De Nederlandsche Bank, UK Finance (UK Payment Markets Summary 2018), Banca nazionale svizzera e Sveriges Riksbank.

Note: le indagini si basano su diversi ambiti (ad es., transazioni presso i punti vendita o tutte le transazioni) e metodologie. I dati per la Svezia sono tratti dalla seguente domanda nell'indagine svedese: "In che modo ha pagato l'ultima volta che ha effettuato un acquisto?"

stesso percorso nella riduzione dell'utilizzo del contante. Tutte le indagini condotte nel tempo da vari paesi hanno riscontrato che la percentuale di utilizzo del contante sul totale delle transazioni è diminuita, anche se a ritmi diversi, e che, sebbene la velocità non possa essere prevista, è lecito attendersi che una simile riduzione interesserà anche l'intera area dell'euro.

---

**L'introduzione della seconda serie di banconote in euro, ovvero la serie Europa, fornisce un'opportunità unica di stimare la percentuale di banconote in circolazione utilizzate per fini transattivi a livello interno.**

I tagli da 5 a 50 euro della serie Europa sono stati immessi in sequenza a partire dal 2013<sup>3</sup>. Il ritmo della sostituzione della prima serie di banconote in circolazione con la seconda serie entro un determinato periodo di tempo può fornire un'indicazione della percentuale di banconote in circolazione utilizzate per operazioni di pagamento<sup>4</sup>. Il rientro di banconote della prima serie dalla circolazione dopo tale periodo definito può essere un segnale del fatto che fossero usate come riserva di valore o detenute all'estero. Tuttavia, le stime basate su questo metodo presentano parecchi limiti. In primo luogo, le due serie sono state emesse in modo diverso per taglio e paese. Ad esempio, ogni paese usufruiva di un periodo di durata diversa in cui alcuni tagli della prima serie erano ancora emessi dalla banca centrale dopo l'introduzione della nuova serie. In secondo luogo, anche se la BCE ha affermato che le banconote della prima serie manterranno il loro corso legale, l'annuncio del lancio della seconda serie potrebbe aver provocato, in certa misura, l'utilizzo di banconote della prima serie che altrimenti sarebbero state tenute come riserva di valore. In terzo luogo, il periodo minimo dopo il quale si può valutare che una banconota rientrata dalla circolazione è stata usata come riserva di valore non può essere determinato con accuratezza.

**I grafici dal 6(a) al 6(d) mostrano che dopo 12 mesi le percentuali delle banconote della seconda serie sul totale di quelle in circolazione erano pari al 57 per cento per i tagli da 5 e 20 euro, al 67 per cento per il taglio da 10 euro e al 31 per cento per il taglio da 50.**

Assumendo che questi tassi di saturazione rappresentino la parte attiva delle banconote da 5 a 50 euro in circolazione, si stima che il valore della circolazione di questi tagli, utilizzati a fini transattivi, ammonti a circa 220 miliardi di euro, ovvero poco meno del 20 per cento del valore di tutti i tagli alla fine del 2017. Tuttavia, è probabile che la circolazione attiva dei menzionati tagli sia lievemente superiore se si tiene conto che la saturazione non si era pienamente stabilizzata dopo 12 mesi. Inoltre, la quota complessiva di contante in circolazione utilizzato per le transazioni sarebbe maggiore se anche il valore delle transazioni nei tagli da 100, 200 e 500 euro fosse preso in considerazione.

**Come si osserva inoltre nei grafici dal 6(a) al 6(d), due anni dopo l'introduzione della serie Europa, il 27 per cento delle banconote da 5 e 20 euro e il 21 per cento di quelle da 10 euro della prima serie non sono ancora rientrate dalla circolazione.**

<sup>3</sup> Date di lancio della seconda serie: taglio da 5 euro il 2 maggio 2013, taglio da 10 euro il 23 settembre 2014, taglio da 20 euro il 25 novembre 2015 e taglio da 50 euro il 4 aprile 2017.

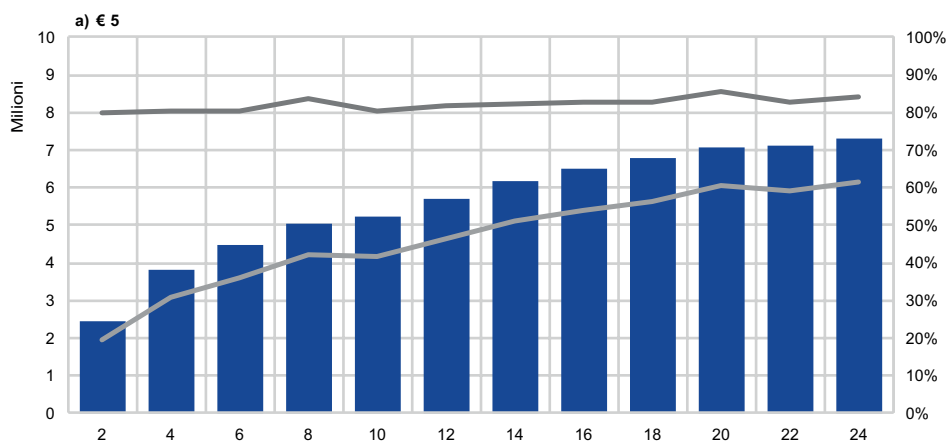
<sup>4</sup> Cfr. inoltre "The demand for euro banknotes at the Bundesbank", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, marzo 2018, pagg. 44-49, e Bartzsch, N., "Transaction balances of small denomination banknotes: findings from the introduction of ES2", in *International Cash Conference*, Deutsche Bundesbank, 2017, pagg. 288-311.

## Grafico 6

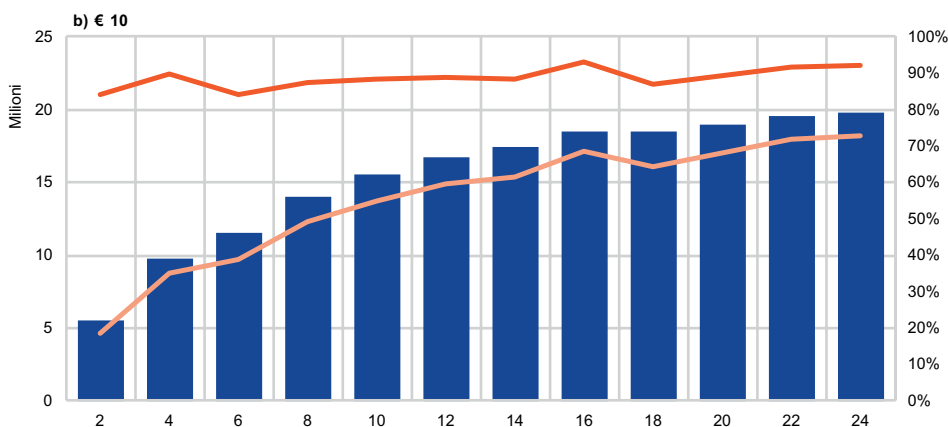
### Introduzione della seconda serie di banconote in euro

(valore, miliardi di euro)

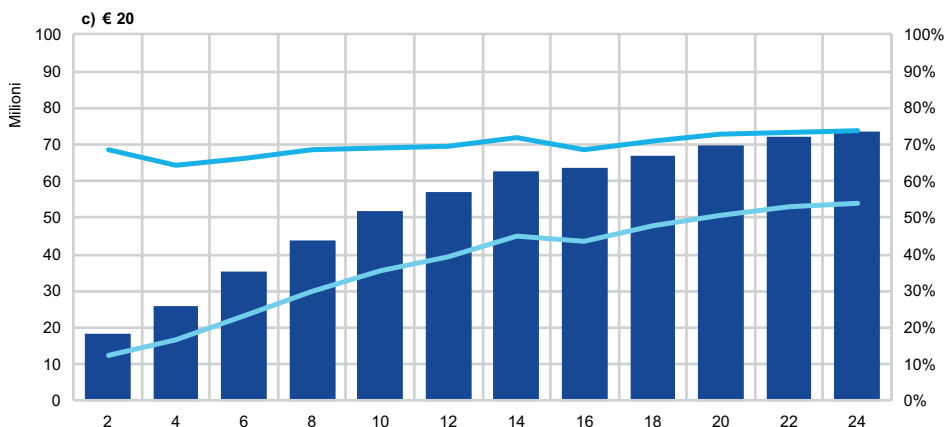
- Tasso di saturazione del taglio da € 5 ES2 (scala di destra)
- Circolazione del taglio da € 5 ES2 (scala di sinistra)
- Circolazione complessiva del taglio da € 5 (scala di sinistra)

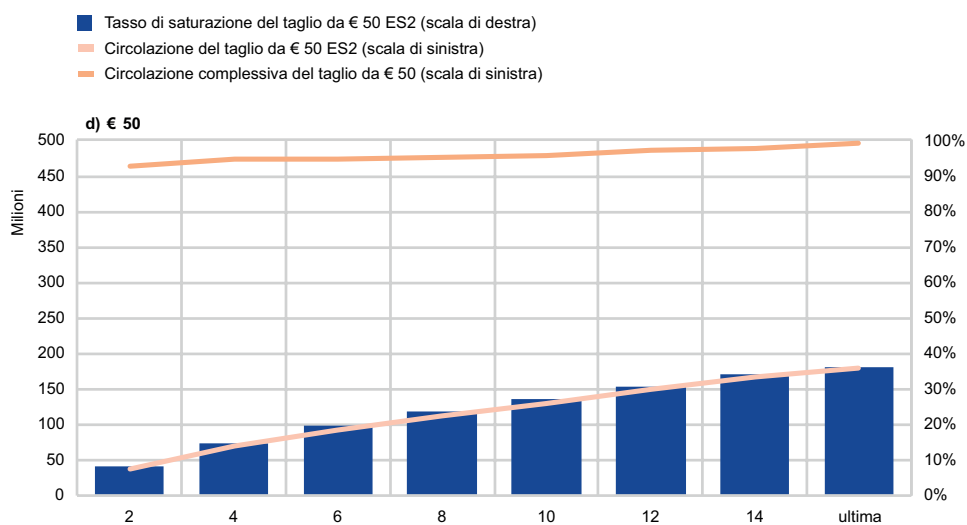


- Tasso di saturazione del taglio da € 10 ES2 (scala di destra)
- Circolazione del taglio da € 10 ES2 (scala di sinistra)
- Circolazione complessiva del taglio da € 10 (scala di sinistra)



- Tasso di saturazione del taglio da € 20 ES2 (scala di destra)
- Circolazione del taglio da € 20 ES2 (scala di sinistra)
- Circolazione complessiva del taglio da € 20 (scala di sinistra)





Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati del Currency Information System.  
 Note: l'asse orizzontale mostra il numero di mesi dopo la prima emissione della seconda serie di banconote.

Il valore complessivo di tutte le banconote da 5 a 20 euro non rientrate alla fine del 2017 ammontava a 24 miliardi di euro. Alcune di queste banconote potrebbero essere state perdute, portate all'estero o riposte da qualche parte e dimenticate. Ad ogni modo, è possibile continuare a utilizzare tutte le banconote in euro della prima serie<sup>5</sup>.

**Il tasso di rientro delle banconote fornisce inoltre un'indicazione sul loro utilizzo.** Un altro metodo per stimare la circolazione attiva si basa sul tasso di rientro delle banconote, ovvero il numero di volte, in un anno, in cui una banconota rientra alla banca centrale o ad una banca commerciale incaricata dalla banca centrale di detenere banconote per suo conto.

$$\text{Tasso di rientro} = \frac{\sum \text{banconote rese alle BCN e depositi di "banconote detenute per la BCN", } t}{\text{circolazione di banconote}, t}$$

Un tasso di rientro basso indica che un taglio viene tenuto in circolazione per un lungo periodo di tempo. Ciò potrebbe essere un indicatore della sua funzione di riserva di valore. Secondo i dati del 2017, nell'area dell'euro le banconote da 5, 10 e 20 euro sono rientrate alle banche centrali in media due o tre volte l'anno, mentre quelle da 50 euro solo una volta. I tagli più elevati, invece, rientrano solo ogni due-quattro anni. Considerando il taglio da 10 euro come banconota specificamente utilizzata per le transazioni<sup>6</sup> e applicando il suo tasso di rientro a tutti gli altri tagli, si ottiene una stima dell'utilizzo di questi ultimi a fini transattivi. Sulla base di tale metodo è possibile stimare che il

<sup>5</sup> La BCE può decidere a un certo punto di metterle fuori corso legale, dopo un annuncio tempestivo. Tuttavia, tutte le banconote in euro manterranno il loro valore, perché sarà sempre possibile cambiarle presso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema.

<sup>6</sup> Nonostante quello da 5 euro sia generalmente considerato un taglio specifico per le transazioni, non è stato scelto come riferimento per la stima perché il suo tasso di rientro è inferiore a quello dei 10 e 20 euro. Ciò è spiegato dal fatto che questo taglio non è ampiamente distribuito tramite ATM ma viene fatto ricircolare fra commercianti e consumatori e reincausato meno frequentemente verso una banca centrale o una banca commerciale incaricata dalla banca centrale stessa di detenere banconote per suo conto.

valore della circolazione di tutti i tagli utilizzati a fini transattivi sia di circa 280 miliardi di euro, pari a un quarto del valore complessivo della circolazione alla fine del 2017.

### Tavola A

Valore complessivo del contante utilizzato nelle transazioni, per taglio, sulla base del tasso di rientro

(valore, miliardi di euro)

	500 euro	200 euro	100 euro	50 euro	20 euro	10 euro	5 euro	Totale
Tasso di rientro	0,3	0,3	0,5	1,1	2,8	3,8	1,9	1,7
Valore detenuto per transazioni	22,7	3,7	32,8	142,7	53,5	21,4	4,5	281,4

Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati del Currency Information System  
Note: la circolazione del taglio da 10 euro si basa sulla circolazione della seconda serie.

**Da un punto di vista empirico, è difficile definire chiaramente la distinzione fra scopi transattivi e finalità di risparmio.** Entrambi i metodi descritti in precedenza forniscono solo indicazioni molto approssimative sulla percentuale di banconote in circolazione utilizzate per le transazioni e presumono una netta distinzione, che non è mai realmente tale, fra il contante utilizzato a fini transattivi e quello usato come riserva di valore. Poiché non si conosce l'intenzione del possessore, il problema è stabilire dopo quanto tempo (un mese, tre mesi, un anno, ecc.) si debba considerare il contante una riserva di valore. Alcune persone, ad esempio, tendono a ritirare grandi somme di denaro tutte insieme per poi rifornire gradualmente il proprio portafogli con le banconote conservate in casa. Inoltre, una parte del contante accumulato per molto tempo può essere utilizzato per fare acquisti alla fine.

## 2.2 Utilizzo di banconote in euro al di fuori dell'area dell'euro

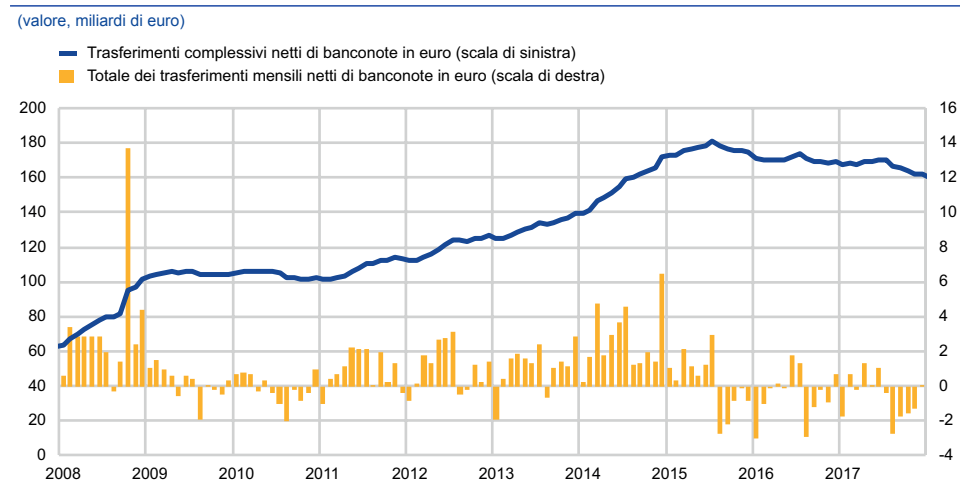
**La domanda internazionale di euro è sostenuta, anche se si è stabilizzata a partire dalla metà del 2015.** Le banconote in euro sono anche detenute al di fuori dell'area a fini transattivi (ad es. eurizzazione<sup>7</sup>, acquisti transfrontalieri, viaggi di piacere o di lavoro) e come riserva di valore (ad es. risparmio, riserve di valuta e gestioni patrimoniali). La domanda proveniente dall'esterno dell'area dell'euro in parte è rilevata dai dati dei trasferimenti netti, che considerano i flussi registrati di banconote in euro fra banche centrali e IFM dell'area, da un lato, e qualsiasi persona giuridica al di fuori dell'area dall'altro. Alla fine del 2017, il totale dei trasferimenti netti cumulati (ovvero esportazioni meno importazioni) di banconote in euro verso regioni al di fuori dell'area ammontava a 162,5 miliardi di euro, rappresentando il 13,9 per cento del valore complessivo in circolazione (cfr. grafico 7).

**Per i trasferimenti netti mensili di banconote in euro si è osservata una notevole volatilità durante il periodo in esame.** I maggiori picchi di domanda di banconote in euro si sono registrati nell'ottobre del 2008, a seguito della bancarotta di Lehman Brothers, e quando il tasso di cambio euro/rublo è aumentato in misura consistente da 57,5 alla fine di novembre 2014 a 70,3 alla fine del mese successivo. Si osserva una diminuzione dei trasferimenti netti cumulati a partire dall'agosto del 2015.

<sup>7</sup> Il Montenegro e il Kosovo usano l'euro come valuta senza un accordo formale.

## Grafico 7

### Trasferimenti netti di banconote in euro da e verso regioni al di fuori dell'area dell'euro

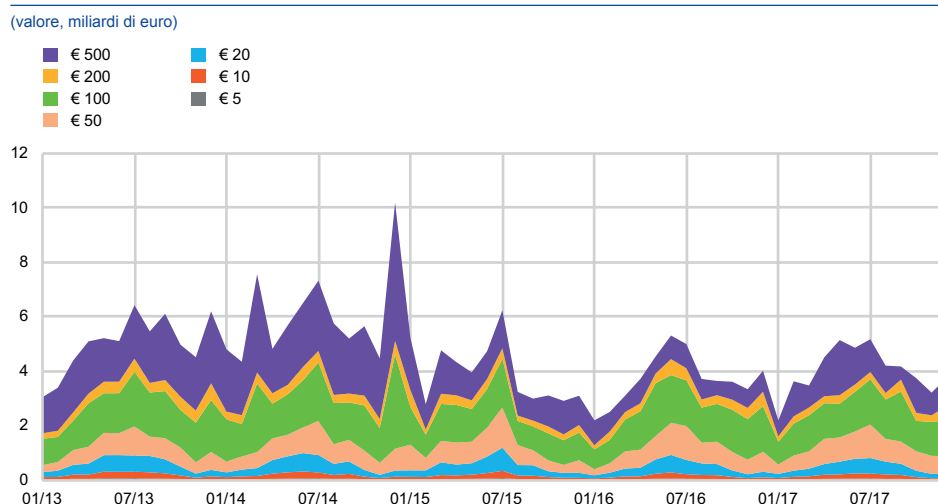


Fonte: Statistical Data Warehouse della BCE  
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al 31 dicembre 2017.

**Il calo dei trasferimenti netti a partire da agosto 2015 può essere attribuito a un insieme di fattori.** La percezione di minore incertezza geopolitica e una maggiore stabilità nelle regioni confinanti con l'area dell'euro (ad es. Russia), nonché la decisione del Consiglio direttivo sul 500 euro possono aver portato a una riduzione nelle esportazioni delle banconote di questo taglio, mentre gli sforzi delle autorità locali per promuovere l'uso della valuta nazionale in paesi eurizzati (ad es. i paesi dei Balcani occidentali) può aver condotto a un aumento delle importazioni di banconote in euro<sup>8</sup>. Tale conclusione è avvalorata dai dati nei grafici 8 e 9. La diminuzione dei trasferimenti netti può essere attribuita sia al calo delle esportazioni di banconote in euro (in particolare di quelle da 500 euro) sia all'aumento delle importazioni

## Grafico 8

### Esportazioni mensili delle banconote in euro



Fonte: Statistical Data Warehouse della BCE

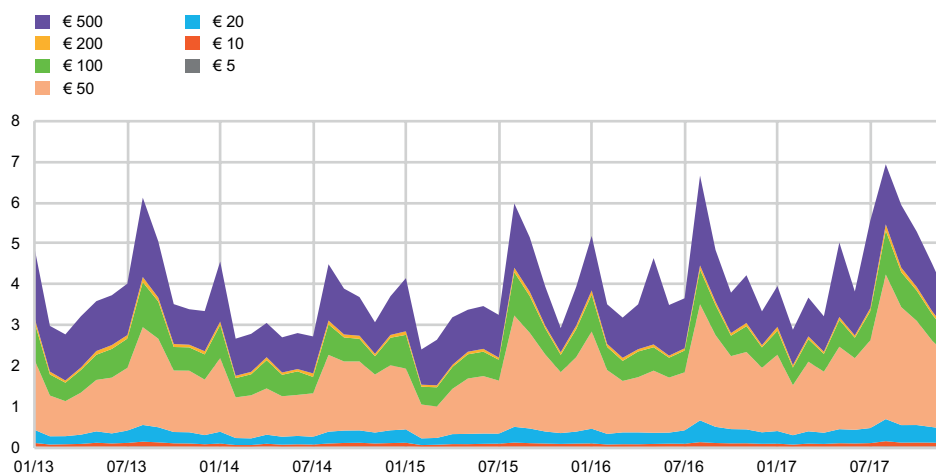
<sup>8</sup> [The international role of the euro - Interim report](#), BCE, giugno 2018, pagg. 24-25.

(principalmente di quelle da 50 euro)<sup>9</sup>. Maggiori informazioni sulla circolazione delle banconote in euro al di fuori dell'area sono contenute nella sezione su vendite e acquisti di banconote in euro per regione ( riquadro 2).

### Grafico 9

#### Importazioni mensili delle banconote in euro

(valore, miliardi di euro)



Fonte: Statistical Data Warehouse della BCE

**La banconota da 100 euro è il taglio preferito sul mercato internazionale.** In termini più generali, da febbraio 2016 la banconota da 100 euro è il taglio preferito sul mercato internazionale e ha superato quella da 500 euro. La banconota da 50 euro risulta la più importata, con il totale delle importazioni cumulate che supera quello delle esportazioni. Questo può essere interpretato come un segnale del fatto che un numero maggiore di banconote da 50 euro esce dall'area dell'euro senza essere registrato e rientra tramite canali ufficiali, piuttosto che seguire il percorso inverso. Ciò, ad esempio, può accadere quando i soggetti che effettuano rimesse portano contante nel proprio paese d'origine o nei paesi in cui vive la rispettiva famiglia, quando turisti dell'area dell'euro usano banconote in euro nei paesi confinanti dove queste sono accettate (ad es. Turchia o Bulgaria) e, probabilmente in misura molto minore, quando turisti non appartenenti all'area dell'euro o persone che si spostano per affari escono dall'area portando banconote in euro. Le banconote di piccolo taglio e quelle da 200 euro hanno un ruolo minore nella domanda estera. Tuttavia, vale la pena osservare che un'ampia percentuale delle banconote da 200 euro esportate non viene reimportata (fra gennaio 2013 e la fine del 2017, il valore delle banconote da 200 euro esportate e importate ha raggiunto rispettivamente i 20,9 miliardi e i 4,6 miliardi di euro).

**Un'ampia percentuale del totale delle banconote in euro in circolazione potrebbe essere detenuta all'estero.** È molto difficile stimare l'importo del contante detenuto al di fuori dell'area dell'euro. Un metodo pubblicato sul sito della BCE<sup>10</sup> propone di calcolare, da un lato, il valore minimo e massimo delle banconote in

<sup>9</sup> La raccolta di dati su importazioni ed esportazioni di banconote è iniziata a gennaio 2013.

<sup>10</sup> Cfr. *Estimation of euro currency in circulation outside the euro area*, BCE, aprile 2017.

circolazione al di fuori dell'area sulla base dei dati sui trasferimenti netti (con una correzione per i trasferimenti netti negativi in banconote da 50 euro) e, dall'altro, un rapporto monete/banconote tenendo in considerazione le variazioni relative del valore delle monete e delle banconote in circolazione. Questo metodo si basa sul presupposto che la circolazione delle monete all'estero sia trascurabile e che l'aumento del valore delle monete in circolazione sia interamente il risultato delle esigenze transattive all'interno dell'area dell'euro. La stima finale è data dalla media di questi due limiti. Sulla base di questo metodo, si stima che alla fine del 2017 circa il 30 per cento del valore complessivo della circolazione (circa 350 miliardi di euro) fosse detenuto al di fuori dell'area dell'euro.

## Riquadro 2

### Vendite e acquisti di banconote in euro da e verso regioni al di fuori dell'area dell'euro

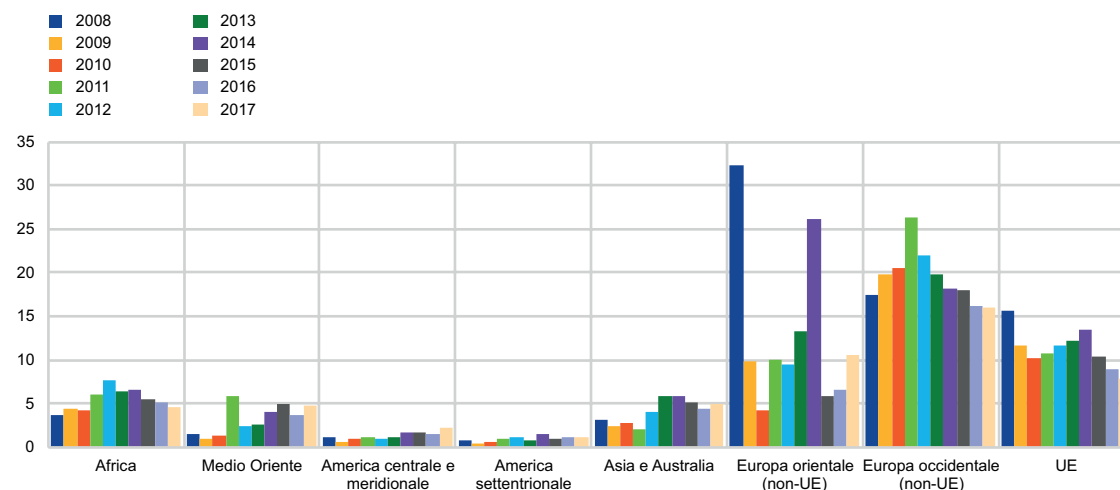
a cura di Olivier Strube

**Gli operatori del mercato all'ingrosso delle banconote agiscono da intermediari fra le banche centrali nazionali (BCN) e le banche commerciali, i cambiavalute e le banche centrali di regioni esterne all'area dell'euro.** Sono responsabili della maggior parte delle transazioni incluse nelle statistiche sui trasferimenti netti mensili. La BCE ha raccolto dati su base annuale relativi al commercio di banconote da questi operatori internazionali, circa dieci dei quali operano su scala mondiale o almeno in determinate aree geografiche del mondo. In termini di valore, dal 2008 al 2017 le vendite degli operatori all'ingrosso (esportazioni di banconote in euro) sono diminuite di circa il 30 per cento, mentre i loro acquisti (importazioni di banconote in euro) sono aumentati di circa il 40 per cento. Nel 2017 le vendite complessive ammontavano a 52 miliardi di euro e gli acquisti totali a 55 miliardi di euro. Nei grafici A e B si osservano le vendite e gli acquisti per regione dal 2008 al 2017. Il grafico A illustra la volatilità del mercato russo, che rappresenta un'ampia quota delle vendite dell'Europa orientale (non UE).

### Grafico A

#### Serie temporale delle vendite di banconote in euro per regione

(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)

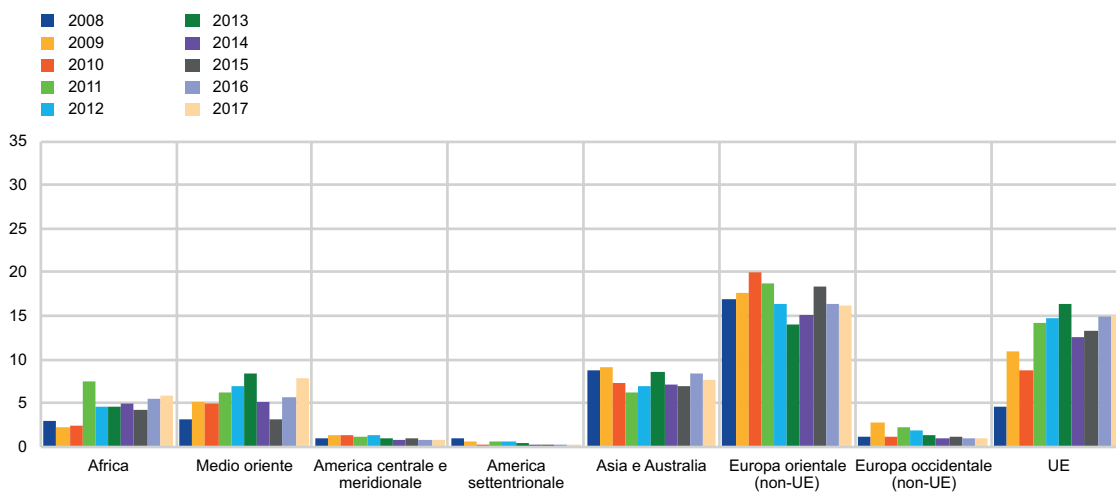


Fonte: rapporti degli operatori del mercato all'ingrosso.

## Grafico B

### Serie temporale degli acquisti di banconote in euro per regione

(miliardi di euro)



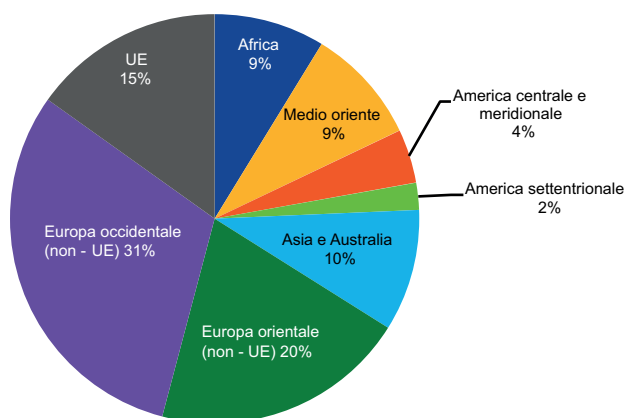
Fonte: rapporti degli operatori del mercato all'ingrosso.

I grafici C e D indicano che nel 2017 circa i due terzi del valore di tutti i trasferimenti di banconote in euro da parte di banche che operano nel mercato all'ingrosso era da ricondurre ad acquisti e vendite con paesi europei, incluse Russia e Turchia. Dal lato delle vendite (cfr. grafico C) sono risultate prevalenti le esportazioni verso la Svizzera, che è ricompresa nell'Europa occidentale (non UE) e ha rappresentato il 28 per cento delle vendite complessive di banconote in euro nel 2017. Le banconote in euro sono distribuite da molti ATM in Svizzera e sono utilizzate per gli acquisti nei circostanti paesi dell'area dell'euro. Il 20 per cento delle vendite complessive si è indirizzato verso l'Europa orientale (non UE), prevalentemente verso la Russia, dove le banconote in euro vengono principalmente impiegate come riserva di valore. Il 15 per cento delle vendite complessive è riconducibile all'UE, in questo caso soprattutto al Regno Unito. Tale domanda può essere collegata al turismo, nella forma di prelievi di banconote in euro effettuati dai cittadini britannici prima di recarsi all'estero. Dal lato degli acquisti (cfr. grafico D) nel

## Grafico C

### Esportazioni di banconote in euro per regione nel 2017

(valori percentuali)

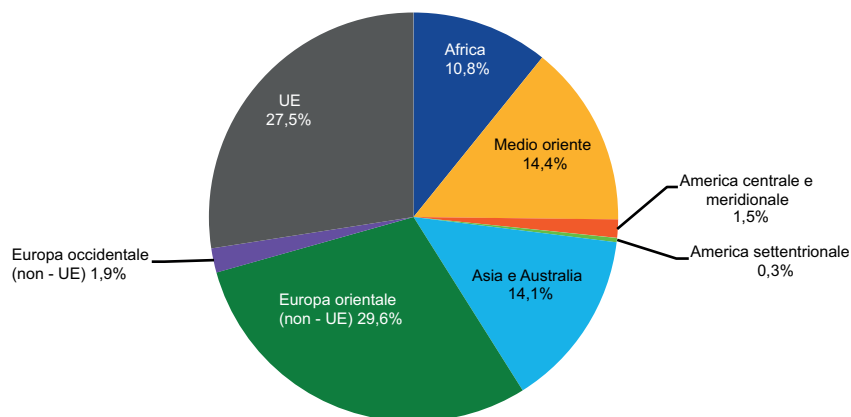


Fonte: rapporti degli operatori del mercato all'ingrosso.

## Grafico D

### Importazioni di banconote in euro per regione nel 2017

(valori percentuali)



Fonte: rapporti degli operatori del mercato all'ingrosso.

2017 hanno prevalso i paesi orientali non UE, soprattutto la Turchia, rappresentando il 30 per cento degli acquisti complessivi di banconote. Queste banconote sono state portate in Turchia da cittadini turchi che lavorano nell'area dell'euro (rimesse) o da turisti. Analogamente, l'elevata quota di acquisti da paesi UE (28 per cento) si può spiegare con le rimesse.

Quote pressoché uguali di vendite verso regioni al di fuori dell'area dell'euro sono attribuibili ad Asia e Australia, Medio Oriente e Africa, in questo caso principalmente Africa subsahariana. Dal lato degli acquisti, Cina ed Emirati Arabi Uniti hanno occupato una posizione preminente grazie al loro ruolo di mercati internazionali in cui le merci vengono scambiate usando valute internazionali. Gli acquisti di notevole entità fatti dall'Africa, in questo caso principalmente Africa settentrionale, si spiegano grazie a rimesse e turismo. Le transazioni di banconote in euro con le Americhe sono tradizionalmente trascurabili a causa del ruolo predominante del dollaro statunitense in tali regioni.

## 2.3 Utilizzo del contante come riserva di valore interna

**In linea con l'approccio keynesiano alla domanda di moneta, gli altri due motivi per detenere contante sono le finalità speculative e quelle precauzionali.** Come osservato nelle precedenti sezioni, le crisi finanziarie o valutarie che colpiscono le valute in regioni vicine all'area dell'euro possono potenzialmente aumentare la domanda di banconote in euro quale misura precauzionale. Al tempo stesso, una mancanza di fiducia nell'euro può avere un impatto negativo sulla domanda di banconote in euro. In termini di speculazione, la principale determinante della domanda di contante è data dal costo-opportunità di detenere moneta. I bassi tassi di interesse degli ultimi dieci anni hanno comportato, per consumatori e imprese, una riduzione del costo-opportunità di detenere contante. Al tempo stesso, alcune banche hanno utilizzato il contante per evitare

i tassi di interesse negativi sui depositi *overnight* presso la Banca centrale (ECB deposit facility) o sui propri conti correnti presso le banche centrali (cfr. riquadro 3).

### Riquadro 3

#### Disponibilità liquide delle istituzioni finanziarie monetarie nell'area dell'euro

a cura di Laure Lalouette

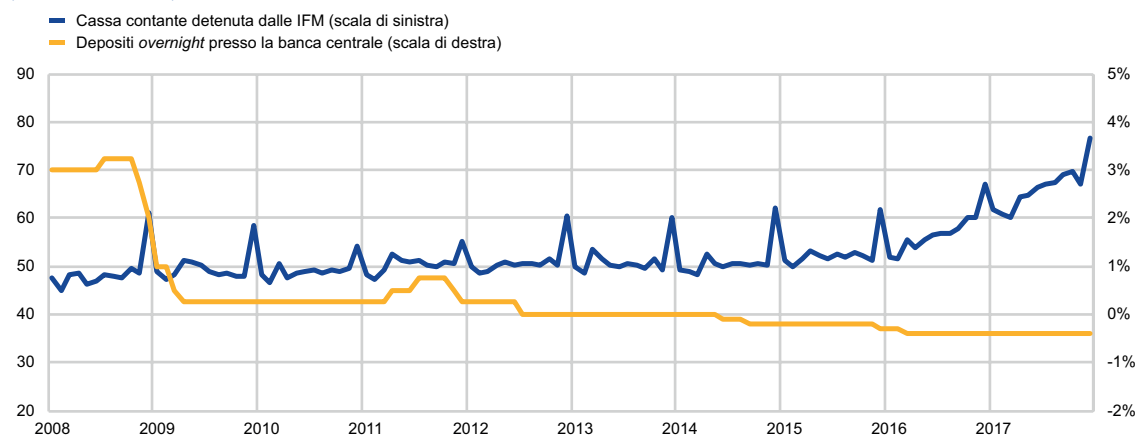
**L'11 luglio 2012 il tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la banca centrale è stato abbassato allo 0 per cento.** È stato ridotto di ulteriori 0,10 punti percentuali l'11 giugno 2014, il 10 settembre 2014 e di nuovo il 9 dicembre 2015. Queste decisioni non hanno avuto un impatto rilevante sulle risorse liquide detenute dalle IFM (ovvero nelle casseforti e nei distributori di contanti, definite come cassa contante) fino al 16 marzo 2016, quando il Consiglio direttivo ha deciso di abbassare il tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la banca centrale al -0,40 per cento. Tale decisione ha rappresentato un momento cruciale per alcune IFM, che hanno pertanto scelto di convertire parte della propria liquidità in contanti, come illustrato nel grafico A.

Per queste IFM, i costi associati al contante (ovvero i costi di stoccaggio e di gestione) erano ovviamente minori delle perdite che sarebbero risultate dai rendimenti negativi dei depositi *overnight* presso la banca centrale e dei conti correnti detenuti presso le BCN. Fra gennaio 2008 e marzo 2016, le IFM hanno detenuto come cassa contante una media di 50,1 miliardi di euro. Fra marzo 2016 e dicembre 2017 tale l'importo è aumentato di 21,1 miliardi, raggiungendo 76,8 miliardi di euro, ovvero il 6,6 per cento del valore complessivo della circolazione. L'aumento della cassa contante è stato trainato soprattutto dalle IFM tedesche (69,4 per cento dell'aumento) e, in misura minore, dalle IFM italiane, francesi, austriache e spagnole.

### Grafico A

#### Cassa contante detenuta dalle IFM e tassi di interesse

(valore, miliardi di euro)



Fonte: Statistical Data Warehouse della BCE

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al 31 dicembre 2017. I tassi di interesse sui depositi *overnight* riportati sono quelli alla fine di ogni mese.

Tuttavia, tale aumento della cassa contante è rimasto contenuto. Vincoli logistici quali le capacità di stoccaggio o gli importi massimi coperti da assicurazione sono probabilmente i limiti più spesso incontrati dalle IFM nel detenere volumi più elevati di contante.

### Esistono numerosi metodi per stimare la quota di contante utilizzata come riserva di valore, inclusi metodi diretti (per mezzo di indagini) e metodi indiretti.

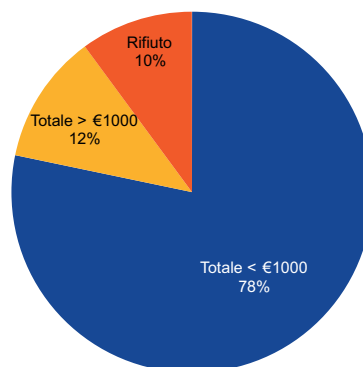
Le indagini tendono a sottostimare l'uso del contante come riserva di valore, poiché i partecipanti spesso preferiscono non rivelare alle società che svolgono ricerche il fatto che detengono contante in casa o in altro posto sicuro. Può inoltre accadere che i partecipanti non siano inclini a riferire la reale entità dei loro risparmi, soprattutto se si tratta di importi significativi. Le domande sul contante detenuto in casa come riserva precauzionale contenute nello studio *The use of cash by households in the euro area* forniscono alcune indicazioni sul comportamento di tesaurizzazione nell'area dell'euro nel 2016. I risultati mostrano che quasi il 25 per cento dei partecipanti ha almeno un po' di contante non versato sul conto in banca, ma tenuto in casa o in un luogo sicuro. Di questi, il 78 per cento ha affermato di detenere meno di 1.000 euro in totale, il 12 per cento più di 1.000 euro e il 10 per cento ha rifiutato di rispondere (cfr. grafico 10). I partecipanti che accantonano nel complesso più di 1.000 euro possono avere un impatto significativo sulla determinazione dell'importo medio utilizzato come riserva di valore, ma dato che non ci sono indicazioni relative al valore esatto, non è possibile elaborare stime sulla base di questi risultati. Tuttavia, questi indicano che in effetti le persone detengono contante e alcune persino per importi considerevoli.

#### Grafico 10

##### Riserve di contante a fini precauzionali

Domanda: può fornire un importo approssimativo del contante non versato sul conto in banca che detiene come riserva a fini precauzionali o come metodo di risparmio alternativo?

(valori percentuali; basati su 7.611 partecipanti provenienti dall'area dell'euro)



Fonti: BCE e De Nederlandsche Bank.

Nota: i risultati tedeschi sono stati esclusi a causa di indisponibilità di dati. L'indagine è stata effettuata nel 2016.

Un semplice metodo indiretto per stimare la quota di contante utilizzato come riserva di valore è ipotizzare che la tesaurizzazione interna sia ciò che residua del circolante utilizzato a fini transattivi, detenuto da IFM o all'estero. In questo caso si può desumere dalle sezioni precedenti che, all'interno dell'area dell'euro, più di un terzo del totale delle banconote in euro in circolazione potrebbe attualmente essere utilizzato come riserva di valore. Tuttavia, tenendo conto delle numerose ipotesi formulate, bisogna considerare queste stime con un notevole grado di cautela.

## Riquadro 4

### Crescita della circolazione delle monete in euro negli ultimi dieci anni

a cura di Laure Lalouette ed Elisabetta Maria Saini

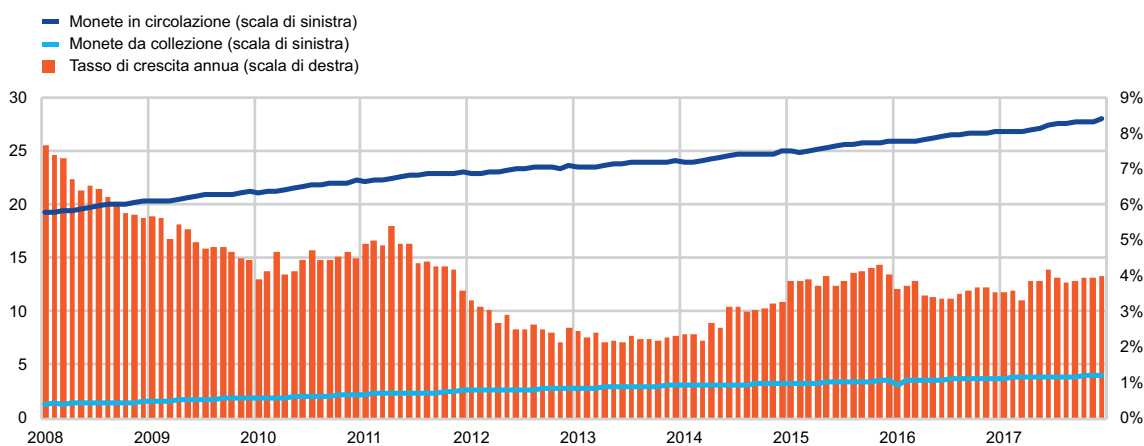
**Al contrario dell'emissione delle banconote in euro, l'emissione delle monete è di competenza nazionale.** Le BCN sono responsabili della distribuzione fisica delle monete in euro in quasi tutti i paesi dell'area, anche se la BCE è incaricata di approvare il volume annuale di monete che i paesi dell'area dell'euro possono emettere.

In modo analogo alla circolazione delle banconote, il valore della circolazione delle monete in euro è aumentato costantemente durante il periodo tra il 2008 e il 2017, a un tasso medio annuo del 4,0 per cento. Nel complesso, il valore totale delle monete in euro in circolazione alla fine del 2017 era pari a 28 miliardi di euro (cfr. grafico A). Oltre a quelle destinate alla circolazione, ogni paese può anche emettere monete da collezione. Il valore complessivo in circolazione di queste ultime alla fine del 2017 era pari a 4 miliardi di euro. Nello stesso periodo, degli otto tagli di moneta, quello da 2 euro aveva la maggiore quota in circolazione in termini di valore, seguito da quello da 1 euro, con il 43,4 e il 25,7 per cento rispettivamente (cfr. grafico B). Le monete da 1, 2 e 5 centesimi di euro, nel complesso, raggiungevano solo il 6,7 per cento del totale del valore della circolazione, nonostante rappresentassero il 64,1 per cento del numero di monete in circolazione. Gli elevati fabbisogni di produzione per le monete da 1 e 2 centesimi di euro, paragonati al loro limitato utilizzo attivo nella circolazione, hanno determinato l'introduzione di regole di arrotondamento in alcuni paesi dell'area dell'euro<sup>11</sup>.

### Grafico A

#### Circolazione delle monete in euro

(valore, miliardi di euro)



Fonte: Currency Information System della BCE.

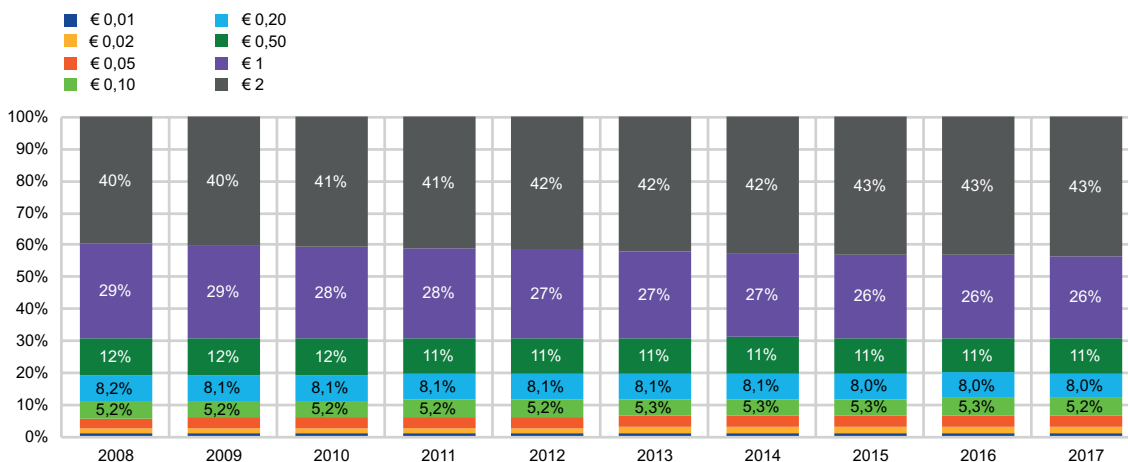
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al 31 dicembre 2017.

<sup>11</sup> In Irlanda da ottobre 2015, nei Paesi Bassi da settembre 2004 e in Belgio dal 2014, gli esercizi commerciali sono liberi di decidere se arrotondare i pagamenti ai 5 centesimi più prossimi, anche se sono riluttanti ad applicarlo nel terzo paese. In Finlandia, la regola dell'arrotondamento è stata obbligatoria fin dall'introduzione dell'euro. A Malta, si sta valutando l'introduzione della regola dell'arrotondamento. A gennaio 2018 la Zecca italiana ha interrotto la produzione di monete da 1 e 2 centesimi di euro.

## Grafico B

### Quote per taglio delle monete in euro in circolazione

(valore, quota)



Fonte: Currency Information System della BCE.

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

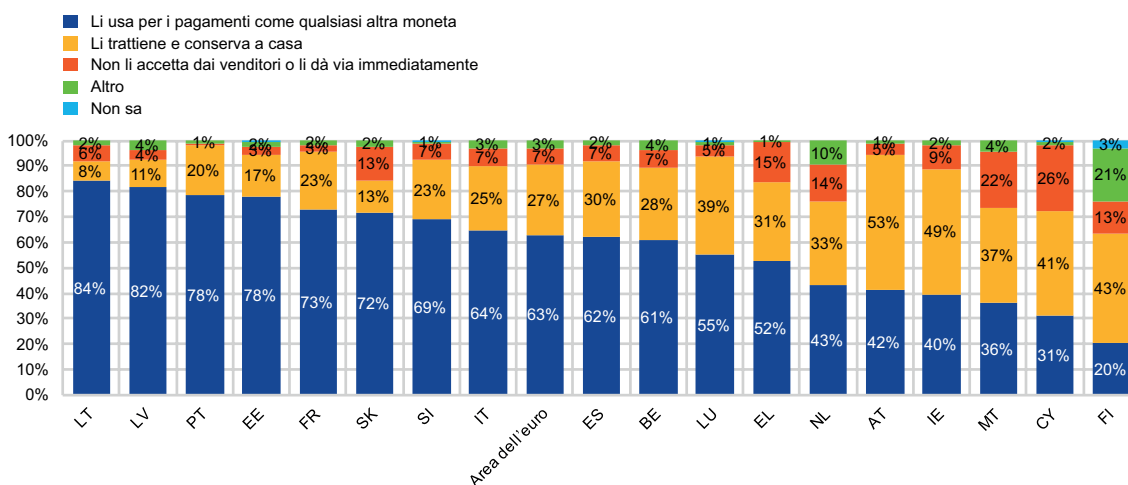
Per meglio comprendere come vengono utilizzate le monete da 1 e 2 centesimi di euro, la BCE ha incluso nell'indagine del 2016 sull'utilizzo del contante una domanda su cosa fanno le persone con tali monete ricevute come resto. I risultati sono illustrati nel grafico C e indicano che il 37 per cento dei partecipanti non usa queste monete quando le riceve come resto, ma per la maggior parte le ripone in un barattolo o in una scatola in casa. Poco meno dei due terzi dei partecipanti (63 per cento) ha affermato di utilizzarle in pagamenti successivi. Come con tutti gli aspetti dei comportamenti legati alle modalità di pagamento, l'utilizzo delle monete da 1 e 2 centesimi varia molto da paese a paese. Logicamente, in quei paesi in cui sono state introdotte regole di arrotondamento, meno persone tendono a utilizzare tali monete se capita loro di riceverle.

## Grafico C

### Uso della moneta da 1 e 2 centesimi di euro per paese

Domanda: cosa fa di solito quando riceve monete da 1 e 2 centesimi come resto?

(valori percentuali; basati su 23.544 partecipanti provenienti dall'area dell'euro)



Fonti: BCE e De Nederlandsche Bank.

Note: risultati non disponibili per la Germania. L'indagine è stata effettuata nel 2016.

### 3 Conclusioni

**Negli ultimi anni, la circolazione delle banconote in euro ha mostrato segni di una robusta crescita media oltre il PIL.** La domanda di banconote è determinata da vari fattori, uno dei quali è l'utilizzo a fini transattivi. I risultati di uno studio sulle modalità di pagamento nel 2016 mostrano che nell'area dell'euro il contante era ancora il metodo di pagamento più utilizzato presso i punti vendita. Tuttavia, la domanda a fini transattivi sembra spiegare solo in parte l'aumento delle banconote in circolazione. Sulla domanda di banconote hanno influito molteplici fattori aggiuntivi, quali la crisi finanziaria e quella del debito sovrano, le incertezze geopolitiche, gli andamenti dei tassi di cambio e le decisioni di policy assunte.

**Si prevede che nel prossimo futuro il contante resterà un importante mezzo di pagamento presso i punti vendita nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.** Tuttavia ci si può attendere che il rapido incremento nell'uso di carte contactless e di pagamenti tramite dispositivi mobili, l'aumento degli acquisti online e lo sviluppo di pagamenti istantanei, che potrebbero originare nuove soluzioni di pagamento al dettaglio, avranno tutti un impatto rilevante sull'utilizzo del contante a fini transattivi. Appare scontato il verificarsi di una conseguente riduzione nell'uso del contante a tale scopo, sebbene la velocità del calo non possa essere prevista. Come descritto nel presente articolo, tuttavia, l'utilizzo del contante a fini transattivi è soltanto una delle determinanti della domanda di banconote.

**La maggior parte delle banconote in euro in circolazione è utilizzata come riserva di valore nell'area dell'euro o detenuta all'estero.** Tenendo in considerazione che il costo-opportunità di detenere contante è attualmente contenuto, se i tassi di interesse dovessero aumentare è probabile un rientro di parte delle banconote in euro utilizzate come riserva di valore. La diminuzione dei trasferimenti netti di banconote in euro verso paesi al di fuori dell'area dell'euro mostra che parte del contante detenuto per varie ragioni all'estero sta rientrando molto gradualmente. Tuttavia, come emerge dagli andamenti degli ultimi dieci anni, la funzione di riserva di valore è determinata non solo dai tassi di interesse, ma anche da eventi esterni che non possono essere previsti. Mentre gli sviluppi futuri potrebbero determinare, quindi, un aumento o una diminuzione nell'uso del contante come riserva di valore in base alla fiducia del pubblico nell'euro, gli andamenti attuali suggeriscono che le banconote in euro sono considerate come mezzi affidabili per detenere liquidità e conservare ricchezza, sia all'interno dell'area dell'euro sia all'estero. Risulta evidente che le famiglie e le imprese di entrambe le aree economiche apprezzano il fatto che le banconote in euro consentono loro di conservare parte delle loro attività in moneta della banca centrale.



# 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	1,6	1,8	1,0	6,7	1,9	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	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	0,7	0,4	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
4° trim.	1,0	0,6	0,4	0,2	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.	.	1,0	0,4	0,7	1,8	0,4	.	.	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
2018 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	1,9	2,0
lug.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,9	.	0,9	2,1	2,1
ago. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	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.

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

## 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	1,0	3,6	-0,6
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	3,1	6,9
2017 3° trim.	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,2	1,7
4° trim.	53,4	54,6	55,1	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,4	1,4	1,5
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,3	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	-0,6	-1,0	-0,3
2018 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	0,6
mag.	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,3	-1,0	0,1
giu.	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,6	-1,0	-0,3
lug.	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	50,0	.	.	.
ago.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	52,8	53,3	49,9	.	.	.

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
2018 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
lug.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
ago.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-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
2018 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
lug.	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
ago.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28

Fonte: BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2018 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
lug.	383,8	3.460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2.793,6	22.309,1
ago.	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1

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							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 ago.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	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	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	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	4,47	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	1,87	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	2,37	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	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
mag.	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83
giu.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82
lug. <sup>(p)</sup>	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,41	1,63	1,85	1,93	1,85	2,12	1,81

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 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	2,52	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.	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
mag.	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,07	1,23	1,65	1,62
giu.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
lug. <sup>(p)</sup>	0,03	0,09	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,31	1,66	1,64

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
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	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 feb.	1.288	540	159	.	80	444	65	362	172	48	.	34	78	30
mar.	1.307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
apr.	1.322	543	167	.	94	450	69	396	181	50	.	43	73	49
mag.	1.311	539	163	.	99	445	66	384	182	39	.	44	79	41
giu.	1.293	523	163	.	90	457	59	382	157	65	.	43	82	36
lug.	1.307	528	168	.	97	453	60	428	197	63	.	48	79	42
<b>A lungo termine</b>														
2015	15.250	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.352	3.560	3.141	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2018 feb.	15.387	3.566	3.157	.	1.172	6.864	629	207	57	44	.	12	88	7
mar.	15.437	3.580	3.146	.	1.183	6.904	624	287	68	91	.	24	96	7
apr.	15.440	3.578	3.161	.	1.192	6.886	624	232	61	67	.	14	85	4
mag.	15.526	3.586	3.192	.	1.201	6.927	621	202	49	53	.	17	80	3
giu.	15.532	3.574	3.190	.	1.204	6.944	620	222	64	64	.	14	72	7
lug.	15.552	3.566	3.199	.	1.210	6.957	620	228	55	62	.	17	87	8

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
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	16.638,7	4.212,9	3.368,7	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1
2017	16.592,7	4.079,4	3.296,1	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	612,5	1.263,0	6.079,3
2018 feb.	16.675,3	4.106,4	3.316,0	.	1.252,1	7.307,4	693,4	7.920,3	638,6	1.293,1	5.988,6
mar.	16.744,0	4.122,2	3.307,4	.	1.267,9	7.356,1	690,5	7.814,0	599,0	1.253,4	5.961,7
apr.	16.762,3	4.121,0	3.327,9	.	1.285,5	7.335,1	692,8	8.143,3	620,8	1.351,3	6.171,2
mag.	16.837,8	4.125,4	3.354,6	.	1.299,4	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.301,5	6.195,3
giu.	16.824,6	4.096,7	3.352,6	.	1.294,1	7.401,4	679,8	7.959,7	543,5	1.278,8	6.137,5
lug.	16.859,0	4.094,0	3.367,2	.	1.306,5	7.410,3	680,8	8.168,5	576,1	1.304,6	6.287,9
<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	0,1	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 feb.	1,4	-1,0	1,3	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4
mar.	1,6	-0,1	2,2	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
apr.	1,6	0,5	1,2	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5
mag.	1,1	-0,1	0,3	.	6,1	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5
giu.	1,1	-0,6	1,2	.	6,0	1,7	-4,0	1,3	1,6	4,9	0,5
lug.	1,1	-0,9	0,4	.	5,1	2,3	-2,5	1,2	0,4	4,7	0,6

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	87,0	
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 mar.	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9	
apr.	99,5	93,9	94,2	-	-	-	117,9	94,0	
mag.	98,1	92,8	92,8	-	-	-	116,6	93,1	
giu.	97,9	92,6	92,5	-	-	-	116,7	93,0	
lug.	99,2	93,8	93,6	-	-	-	118,2	94,2	
ago.	99,0	93,6	93,2	-	-	-	119,0	94,8	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2018 ago.	-0,2	-0,3	-0,4	-	-	-	0,7	0,6	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2018 ago.	-0,1	0,0	-1,1	-	-	-	3,5	2,7	

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 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
lug.	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
ago.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
					<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2018 ago.	0,7	0,4	-0,7	0,0	-0,5	-1,6	-0,9	1,1	-0,1	1,5	-1,8	-1,2
					<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2018 ago.	0,4	0,3	-1,6	0,2	6,1	-1,2	0,4	-1,6	1,4	9,6	0,1	-2,2

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 estero
	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.	218,0	223,2	-5,3	92,1	75,5	75,2	94,5	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,4
<b>Transazioni</b>												
2017 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	-
2° trim.	134,4	117,6	16,9	-10,0	22,6	10,6	-67,9	17,0	110,2	162,9	6,6	-
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.	94,4	100,2	-5,8	20,4	-13,0	18,0	-9,4	1,7	58,0	122,5	-3,6	-
mag.	130,1	141,6	-11,5	9,2	27,1	-4,2	-31,3	7,0	115,6	145,9	2,3	-
giu.	-90,0	-124,2	34,2	-39,6	8,5	-3,2	-27,2	8,3	-63,3	-105,5	7,9	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi</b>												
2018 giu.	763,7	314,5	449,2	-31,6	-164,3	482,4	150,1	13,3	279,0	328,7	20,5	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</b>												
2018 giu.	6,7	2,8	3,9	-0,3	-1,4	4,2	1,3	0,1	2,5	2,9	0,2	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <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	10.532,4	10.057,5	5.742,9	2.172,7	2.109,1	1.015,3	639,3	448,6	32,8	474,9	4.864,5	4.389,5
2016	10.809,4	10.332,9	5.877,1	2.222,8	2.205,2	1.055,2	676,1	468,4	27,8	476,4	4.935,7	4.459,3
2017	11.188,4	10.668,0	6.058,7	2.277,2	2.294,5	1.120,0	713,3	455,7	37,7	520,4	5.288,1	4.767,7
2017 3° trim.	2.814,2	2.676,2	1.518,1	571,1	574,9	282,0	180,1	111,4	12,2	138,0	1.324,0	1.186,0
4° trim.	2.841,1	2.701,2	1.531,5	575,5	587,0	287,5	184,6	113,5	7,2	139,8	1.358,6	1.218,7
2018 1° trim.	2.861,5	2.721,8	1.544,0	577,8	591,0	292,1	183,6	113,9	9,0	139,7	1.355,1	1.215,4
2° trim.	2.883,8	2.753,5	1.553,0	584,1	600,7	296,1	188,3	114,8	15,8	130,3	1.369,4	1.239,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,3	0,4	0,4	-0,1	1,2	2,2	-6,6	-	-	1,3	0,6
4° trim.	0,7	0,2	0,2	0,2	1,4	0,8	2,3	1,5	-	-	2,1	1,3
2018 1° trim.	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,9	-0,5	0,0	-	-	-0,7	-0,3
2° trim.	0,4	0,6	0,2	0,4	1,2	0,8	2,2	0,7	-	-	0,6	1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,4	15,3	-	-	6,5	7,7
2016	1,9	2,3	2,0	1,9	3,9	2,9	5,6	3,6	-	-	2,9	4,1
2017	2,4	1,7	1,6	1,1	2,5	3,7	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 3° trim.	2,8	2,0	1,9	1,3	2,4	4,0	5,8	-6,0	-	-	5,9	4,2
4° trim.	2,7	1,3	1,5	1,2	2,6	4,1	6,7	-6,8	-	-	6,5	3,7
2018 1° trim.	2,4	1,9	1,6	1,1	3,4	3,5	5,6	0,1	-	-	3,8	2,7
2° trim.	2,1	1,8	1,3	1,1	2,8	3,7	6,4	-4,5	-	-	3,2	2,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	-
4° trim.	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
<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	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,2	1,1	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 3° trim.	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,1	0,9	-	-
4° trim.	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 1° trim.	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
2° trim.	2,1	1,7	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,2	0,4	-	-

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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2015	9.459,4	158,3	1.904,0	467,1	1.784,3	432,9	470,1	1.077,0	1.029,6	1.807,2	328,7	1.073,1
2016	9.697,5	156,0	1.958,5	484,2	1.829,8	449,3	462,2	1.100,0	1.070,0	1.853,2	334,4	1.111,9
2017	10.030,3	169,3	2.026,6	509,0	1.909,9	466,7	455,1	1.131,6	1.120,8	1.898,7	342,6	1.158,0
2017 3° trim.	2.523,8	42,6	511,6	128,3	480,4	117,7	114,1	284,2	282,1	476,7	86,2	290,4
4° trim.	2.546,9	42,9	519,0	130,4	484,5	118,5	113,9	285,8	285,2	480,0	86,5	294,2
2018 1° trim.	2.564,5	42,6	517,7	133,1	488,1	120,2	114,5	288,1	289,4	483,6	87,3	297,0
2° trim.	2.583,9	42,0	521,0	134,9	492,8	121,1	113,4	289,9	292,4	488,9	87,5	299,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	18,9	3,4	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,1	1,5	0,5	0,5	1,6	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4
4° trim.	0,7	0,2	1,3	1,1	0,7	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,1	0,6
2018 1° trim.	0,4	1,4	-0,7	0,9	0,7	2,0	-0,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,4
2° trim.	0,4	0,2	0,2	0,6	0,5	0,6	0,2	0,1	0,7	0,3	0,1	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	-1,4	3,9	0,6	2,2	3,4	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,7	3,4
2016	1,8	-1,9	3,1	1,3	1,6	3,4	0,2	0,6	2,6	1,5	0,9	2,9
2017	2,4	1,4	2,9	2,9	3,2	4,6	-1,0	1,3	4,0	1,1	1,2	2,5
2017 3° trim.	2,9	1,3	4,3	3,3	3,7	4,9	-1,0	1,5	4,4	1,2	1,5	2,4
4° trim.	2,8	2,2	3,8	4,1	3,5	4,3	-0,5	1,4	4,5	1,1	1,3	2,2
2018 1° trim.	2,5	1,5	3,1	3,7	2,8	5,4	-0,2	1,5	3,3	1,6	1,5	1,8
2° trim.	2,1	1,9	2,3	3,1	2,5	4,6	-0,2	1,3	3,0	1,5	1,1	1,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	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	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	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	0,0	0,8	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 3° trim.	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,1	-
4° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 1° trim.	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-
2° trim.	2,1	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		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	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,4	14,6	3,3	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	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,2	1,6	2,9	0,0	2,0	2,8	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,3	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,3	3,1	1,3	1,4
2017 3° trim.	1,7	2,1	-0,5	-1,2	1,4	2,0	1,8	2,9	-1,3	1,2	3,1	1,3	2,1
4° trim.	1,6	2,0	-0,5	-1,0	1,4	2,6	1,5	3,1	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 1° trim.	1,5	1,9	-0,7	-0,7	1,5	2,1	1,5	2,7	-1,0	2,0	3,2	1,3	0,6
2° trim.	1,5	1,8	-0,5	-0,4	1,5	2,4	1,2	2,5	-0,8	1,8	3,1	1,2	0,6
<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	80,6	19,4	4,3	15,4	6,6	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	2,9	1,2	1,1
2016	1,5	1,8	0,1	-0,2	0,9	0,1	1,7	2,5	0,7	2,4	3,0	1,4	1,0
2017	1,3	1,9	-0,9	-1,1	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,5	1,6	3,0	1,1	0,8
2017 3° trim.	1,8	2,3	-0,5	-1,1	1,8	2,2	2,0	3,0	-1,2	1,1	3,4	1,2	1,6
4° trim.	1,8	2,4	-0,7	-0,7	2,1	3,6	1,5	3,0	-1,8	3,0	3,6	1,3	0,5
2018 1° trim.	1,4	2,0	-1,0	-0,9	1,7	2,1	1,2	2,4	-1,1	2,5	3,2	1,2	0,2
2° trim.	1,7	2,3	-0,7	-0,1	1,9	2,5	1,2	2,9	-0,4	1,4	3,6	1,5	1,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5
2016	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	-0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	-0,3	-0,6
2017 3° trim.	0,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,5
4° trim.	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,6	1,0	0,0	-0,1	-0,2	1,3	0,2	0,0	-0,6
2018 1° trim.	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,0	-0,1	-0,4
2° trim.	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,4	0,1	0,0	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,3	0,5

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	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	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 3° trim.	163,319	4,0	14,602	9,0	4,2	11,962	8,0	2,640	18,5	7,568	8,6	7,034	9,3	1,9
4° trim.	163,108	3,9	14,205	8,7	4,2	11,645	7,8	2,560	17,9	7,326	8,4	6,879	9,1	2,0
2018 1° trim.	162,582	4,0	13,957	8,6	4,2	11,461	7,7	2,496	17,5	7,205	8,2	6,753	9,0	2,1
2° trim.	.	.	13,519	8,3	.	11,107	7,5	2,412	16,9	6,973	7,9	6,546	8,7	2,1
2018 feb.	-	-	13,956	8,6	-	11,443	7,7	2,513	17,6	7,223	8,2	6,733	8,9	-
mar.	-	-	13,814	8,5	-	11,355	7,6	2,459	17,2	7,124	8,1	6,691	8,9	-
apr.	-	-	13,661	8,4	-	11,216	7,5	2,445	17,1	7,056	8,0	6,605	8,7	-
mag.	-	-	13,442	8,2	-	11,046	7,4	2,396	16,8	6,930	7,9	6,512	8,6	-
giu.	-	-	13,454	8,2	-	11,060	7,4	2,394	16,8	6,933	7,9	6,521	8,6	-
lug.	-	-	13,381	8,2	-	11,017	7,4	2,365	16,6	6,916	7,9	6,466	8,5	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

## 3 Attività economica

### 3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	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	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 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	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
lug.	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
ago.	111,6	5,5	-	-1,9	6,4	1,7	14,7	-	54,6	54,7	54,4	54,5

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <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	12,5	94,1	1,6	2,0	1,4	3,0	1,8	33,9	7,2	136,0	4,6	9,3	2,5
2016	12,2	94,2	1,9	2,0	6,0	3,4	2,7	33,0	8,0	136,7	3,8	1,6	2,0
2017	12,0	94,0	1,3	2,0	6,7	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	7,0	2,0
2017 2° trim.	12,0	94,1	1,1	2,0	5,0	4,4	3,8	33,5	7,3	135,3	4,2	10,0	2,4
3° trim.	11,9	94,0	1,6	2,0	6,5	4,7	4,7	33,7	7,4	134,0	4,2	3,7	2,4
4° trim.	12,0	94,0	1,5	2,0	6,5	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	3,6	2,0
2018 1° trim.	12,0	93,7	1,9	1,9	5,7	4,6	5,8	33,9	7,8	133,7	2,8	1,6	1,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

4) 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 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2017 3° trim.	988,9	873,2	115,7	575,6	482,9	214,5	186,3	171,9	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
4° trim.	996,3	893,9	102,4	590,1	496,3	218,0	190,2	160,1	144,8	28,0	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
2° trim.	987,1	909,9	77,2	578,4	511,6	215,5	187,9	166,6	148,9	26,6	61,5	7,3	6,1
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.	328,7	299,4	29,3	189,9	168,2	72,1	62,4	57,6	48,8	9,1	20,0	2,1	2,0
mag.	329,1	304,7	24,4	192,2	170,4	72,3	63,4	55,5	52,1	9,0	18,9	2,3	2,1
giu.	329,3	305,7	23,5	196,2	173,0	71,1	62,2	53,5	48,0	8,5	22,6	2,9	1,9
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 giu.	3.957,7	3.551,4	406,3	2.323,7	1.980,0	861,5	750,6	662,5	571,8	109,9	249,0	35,6	31,2
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 giu.	34,7	31,2	3,6	20,4	17,4	7,6	6,6	5,8	5,0	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 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi 3	Beni di investimento 4	Beni di consumo 5		Beni intermedi 8	Beni di investimento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 11	Settore petrolifero 12		
2017 3° trim.	6,0	8,0	546,8	257,0	114,6	164,1	459,7	485,9	272,9	81,0	123,1	355,1	48,5
4° trim.	6,1	7,7	561,7	268,2	116,0	167,0	471,3	501,2	285,2	81,4	125,5	360,7	58,7
2018 1° trim.	2,1	1,9	560,7	269,7	113,5	168,1	469,5	503,6	291,1	81,1	123,4	356,8	65,0
2° trim.	4,2	5,7	566,0	.	.	.	472,6	514,6	.	.	.	361,0	.
2018 gen.	9,1	6,2	190,3	92,8	38,2	56,6	158,8	170,9	98,7	27,7	41,7	120,7	23,1
feb.	1,8	1,7	183,9	88,6	37,4	54,7	153,9	165,8	96,3	26,1	40,2	117,4	21,5
mar.	-3,2	-2,0	186,5	88,3	38,0	56,8	156,8	166,9	96,0	27,3	41,4	118,7	20,3
apr.	8,2	8,5	187,4	88,7	39,2	55,4	156,6	169,7	98,6	26,0	42,5	119,6	21,1
mag.	-0,9	0,6	187,8	89,9	38,0	55,0	157,4	170,9	99,3	26,5	41,9	121,7	21,4
giu.	5,7	8,5	190,8	.	.	.	158,5	174,0	.	.	.	119,7	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 3° trim.	3,7	3,4	123,7	121,8	124,8	127,9	124,0	114,2	113,9	115,8	114,1	117,9	100,2
4° trim.	4,4	4,1	126,3	125,8	125,8	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,5	105,9
2018 1° trim.	2,3	1,9	125,7	125,4	123,1	131,6	126,2	114,2	114,7	112,3	114,8	117,0	110,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 dic.	-0,3	0,0	128,8	127,6	130,2	132,6	129,9	114,0	115,1	106,9	114,3	117,4	111,2
2018 gen.	8,6	5,1	127,5	129,0	123,5	132,6	127,7	114,6	115,4	112,4	114,7	117,2	114,1
feb.	2,2	2,4	124,1	124,0	122,1	128,3	124,3	113,5	114,4	110,6	112,8	116,3	110,4
mar.	-2,5	-1,5	125,7	123,2	123,6	133,8	126,5	114,4	114,4	114,0	116,9	117,5	106,3
apr.	8,2	7,4	125,8	123,2	127,2	130,1	125,9	114,7	115,8	106,4	118,8	117,2	104,6
mag.	-1,3	-2,0	125,3	124,3	123,3	127,5	126,1	115,3	115,1	111,6	117,9	120,2	99,6

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 energe- tici (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	0,3	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1	
4° trim.	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,5	1,1	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	0,5	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6	
2018 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	0,4	0,0	0,7	0,0	2,2	0,3	1,9	1,6	
giu.	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6	
lug.	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4	
ago. <sup>3)</sup>	103,8	2,0	1,0	.	1,3	0,1	0,2	0,4	0,0	0,4	0,0	.	.	

	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 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
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 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
lug.	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4
ago. <sup>3)</sup>	2,5	2,4	2,5	.	0,3	9,2	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni	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	77,3	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 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	2,4	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	4,3	.
2° trim.	103,2	2,8	2,7	1,4	2,5	1,0	0,4	0,2	0,5	6,9	.	.	.
2018 feb.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	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	0,4	3,5	.	.	.
mag.	103,3	3,0	2,9	1,4	2,4	1,0	0,4	0,1	0,5	7,7	.	.	.
giu.	103,7	3,6	3,4	1,6	3,0	1,1	0,2	0,0	0,5	9,5	.	.	.
lug.	104,1	4,0	3,4	1,7	3,2	1,1	0,1	-0,3	0,6	10,7	.	.	.

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
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	0,5	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	0,4	0,7	-1,4	-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	1,5	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	1,3	1,5	1,4	2,0	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5
4° trim.	108,5	1,3	1,6	1,4	1,5	1,6	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	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
2° trim.	109,3	1,4	1,6	1,5	1,8	1,9	1,1	1,6	62,6	1,6	-6,5	9,6	1,2	-7,1	10,9
2018 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,2	0,1	-5,2	-11,1	1,5
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,9	-4,8	12,6	3,2	-5,8	13,8
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,2	-4,6	17,0	5,8	-4,2	18,0
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,6	-6,3	9,7	2,5	-4,4	11,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,6	-1,8	6,5	4,8	1,9	8,1

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	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.	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018 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.	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
lug.	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
ago.	10,3	7,8	9,2	13,0	19,6	65,3	58,1	55,1	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 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	1,7
2° trim.	.	.	.	.	.	.	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	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	104,7	0,5	1,5	-1,6	0,8	0,6	0,9	0,7	2,6	1,6	1,3	1,8
2016	105,4	0,7	2,3	-1,1	0,0	1,4	-0,3	2,0	3,8	0,9	1,2	1,8
2017	106,2	0,8	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	4,4	2,2	1,5	1,6
2017 3° trim.	106,2	0,4	-0,4	-1,4	-0,5	0,0	0,3	0,1	4,2	2,2	1,3	1,5
4° trim.	106,6	0,7	-0,9	-0,5	0,1	-0,3	0,7	-0,4	4,6	2,2	1,7	1,5
2018 1° trim.	107,0	1,0	0,6	0,0	-0,5	0,7	-0,1	1,0	4,0	2,2	1,6	1,2
2° trim.	107,8	1,7	0,3	1,5	0,8	1,0	0,7	1,1	3,8	2,9	2,0	1,8
<b>Redditi per occupato</b>												
2015	108,1	1,5	1,3	2,1	1,3	1,4	2,7	0,9	2,1	1,6	1,2	1,9
2016	109,4	1,2	0,4	1,1	1,5	1,3	0,2	2,2	2,4	0,7	1,3	1,9
2017	111,1	1,5	1,5	1,5	1,1	1,5	1,6	0,6	4,3	3,2	1,3	1,4
2017 3° trim.	111,4	1,6	2,0	1,4	0,8	1,8	2,3	0,3	4,4	3,4	1,2	0,8
4° trim.	112,1	1,8	2,3	1,9	1,6	1,7	1,9	0,7	4,3	3,2	1,5	1,7
2018 1° trim.	112,6	1,9	2,8	1,6	1,1	2,0	2,6	1,9	3,5	2,4	1,9	2,2
2° trim.	113,4	2,3	2,6	2,3	1,4	2,2	2,8	1,7	3,3	2,8	2,3	2,4
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2015	103,3	1,0	-0,3	3,7	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,6	0,1	-0,2	0,1
2016	103,8	0,5	-1,8	2,3	1,5	-0,1	0,5	0,2	-1,4	-0,2	0,1	0,1
2017	104,6	0,8	1,7	1,7	1,1	1,5	1,4	0,3	-0,1	0,9	-0,2	-0,3
2017 3° trim.	104,9	1,1	2,5	2,9	1,3	1,8	1,9	0,3	0,2	1,3	-0,1	-0,6
4° trim.	105,2	1,1	3,2	2,4	1,5	2,0	1,1	1,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2
2018 1° trim.	105,2	0,9	2,2	1,5	1,6	1,3	2,7	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,9
2° trim.	105,2	0,6	2,4	0,7	0,6	1,2	2,1	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,6
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2015	109,8	1,3	1,4	1,7	0,7	1,5	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2	1,6
2016	111,0	1,0	0,0	1,0	1,5	1,0	0,5	1,6	2,2	0,3	1,4	1,7
2017	112,8	1,6	1,2	1,5	0,9	1,7	1,5	0,8	3,6	3,0	1,6	1,7
2017 3° trim.	112,6	1,3	0,3	0,9	0,0	1,6	1,9	0,1	3,6	2,9	1,3	1,1
4° trim.	113,4	1,4	1,2	1,1	0,7	1,4	1,7	0,6	2,2	2,8	1,4	1,9
2018 1° trim.	113,9	1,8	2,6	1,3	0,6	2,0	2,8	2,1	2,5	2,2	1,9	2,1
2° trim.	114,4	1,8	0,5	1,8	0,9	1,9	2,2	1,3	3,0	2,3	2,0	1,1
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2015	105,2	0,9	-1,0	3,3	0,0	1,1	0,7	0,1	-0,8	-0,1	-0,2	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,7	2,2	1,2	-0,2	0,9	-0,5	-1,8	-0,4	0,1	-0,1
2017	106,7	1,0	2,5	1,7	1,0	1,9	1,6	0,6	-0,4	1,0	0,1	0,4
2017 3° trim.	106,6	1,0	2,4	2,4	1,1	1,7	1,9	0,1	0,3	1,0	0,0	-0,1
4° trim.	107,1	0,9	2,9	1,8	0,5	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	-0,2	0,8
2018 1° trim.	107,2	1,0	2,4	1,4	1,5	1,5	3,0	1,0	-1,0	0,2	0,4	1,3
2° trim.	106,9	0,4	2,0	0,3	0,5	1,2	1,7	0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0

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	1.075,5	6.083,9	7.159,4	1.329,8	2.221,2	3.551,0	10.710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11.395,7
2017	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
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	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
2018 1° trim.	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
2° trim.	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
2018 feb.	1.115,6	6.720,6	7.836,1	1.178,4	2.258,0	3.436,4	11.272,5	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
mar.	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
apr.	1.122,2	6.759,0	7.881,2	1.158,9	2.263,4	3.422,3	11.303,5	77,4	510,6	75,3	663,3	11.966,7
mag.	1.128,3	6.850,3	7.978,6	1.163,1	2.265,3	3.428,4	11.407,0	71,3	504,4	65,1	640,8	12.047,8
giu.	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
lug. <sup>(p)</sup>	1.136,5	6.913,5	8.050,0	1.158,2	2.277,5	3.435,7	11.485,7	67,0	511,4	65,6	644,0	12.129,7
<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	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,3	624,9	-112,3	36,3	-76,0	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	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	9,9	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,7
2018 1° trim.	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,2	-7,6	85,7
2° trim.	19,9	149,5	169,4	8,6	10,6	19,2	188,6	-0,9	1,3	-7,2	-6,8	181,8
2018 feb.	1,1	30,1	31,2	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
mar.	-2,2	27,2	25,1	-6,3	0,6	-5,7	19,3	-1,2	3,4	12,3	14,6	33,9
apr.	8,8	9,6	18,4	-13,3	4,9	-8,4	10,0	3,0	4,8	0,2	8,0	18,0
mag.	6,2	84,8	90,9	1,4	1,5	2,9	93,8	-6,6	-6,1	-11,1	-23,8	70,0
giu.	5,0	55,2	60,2	20,6	4,1	24,7	84,8	2,7	2,6	3,8	9,0	93,9
lug. <sup>(p)</sup>	2,1	8,2	10,3	-24,2	7,7	-16,5	-6,2	-6,8	4,5	-3,3	-5,7	-11,9
<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	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 3° trim.	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-10,8	1,3	5,2
4° trim.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 1° trim.	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
2° trim.	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
2018 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	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
apr.	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,7	-5,4	-1,4	3,8
mag.	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
giu.	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
lug. <sup>(p)</sup>	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,3	-16,1	-3,1	4,0

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	11	12	13
<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	2.082,5	1.617,4	296,5	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	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.	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2018 1° trim.	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
2° trim.	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
2018 feb.	2.267,3	1.813,5	287,0	157,9	8,9	6.359,5	3.767,5	548,7	2.041,5	1,8	981,3	207,9	413,8
mar.	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
apr.	2.270,1	1.837,6	269,5	155,4	7,7	6.406,2	3.815,3	539,4	2.049,7	1,8	953,2	211,5	417,7
mag.	2.296,2	1.863,5	269,9	156,2	6,7	6.432,8	3.843,0	536,6	2.051,9	1,3	985,2	217,7	418,1
giu.	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
lug. <sup>(a)</sup>	2.295,5	1.861,9	270,1	156,1	7,4	6.490,9	3.893,5	533,1	2.062,5	1,8	990,3	216,7	422,7
<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	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	54,1	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.	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,6	2,2	-8,9
2018 1° trim.	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
2° trim.	32,6	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,8	10,8	12,3
2018 feb.	-18,4	-11,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-7,5	3,9	1,0
mar.	-7,7	7,8	-13,5	-0,8	-1,3	16,2	21,1	-5,8	1,1	-0,3	10,4	2,1	-0,6
apr.	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
mag.	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,0	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
giu.	1,7	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	39,9	3,1	7,7
lug. <sup>(a)</sup>	-2,1	5,9	-8,2	-0,3	0,5	28,4	23,5	-2,6	6,8	0,7	-34,4	-3,9	-3,2
<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	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	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.	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 1° trim.	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
2° trim.	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
2018 feb.	6,7	9,0	-2,9	0,1	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
mar.	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
apr.	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,6	7,2	5,0
mag.	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
giu.	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
lug. <sup>(a)</sup>	4,4	6,8	-7,1	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,8	3,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
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	4.393,8	1.083,6	3.297,1	12.877,2	10.707,8	10.978,8	4.310,1	5.449,0	836,0	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	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.	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	1.440,1	801,5
2018 1° trim.	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9
2° trim.	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0
2018 feb.	4.598,6	1.023,6	3.560,7	13.188,5	10.936,3	11.224,7	4.349,3	5.615,1	858,1	113,8	1.459,5	792,8
mar.	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9
apr.	4.594,5	1.021,6	3.559,0	13.252,6	10.964,5	11.256,1	4.358,6	5.644,5	843,4	117,9	1.484,3	803,8
mag.	4.576,9	1.023,3	3.539,3	13.302,0	11.010,0	11.302,0	4.384,5	5.650,5	854,4	120,6	1.490,5	801,5
giu.	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0
lug. <sup>(p)</sup>	4.618,4	1.010,4	3.593,8	13.333,9	11.024,8	11.351,2	4.382,6	5.676,9	844,8	120,6	1.520,0	789,0
<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	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,9	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0
2017	290,6	-43,1	333,1	361,2	272,1	315,5	82,4	173,0	20,4	-3,7	64,2	24,8
2017 3° trim.	88,7	-10,8	99,6	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-4,0
4° trim.	90,1	-15,8	105,8	87,6	74,9	92,3	33,6	48,3	-3,8	-3,2	5,9	6,8
2018 1° trim.	-39,9	-10,2	-29,7	115,6	101,9	97,6	39,7	39,2	19,7	3,4	28,9	-15,2
2° trim.	35,5	-4,3	39,5	89,0	55,4	108,5	14,2	36,0	-2,9	8,1	31,2	2,4
2018 feb.	3,1	-7,5	10,5	2,1	0,7	-3,3	-4,0	10,4	-7,0	1,3	6,6	-5,1
mar.	-12,8	-2,0	-10,4	29,4	30,2	31,6	11,9	20,8	-0,8	-1,7	7,5	-8,3
apr.	-4,0	-0,1	-3,9	46,2	13,9	17,9	13,6	12,2	-17,7	5,8	17,6	14,7
mag.	25,9	1,3	24,3	56,3	48,5	51,9	26,7	11,2	8,1	2,6	6,2	1,5
giu.	13,6	-5,5	19,1	-13,5	-7,0	38,6	-26,1	12,6	6,8	-0,2	7,3	-13,8
lug. <sup>(p)</sup>	26,6	-6,1	32,7	57,5	35,2	25,0	30,4	19,1	-14,5	0,2	22,8	-0,5
<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	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	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	5,7	2,6
4° trim.	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
2° trim.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
2018 feb.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
mar.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
apr.	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9
mag.	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,1	3,3	2,8	3,1	3,8	8,1	4,6	2,0
giu.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
lug. <sup>(p)</sup>	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,2	5,6	5,0	-1,0

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	4.310,1	4.309,7	1.001,9	796,5	2.511,7	5.449,0	5.728,9	615,9	4.083,2	749,9
2017	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
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.	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
2018 1° trim.	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
2° trim.	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
2018 feb.	4.349,3	4.381,6	988,9	824,3	2.536,1	5.615,1	5.892,3	662,2	4.225,3	727,6
mar.	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
apr.	4.358,6	4.393,3	1.004,9	821,5	2.532,2	5.644,5	5.919,2	668,3	4.250,1	726,2
mag.	4.384,5	4.415,4	1.012,6	823,9	2.548,0	5.650,5	5.927,8	670,1	4.257,6	722,8
giu.	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
lug. <sup>(p)</sup>	4.382,6	4.442,5	998,0	832,8	2.551,9	5.676,9	5.955,7	675,1	4.286,6	715,2
<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	-15,8	44,0	54,3	119,7	113,8	23,5	105,4	-9,3
2017	82,4	132,9	0,7	37,1	44,6	173,0	165,8	44,0	134,2	-5,1
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.	33,6	56,6	3,4	10,8	19,5	48,3	45,8	11,7	36,8	-0,1
2018 1° trim.	39,7	38,2	30,1	4,9	4,8	39,2	45,9	11,7	26,7	0,8
2° trim.	14,2	47,8	-15,3	11,4	18,1	36,0	44,4	11,1	30,8	-5,9
2018 feb.	-4,0	-3,6	-8,5	-1,9	6,4	10,4	12,3	3,2	7,4	-0,1
mar.	11,9	16,8	17,1	-0,4	-4,8	20,8	17,2	2,4	17,9	0,5
apr.	13,6	13,0	3,4	1,5	8,7	12,2	13,6	4,5	7,9	-0,2
mag.	26,7	25,3	6,0	5,3	15,5	11,2	14,4	5,4	6,2	-0,4
giu.	-26,1	9,5	-24,7	4,7	-6,1	12,6	16,4	1,3	16,6	-5,3
lug. <sup>(p)</sup>	30,4	22,4	13,0	5,6	11,8	19,1	16,9	5,7	12,5	0,9
<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	-1,6	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	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.	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018 1° trim.	2,2	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
2° trim.	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
2018 feb.	2,0	3,2	0,4	5,1	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
mar.	2,2	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	4,1	1,5	3,0	2,9	7,5	2,9	-0,4
mag.	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,0	-0,5
giu.	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
lug. <sup>(p)</sup>	3,0	4,1	2,6	5,5	2,3	3,3	3,0	7,3	3,4	-0,7

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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>
<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	6.956,7	2.090,9	70,9	2.146,5	2.648,4	1.133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	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.	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2018 1° trim.	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
2° trim.	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
2018 feb.	347,1	6.741,1	1.958,3	59,8	2.016,0	2.707,0	840,5	371,4	124,3	81,8
mar.	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
apr.	349,7	6.768,0	1.956,2	59,3	2.019,9	2.732,6	880,5	356,8	147,1	153,6
mag.	329,3	6.750,2	1.950,8	58,9	2.029,8	2.710,7	858,3	390,1	177,5	187,9
giu.	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
lug. <sup>(p)</sup>	352,8	6.691,1	1.954,6	57,8	2.011,5	2.667,2	848,7	372,6	184,2	193,9
<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	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-83,1	-84,7	-8,7	-70,6	80,8	-91,8	-74,1	-60,9	-27,6
2017 3° trim.	65,0	-23,6	-25,4	-2,9	-30,5	35,2	30,9	10,7	-13,6	-24,3
4° trim.	-8,9	-35,4	-17,8	-1,8	-10,6	-5,1	-76,0	-59,2	3,2	7,9
2018 1° trim.	-16,7	11,7	-16,3	-1,3	12,4	17,0	62,2	-57,1	-7,6	-6,4
2° trim.	-21,5	-46,2	-5,4	-0,9	-25,8	-14,1	-67,3	56,9	16,4	19,7
2018 feb.	30,6	-23,2	-3,7	-0,4	-16,3	-2,9	10,0	-10,3	-8,6	-2,4
mar.	-7,4	19,3	-5,8	-0,4	8,7	16,7	79,8	-50,5	11,9	5,2
apr.	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,2	13,0	-38,1	30,8	-10,8	-11,6
mag.	-20,4	-38,8	-7,7	-0,4	-6,8	-24,0	-51,7	-19,8	30,3	34,4
giu.	-11,1	-14,3	-1,0	-0,4	-9,8	-3,1	22,5	45,9	-3,2	-3,1
lug. <sup>(p)</sup>	34,4	11,3	5,2	-0,7	-4,7	11,6	0,2	-50,4	9,8	9,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2017 3° trim.	22,1	-1,0	-4,1	-12,5	-3,8	4,2	-	-	-31,3	-33,4
4° trim.	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2018 1° trim.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 feb.	17,0	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
mar.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
apr.	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,5	-27,3
mag.	7,3	-0,7	-3,6	-12,8	-1,7	2,7	-	-	-6,8	-11,5
giu.	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,5	-	-	-3,6	-17,3
lug. <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	22,5	24,6

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 2° 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
3° 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
4° 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
2018 1° 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	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso	Emissioni	Rimborsi			
											Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 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
2018 1° trim.	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
2018 feb.	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
mar.	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
apr.	12,9	11,3	4,0	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
mag.	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
giu.	12,9	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
lug.	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0

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	
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
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 2° trim.	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
3° trim.	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
4° trim.	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 1° trim.	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
<b>Debito pubblico</b>										
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 2° trim.	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
3° trim.	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
4° trim.	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 1° 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
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
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 2° trim.	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
3° trim.	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
4° trim.	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 1° trim.	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
<b>Debito pubblico</b>										
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 2° trim.	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
3° trim.	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
4° trim.	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 1° 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 12 settembre 2018.

ISSN                         2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-006-IT-N (online)

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