

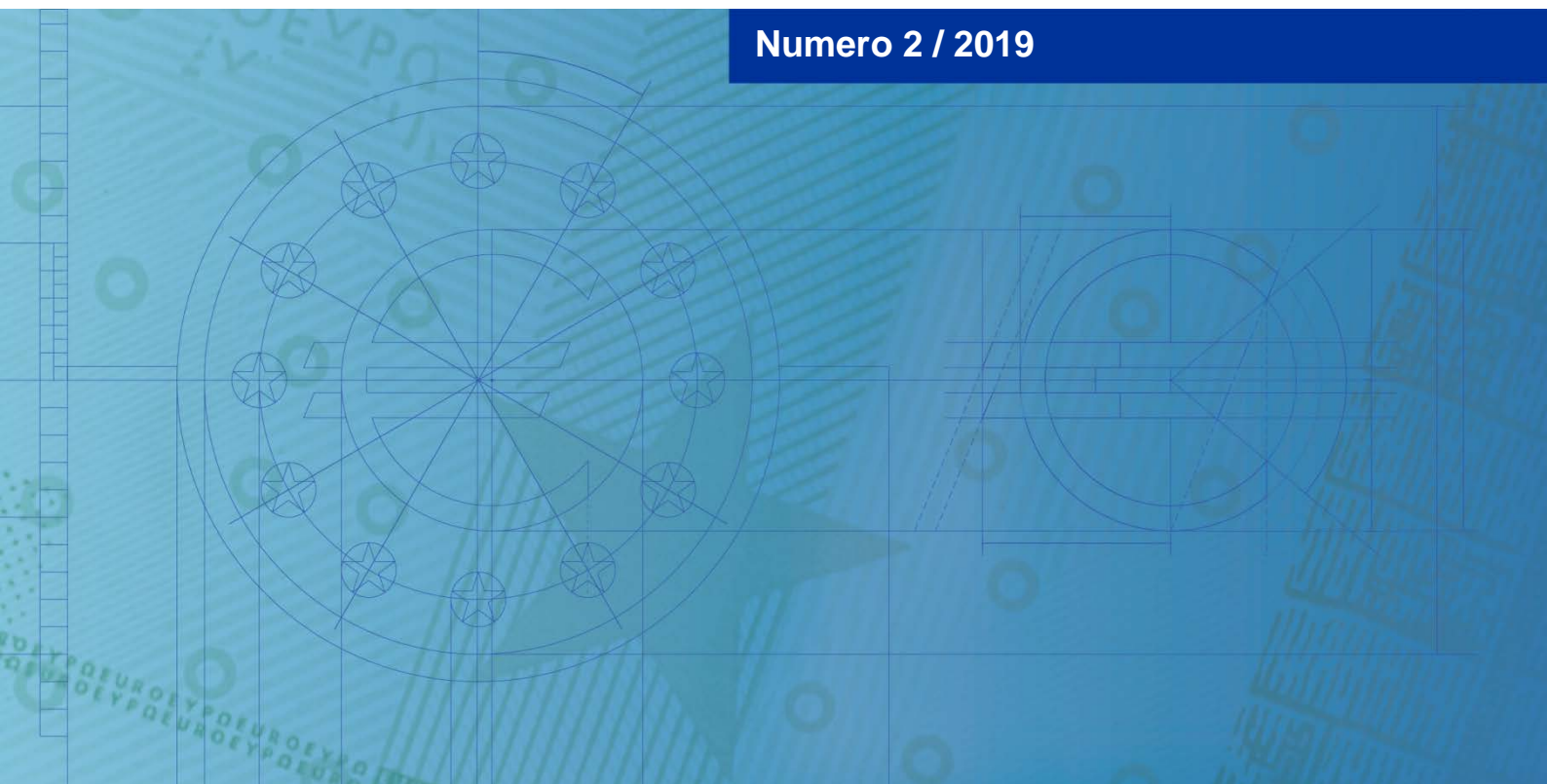


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2019



Indice

Andamenti economici e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	13
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	24
5 Moneta e credito	31
6 Andamenti della finanza pubblica	38
Riquadri	41
1 L'attuale fase espansiva nelle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro: un'analisi prospettica	41
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019	46
3 Crescita dell'occupazione e PIL nell'area dell'euro	52
4 Le nuove caratteristiche dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo: gruppi analitici, dati ricavati dai codici a barre e web-scraping	55
5 Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC	59
6 Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico	63
7 La valutazione della Commissione europea per il 2019 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme	68
Articolo	73
1 Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti	73
Statistiche	S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 7 marzo, sulla base di un'approfondita analisi delle prospettive economiche e di inflazione, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di decisioni in materia di politica monetaria. L'indebolimento dei dati economici indica una considerevole moderazione del ritmo dell'espansione economica che si protrarrà nell'anno in corso, sebbene vi siano segnali che stiano iniziando a venir meno alcuni dei fattori idiosincratici interni che frenano la crescita. Le perduranti incertezze legate a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti sembrano lasciare il segno sul clima di fiducia. Inoltre, l'inflazione di fondo rimane contenuta. La dinamica più debole della crescita rallenta l'aggiustamento dell'inflazione verso il livello perseguito dal Consiglio direttivo. Al tempo stesso, le condizioni di finanziamento propizie, le favorevoli dinamiche dei mercati del lavoro e la più vigorosa crescita salariale continuano a sostenere l'espansione dell'area dell'euro e il graduale intensificarsi delle spinte inflazionistiche. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso di adeguare le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE in modo tale da riflettere l'aspettativa secondo cui essi si manterranno "sui livelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine" e per ribadire le indicazioni prospettiche in materia di reinvestimenti. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di avviare una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e di continuare a effettuare operazioni di prestito tramite procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che inizia a marzo 2021. Tali decisioni sono state adottate al fine di assicurare che prosegua uno stabile percorso dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 7 marzo 2019

La crescita mondiale ha continuato a perdere slancio alla fine del 2018. In base alle proiezioni, nel 2019 essa dovrebbe ridurre il suo passo, stabilizzandosi però nel medio termine. Il rallentamento ha interessato maggiormente il settore manifatturiero e ha comportato una brusca decelerazione dell'interscambio a livello mondiale. L'accresciuta incertezza su scala globale dovuta alle controversie commerciali, alle tensioni finanziarie osservate la scorsa estate nelle economie emergenti e i segnali di un indebolimento della crescita nell'economia cinese hanno contribuito al rallentamento della crescita e dell'interscambio a livello mondiale. Ci si attende che quest'anno tali circostanze sfavorevoli continuino a gravare sull'economia internazionale, ma anche che le misure di politica economica recentemente adottate aiutino in certo modo a contrastarle. Nell'anno in corso l'interscambio mondiale

dovrebbe indebolirsi in misura più marcata per poi crescere nel medio termine in linea con l'attività economica. A livello mondiale le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute, mentre si sono gradualmente accumulati rischi al ribasso per l'attività mondiale.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2018, i tassi privi di rischio a lungo termine hanno registrato una diminuzione nell'ambito di un peggioramento delle prospettive macroeconomiche e di un percepito rallentamento del ritmo dell'inasprimento monetario in corso negli Stati Uniti.

In un contesto caratterizzato da un miglioramento della propensione al rischio, alimentato in parte da un maggior ottimismo in merito ai negoziati sul commercio in corso a livello mondiale, nell'area dell'euro i prezzi delle attività rischiose come azioni e obbligazioni societarie hanno segnato un recupero. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente indebolito su base ponderata per l'interscambio.

Nel quarto trimestre del 2018 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è mantenuta su livelli modesti, pari allo 0,2 per cento sul periodo precedente. Le nuove informazioni disponibili segnalano un proseguimento della crescita a un ritmo moderato nel breve termine. I dati pubblicati continuano a indicare un'evoluzione debole, in particolare nel settore manifatturiero, per effetto del rallentamento della domanda estera nonché di alcuni fattori specifici a livello di paese e settore. L'impatto di questi fattori risulta in qualche modo più persistente, suggerendo che le prospettive di crescita a breve termine saranno più moderate di quanto anticipato in precedenza. In prospettiva, l'effetto di questi fattori avversi dovrebbe venir meno. La crescita dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, ulteriori incrementi dell'occupazione e un aumento delle retribuzioni, nonché dal perdurare dell'espansione dell'attività mondiale, seppure a un ritmo lievemente inferiore.

Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2019 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Tali proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali dell'1,1 per cento nel 2019, dell'1,6 per cento nel 2020 e dell'1,5 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio di dicembre 2018 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso considerevolmente per il 2019 e lievemente per il 2020. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati al ribasso in ragione delle perduranti incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata all'1,5 per cento a febbraio 2019 dall'1,4 di gennaio. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, l'inflazione complessiva si dovrebbe mantenere intorno ai livelli attuali per poi diminuire verso la fine dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in generale contenute, ma le pressioni sul costo del lavoro sono diventate più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo aumenti gradualmente 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 marzo predisposte dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che anticipano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,5 nel 2020 e dell'1,6 nel 2021. Rispetto all'esercizio di dicembre 2018 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso per l'intero orizzonte temporale della proiezione, rispecchiando soprattutto uno scenario più modesto per la crescita a breve termine. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi all'1,2 per cento nel 2019, all'1,4 nel 2020 e all'1,6 nel 2021.

La crescita dell'aggregato monetario e le dinamiche del credito hanno subito una moderazione a gennaio 2019, mentre le condizioni di finanziamento e di credito sono rimaste favorevoli. L'espansione dell'aggregato monetario ampio (M3) si è ridotta al 3,8 per cento lo scorso gennaio, dopo il 4,1 per cento di dicembre 2018. La crescita di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario, malgrado la recente moderazione della dinamica del credito. Lo scorso gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie si è ridotto al 3,3 per cento, dal 3,9 di dicembre 2018, riflettendo un effetto base ma anche, in alcuni paesi, la tipica reazione ritardata al rallentamento dell'attività economica. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invece stabile al 3,2 per cento. Le condizioni di prestito per famiglie e imprese restano favorevoli, poiché le misure di politica monetaria poste in atto da giugno 2014 seguitano a sostenere l'accesso al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese. Le decisioni del Consiglio direttivo, in particolare la nuova serie di OMRLT, contribuiranno ad assicurare che le condizioni del credito bancario restino favorevoli in futuro.

Benché si ritenga che in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sia stato sostanzialmente neutrale nel 2018, secondo le proiezioni dovrebbe divenire lievemente espansivo dal 2019 in poi. Ciò è essenzialmente dovuto a un allentamento delle politiche di bilancio in un contesto macroeconomico meno favorevole.

Decisioni di politica monetaria

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

- In primo luogo, i tassi di interesse di riferimento della BCE sono rimasti invariati. Il Consiglio direttivo si attende ora che essi si mantengano sui livelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

- In secondo luogo, il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivo alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
- Come terza misura è stato deciso di introdurre una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) trimestrali, a partire da settembre 2019 fino a marzo 2021, ciascuna con scadenza a due anni. Queste nuove operazioni contribuiranno a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Nell'ambito delle OMRLT III, le controparti potranno ottenere finanziamenti per un importo pari a fino il 30 per cento dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019 con tasso indicizzato al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali per la durata di ciascuna operazione. Come il programma di OMRLT-II in essere, le OMRLT III incorporeranno incentivi al fine di preservare condizioni creditizie favorevoli. Informazioni più precise sui termini delle OMRLT III saranno comunicate prossimamente.
- Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché ciò sarà necessario e almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che avrà inizio a marzo 2021.

Tali decisioni sono state adottate al fine di assicurare che prosegua uno stabile percorso dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Esse sosterranno l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito.

Contesto esterno

La crescita mondiale ha continuato a perdere il suo slancio alla fine del 2018 e le indagini indicano un ulteriore indebolimento nella prima parte del 2019.

Il rallentamento ha interessato maggiormente il settore manifatturiero e ha comportato una brusca decelerazione dell'interscambio a livello mondiale. L'accresciuta incertezza su scala internazionale dovuta alle dispute commerciali tra Stati Uniti e Cina, le tensioni finanziarie osservate la scorsa estate nelle economie emergenti e, più di recente, i segnali di un indebolimento della crescita dell'economia cinese sono tutti fattori che hanno contribuito al rallentamento della crescita e dell'interscambio su scala mondiale. Ci si attende che nel 2019 tali circostanze sfavorevoli continuino a gravare sull'economia internazionale, ma anche che le misure di politica economica adottate di recente aiutino in certo modo a contrastarle. Secondo le proiezioni, perciò, a livello mondiale la crescita dovrebbe ridursi nel corso dell'anno, ma poi stabilizzarsi nel medio termine. Nello stesso periodo l'interscambio mondiale dovrebbe indebolirsi in misura più marcata per poi crescere nel medio termine in linea con l'attività economica. A livello mondiale le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute, mentre si sono gradualmente accumulati rischi al ribasso per l'attività mondiale.

Attività economica e commercio mondiale

La crescita mondiale ha ulteriormente perso il suo slancio a fine 2018. Nelle economie avanzate l'attività si è indebolita nel quarto trimestre del 2018 e la crescita ha subito un rallentamento sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito. Nel medesimo trimestre la crescita si è rafforzata in Giappone, anche se ciò faceva seguito a una contrazione nel trimestre precedente dovuta a una serie di calamità naturali. Alla fine del 2018 la crescita si è indebolita anche nelle economie di mercato emergenti (EME), inclusa la Cina.

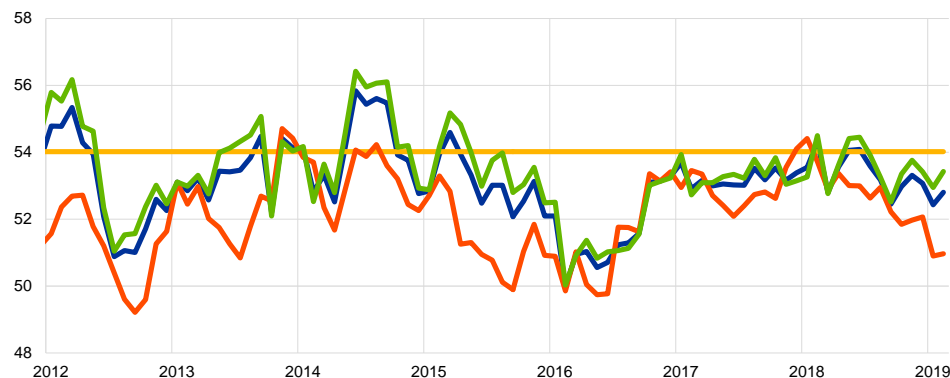
I risultati delle indagini segnalano un indebolimento della crescita all'inizio del 2019. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha continuato a diminuire, principalmente a causa dell'indebolimento dell'attività manifatturiera mondiale. Anche l'attività nel settore dei servizi ha di recente subito una moderazione, sebbene di entità minore e partendo da livelli più elevati (cfr. grafico 1). L'attività manifatturiera mondiale ha subito un rallentamento sullo sfondo di cicli economici giunti in fase di maturazione nelle maggiori economie avanzate. Nel contempo, tale rallentamento è stato reso più brusco dalle accresciute incertezze che gravano sull'economia mondiale, come le persistenti dispute commerciali tra Stati Uniti e Cina, le tensioni finanziarie osservate la scorsa estate nelle economie emergenti e, più di recente, i segnali di un indebolimento della crescita nell'economia cinese. Il rallentamento dell'attività manifatturiera mondiale sta gravando anche sul commercio internazionale.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indici di diffusione)

- Mondiale composito relativo al prodotto esclusa l'area dell'euro
- Mondiale composito relativo al prodotto esclusa l'area dell'euro – media di lungo termine
- Mondiale per il prodotto manifatturiero esclusa l'area dell'euro
- Mondiale per il settore dei servizi esclusa l'area dell'euro



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a febbraio 2019. "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e gennaio 2019.

Nelle economie avanzate le condizioni finanziarie restano nel complesso accomodanti, mentre nelle economie emergenti lo scenario rimane eterogeneo.

Le aspettative del mercato su ulteriori incrementi dei tassi di interesse negli Stati Uniti si sono ridimensionate, mentre continuano a calare i rendimenti sui titoli del Tesoro, in parte a causa degli andamenti dei premi a termine. Sono migliorate anche le condizioni di finanziamento in Cina, grazie all'orientamento più accomodante della politica monetaria adottato in risposta ai segnali di indebolimento dell'attività economica. Dopo il brusco calo registrato a fine 2018 in un contesto di rinnovati timori per l'economia internazionale, dall'inizio dell'anno i corsi azionari sono in ripresa su scala mondiale. La fiducia per i rischi a livello mondiale, tuttavia, non si è completamente ristabilita e la volatilità nei mercati finanziari rimane elevata. In talune economie emergenti fra quelle più colpite dalle turbolenze sui mercati finanziari della scorsa estate, come ad esempio Argentina e Turchia, le condizioni finanziarie permangono relativamente rigide e continuano a gravare sull'attività economica.

Secondo le proiezioni la crescita subirà un rallentamento a livello mondiale in un contesto in cui aumentano i fattori avversi.

Fra questi vi sono l'indebolimento dell'attività manifatturiera e del commercio a livello mondiale, in uno scenario in cui l'incertezza sugli assetti politici e sulle politiche economiche è elevata e non smette di aumentare. Negli Stati Uniti il consistente stimolo fiscale prociclico (che annovera fra le altre misure la riduzione delle tasse e l'incremento della spesa) continua a sostenere le determinanti della crescita all'interno del paese e nel resto del mondo, anche se ci si attende che la parziale serrata dell'amministrazione pubblica, protrattasi fino agli ultimi giorni di gennaio, abbia ripercussioni sui dati relativi al primo trimestre del 2019. In Cina la domanda interna dovrebbe subire un indebolimento nella prima metà dell'anno, alla luce del fatto che le politiche adottate di recente inizieranno a produrre i loro effetti con qualche ritardo.

Su un orizzonte più lungo, le proiezioni indicano che nel medio termine la crescita a livello mondiale dovrebbe stabilizzarsi. Tre sono le forze che

primariamente sembrano destinate a dare un'impronta all'economia internazionale nell'orizzonte di proiezione. In primo luogo, il rallentamento dello slancio congiunturale che si dovrebbe registrare nelle principali economie avanzate, in concomitanza con limiti di capacità produttiva sempre più stringenti e con la graduale riduzione del sostegno offerto dalle politiche, in un contesto di output gap positivi e di tassi di disoccupazione contenuti. In secondo luogo, l'attesa prosecuzione della transizione controllata dell'economia cinese verso un percorso di crescita meno vigoroso e meno dipendente da investimenti ed esportazioni. Infine, la prevista ripresa della crescita in diverse importanti economie emergenti che sono attualmente, o sono state di recente, in fase di grave recessione. In base alle proiezioni, il ritmo dell'espansione mondiale dovrebbe collocarsi nel complesso su tassi inferiori rispetto a quelli osservati prima della crisi finanziaria del 2007-2008.

Passando ai singoli paesi, negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta relativamente solida. La solidità del mercato del lavoro, le condizioni finanziarie

favorevoli e lo stimolo fiscale continuano a sostenere la crescita del paese, compensando l'effetto avverso delle tensioni commerciali con la Cina. Il parziale blocco delle attività amministrative dovrebbe generare un effetto avverso di natura temporanea. A gennaio l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è scesa all'1,6 per cento dall'1,9 per cento del mese precedente, principalmente per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici si è mantenuta invariata, al 2,2 per cento.

In Giappone la ripresa della domanda interna ha fornito sostegno alla crescita nell'ultima parte del 2018. La ripresa ha fatto seguito a una brusca contrazione nel

terzo trimestre, riconducibile a una serie di calamità naturali. In prospettiva ci si attende che l'orientamento accomodante della politica monetaria, la solidità del mercato del lavoro e la robusta domanda di investimenti (malgrado un contesto esterno in indebolimento) forniscano sostegno alla crescita del paese. Inoltre, le misure di bilancio dovrebbero mitigare l'impatto negativo dell'aumento dell'imposta sui consumi prevista per il prossimo mese di ottobre. Il fatto che la crescita salariale rimanga modesta, nonostante le condizioni molto tese sul mercato del lavoro, e che le aspettative di inflazione si attestino su livelli contenuti suggerisce che l'inflazione rimarrà al di sotto dell'obiettivo della Banca del Giappone, pari al 2 per cento nel medio periodo.

Nel Regno Unito l'accresciuta incertezza politica continua a gravare sulla crescita. Anche le prospettive a breve termine sono soggette a considerevole

incertezza per l'esito delle prossime votazioni parlamentari sull'accordo di uscita dall'UE. Nel medio periodo, la crescita dovrebbe rimanere al di sotto della traiettoria seguita nel periodo precedente il referendum.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale la crescita dovrebbe subire una lieve moderazione nel corso dell'anno. La crescita degli investimenti, che beneficia del

contributo dei fondi europei, rimane robusta, al pari della spesa per consumi, sostenuta dall'andamento vigoroso del mercato del lavoro. Il rallentamento che si registra nell'area dell'euro, tuttavia, grava sulle prospettive di crescita della regione.

Nel medio periodo ci si attende che i livelli di crescita registrati in questi paesi tornino verso il loro potenziale.

Negli ultimi mesi la crescita in Cina ha perso parte dello slancio. Gli indicatori mensili suggeriscono inoltre che questa tendenza probabilmente proseguirà nel 2019. Al fine di proteggere l'economia da un rallentamento ancor più marcato, le autorità cinesi hanno annunciato una serie di misure di bilancio e di politica monetaria che dovrebbero condurre a una decelerazione controllata dell'attività nel corso dell'anno. Su un orizzonte di più lungo periodo, i progressi compiuti nell'attuazione delle riforme strutturali dovrebbero condurre a una transizione ordinata verso un percorso di crescita più moderato, meno dipendente da investimenti ed esportazioni.

Secondo le proiezioni, l'attività economica dovrebbe gradualmente rafforzarsi nei grandi paesi esportatori di materie prime. Gli andamenti nei mercati mondiali del petrolio incidono sulle prospettive di crescita in Russia e ci si attende che i cali dei corsi petroliferi registrati in passato gravino sull'attività economica dell'anno in corso. Su un orizzonte di più lungo periodo, l'attività economica in Russia dovrebbe gradualmente rafforzarsi, in un contesto caratterizzato dai vincoli dovuti alle sanzioni internazionali e dall'incertezza che aleggia sulla messa in opera delle riforme strutturali e degli impegni di spesa annunciati lo scorso anno. La crescita dovrebbe rafforzarsi anche in Brasile, sospinta dalle condizioni di finanziamento favorevoli e dall'attenuarsi dell'incertezza politica.

In Turchia, l'attività economica ha subito una notevole contrazione nel terzo trimestre del 2018 per effetto delle turbolenze finanziarie della scorsa estate, dell'inflazione elevata e di politiche monetarie e di bilancio procicliche. Dopo un marcato aggiustamento a fine 2018, la crescita dovrebbe far registrare una ripresa nel prosieguo dell'anno e intraprendere poi un graduale percorso ascendente.

L'anno scorso, in un contesto di forte volatilità, la crescita del commercio mondiale ha segnato un rallentamento, con andamenti molto positivi nella prima parte del 2018 a cui ha fatto seguito un rallentamento relativamente marcato. Il rallentamento rispecchia l'indebolimento dell'attività manifatturiera a livello mondiale, le maggiori tensioni commerciali e, più di recente, un peggioramento significativo del commercio in Asia, e in particolare in Cina. Secondo i dati del CPB, a dicembre il volume delle importazioni di beni ha registrato un calo dell'1,2 per cento a livello mondiale su base trimestrale rispetto al periodo precedente, evidenziando un ulteriore indebolimento dello slancio del commercio mondiale nel quarto trimestre del 2018 (cfr. grafico 2). I dati più recenti, inoltre, indicano che nel primo trimestre del 2019 la crescita dell'interscambio mondiale è rimasta contenuta.

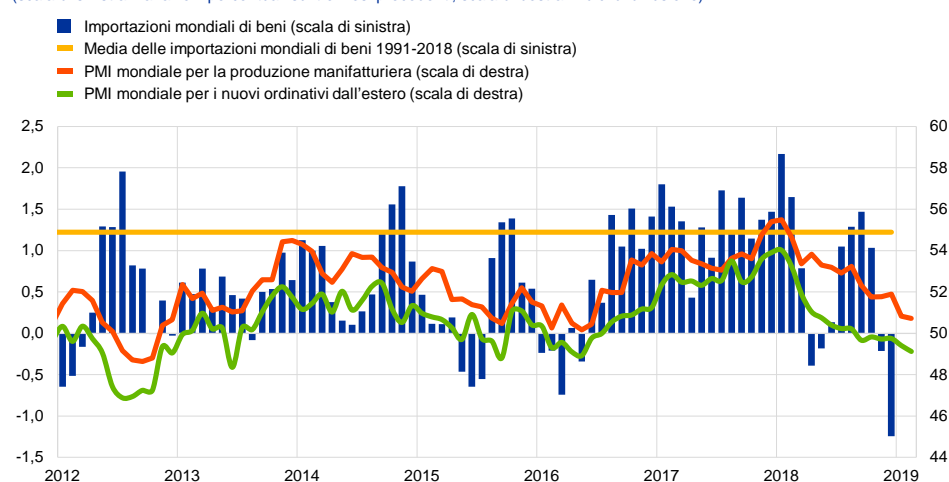
La tregua temporanea concordata tra Stati Uniti e Cina a dicembre 2018 ha evitato per il momento un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali. Inizialmente era stato deciso che, a partire dal 1° gennaio del 2019, i dazi su 200 miliardi di dollari di esportazioni provenienti dalla Cina passassero dal 10 per cento al 25 per cento, ma tale aumento è stato poi sospeso in virtù dell'accordo fra i due paesi. Se da un lato ciò ha rappresentato un segnale positivo, permane elevata l'incertezza sulla possibilità che i negoziati commerciali attualmente in corso portino a un apprezzabile allentamento delle tensioni commerciali. Nel frattempo, il presidente

Trump ha annunciato di recente un prolungamento della tregua in considerazione dei progressi compiuti nei negoziati, per cui l'aumento dei dazi rimane sospeso. Allo stato attuale ci si attende che Stati Uniti e Cina sottoscrivano un accordo commerciale entro la fine del mese di marzo. Permangono comunque dei rischi, poiché potrebbe verificarsi una recrudescenza delle tensioni commerciali e l'amministrazione statunitense potrebbe imporre nuovi dazi sulle importazioni da altri paesi.

Grafico 2

Indagini e commercio internazionale di beni

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2019 per l'indice PMI e a dicembre 2018 per le importazioni di beni a livello mondiale.

Dopo i livelli sostenuti dell'anno scorso, per l'anno in corso le proiezioni indicano un indebolimento della crescita dell'economia mondiale, cui dovrebbe far seguito una stabilizzazione sul medio periodo. In base alle proiezioni

macroeconomiche formulate a marzo 2019 dagli esperti della BCE, la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro), che nel 2018 si attestava al 3,7 per cento, nel 2019 dovrebbe scendere al 3,5 per cento. Tale calo è riconducibile a condizioni maggiormente avverse alla crescita mondiale, ad esempio l'indebolimento dell'attività manifatturiera a livello internazionale in un contesto politico e di politiche economiche caratterizzato da un grado di incertezza elevato e in peggioramento.

Nel periodo 2020-2021 la crescita dovrebbe stabilizzarsi intorno al 3,6 per cento, di riflesso a un rallentamento nelle principali economie avanzate, alla transizione dell'economia cinese verso un percorso di crescita meno vigoroso e alla ripresa della crescita che dovrebbe interessare diverse importanti economie emergenti. Il contesto maggiormente avverso incide significativamente sull'interscambio internazionale e, secondo le proiezioni, ciò dovrebbe portare a un notevole rallentamento della crescita della domanda estera dell'area dell'euro, che nel 2019 dovrebbe scendere al 2,2 per cento, a fronte del 4,0 per cento registrato nel 2018. Nel medio periodo ci si attende che la domanda estera dell'area dell'euro cresca di pari passo con l'attività economica, nella prospettiva di una graduale attenuazione della forte incertezza del quadro politico e delle politiche economiche. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema, l'espansione del PIL per il 2019 a livello

mondiale è stata rivista lievemente al ribasso. Nel frattempo, la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata corretta al ribasso in misura significativa per l'anno corrente, e lievemente per il prossimo. Queste correzioni rispecchiano i dati deludenti diffusi alla fine del 2018, a cui si aggiunge il calo che dovrebbe interessare la domanda di importazioni in Cina e nel resto dei paesi emergenti dell'Asia, nonché nelle economie europee esterne all'area dell'euro.

I rischi al ribasso per l'attività internazionale si sono gradualmente accumulati.

Nonostante la tregua temporanea tra Stati Uniti e Cina, il rischio di eventi estremi causati dall'intensificarsi delle tensioni commerciali a livello mondiale rimane elevato. Un rallentamento ancor più marcato dell'economia cinese potrebbe essere più difficile da gestire ricorrendo a misure di stimolo: ciò risulterebbe tra l'altro complicato alla luce del processo di correzione degli squilibri attualmente in atto nel paese. Nel frattempo, uno scenario in cui il Regno Unito uscisse dall'UE senza un accordo potrebbe dare luogo a effetti di propagazione molto dannosi, soprattutto in Europa, e le forti incertezze geopolitiche potrebbero danneggiare la crescita su scala mondiale. Da ultimo, alcune economie emergenti rimangono vulnerabili all'inversione di rotta dei flussi di capitali, anche se il rischio che molte economie emergenti siano teatro di tensioni gravi si è di recente attenuato.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

I corsi petroliferi rimangono molto volatili. Nell'ultimo trimestre del 2018 i corsi petroliferi sono diminuiti a fronte delle rassicurazioni da parte di Arabia Saudita e Russia sulla propria disponibilità a controbilanciare gli effetti sull'offerta di petrolio provocati dalle sanzioni statunitensi contro l'Iran. Le pressioni al ribasso si sono poi intensificate in ragione della concessione da parte del governo degli Stati Uniti di una deroga temporanea ai principali importatori di petrolio iraniano e dei livelli elevati segnati dalla produzione di greggio statunitense, in un contesto di rinnovati timori per l'economia mondiale. I corsi petroliferi hanno poi fatto registrare una lieve ripresa al volgere dell'anno in concomitanza con l'entrata in vigore dell'accordo OPEC Plus sui tagli alla produzione, con un numero sorprendentemente elevato di stati membri che hanno ottemperato all'accordo. In prospettiva, nell'orizzonte temporale di proiezione i corsi petroliferi dovrebbero mantenersi su questa traiettoria più bassa, in maniera sostanzialmente stabile. Le ipotesi sui prezzi del petrolio alla base delle proiezioni macroeconomiche di marzo degli esperti della BCE erano quindi più basse di circa l'8,6 per cento per il 2019 (8,2 per cento per il 2020 e 8,0 per cento per il 2021) rispetto alle ipotesi alla base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2018. A partire dalla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di marzo, tuttavia, i corsi petroliferi sono ulteriormente aumentati, e il 6 marzo si collocavano lievemente al di sopra dei 65 dollari al barile.

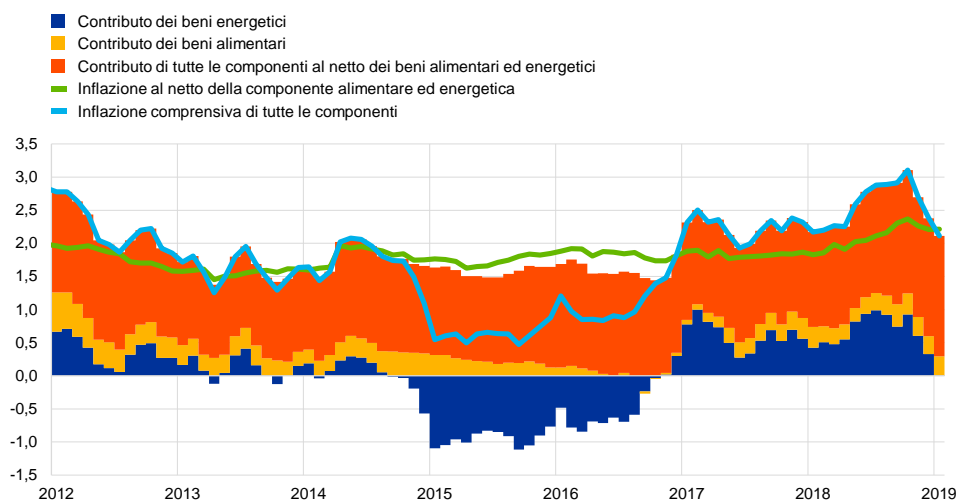
Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono modeste. A dicembre 2018 l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) si è collocata in media al 2,4 per cento, dal 2,7 per cento del mese precedente, soprattutto per effetto del calo del contributo fornito dalla componente energetica (cfr. grafico 3). Anche l'inflazione di

fondo (al netto della componente alimentare ed energetica) è diminuita lievemente rispetto al mese precedente, attestandosi al 2,2 per cento. Le condizioni tese del mercato del lavoro nella generalità delle principali economie avanzate si sono finora tradotte in incrementi salariali modesti, e il ritmo dell'inflazione di fondo rimane contenuto. In prospettiva, ci si aspetta che i passati ribassi dei corsi petroliferi gravino sull'inflazione complessiva.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2019.

In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. Ci si attende che nel 2019 l'aumento dei prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro subisca una brusca contrazione, per poi rimanere stabile nel medio periodo. Ciò riflette l'attenuarsi del contributo positivo fornito dal prezzo del petrolio, che secondo le proiezioni dovrebbe a breve passare in territorio negativo e compensare quindi le pressioni al rialzo sull'inflazione di fondo dovute alla riduzione della capacità inutilizzata a livello mondiale.

2 Andamenti finanziari

Dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2018, i tassi a lungo termine privi di rischio a livello mondiale sono diminuiti in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive macroeconomiche e dalla percezione di un rallentamento del ritmo di inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti.

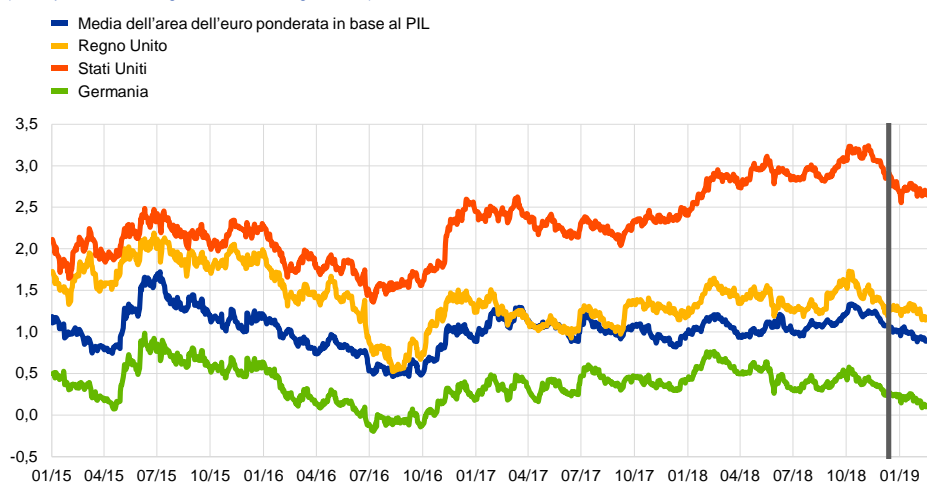
In presenza di una maggiore tolleranza per il rischio, alimentata in parte da aspettative più ottimistiche in merito ai negoziati sul commercio in corso a livello mondiale, i prezzi delle attività rischiose dell'area dell'euro, come azioni e obbligazioni societarie, hanno segnato un recupero. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente indebolito su base ponderata per l'interscambio.

I rendimenti a lungo termine sono diminuiti sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.

Nel periodo in esame, tra il 13 dicembre 2018 e il 6 marzo 2019, il tasso OIS (Overnight Index Swap) a dieci anni privo di rischio dell'area dell'euro è diminuito di 23 punti base, portandosi allo 0,48 per cento, e il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro (cfr. grafico 4) è sceso allo 0,84 per cento, segnando anch'esso una diminuzione di 23 punti base. Nello stesso periodo negli Stati Uniti il rendimento del titolo di Stato a dieci anni è diminuito di 22 punti base, toccando il 2,71 per cento, mentre nel Regno Unito il rendimento sul titolo equivalente è sceso all'1,22 per cento, riducendosi di 8 punti base. I rendimenti a lungo termine a livello mondiale sono diminuiti in seguito ad alcuni annunci da parte del Federal Reserve System, interpretati dai mercati come un segnale di rallentamento del ritmo di inasprimento della politica monetaria. Oltre a riflettere parzialmente la situazione dei mercati negli Stati Uniti, i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro rispecchiano anche un deterioramento delle prospettive macroeconomiche a seguito della diffusione di alcuni dati deludenti rispetto alle attese, nonché una parziale rivalutazione delle prospettive di politica monetaria per l'area dell'euro, come rilevato dal segmento a breve della curva dei rendimenti.

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

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 dicembre 2018). Le ultime rilevazioni si riferiscono al 6 marzo 2019.

Nel periodo in esame, i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati.

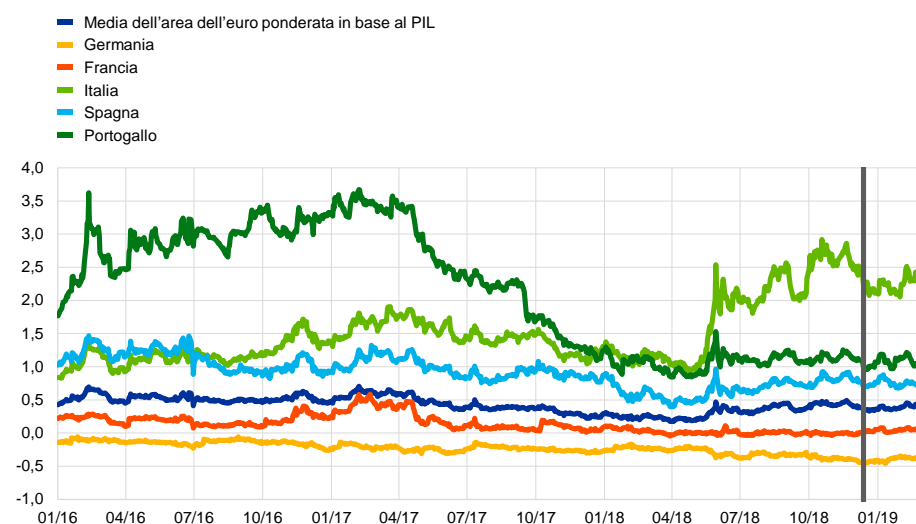
Le condizioni nei mercati delle obbligazioni sovrane sono rimaste per lo più stabili, a eccezione del mercato italiano, dove il differenziale di rendimento a dieci anni ha continuato a mostrare una certa volatilità (pur chiudendo il periodo in rassegna a 2,11 punti percentuali, in miglioramento negli ultimi giorni, cfr. grafico 5).

Di conseguenza, il differenziale tra la media ponderata per il PIL dei rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS a dieci anni è rimasto stabile, collocandosi il 6 marzo a 0,36 punti percentuali.

Grafico 5

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

(punti percentuali all'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 decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 dicembre 2018). Le ultime rilevazioni si riferiscono al 6 marzo 2019.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è collocato in media a -0,37 per cento.

La liquidità in eccesso è rimasta pressoché invariata a circa 1.890 miliardi di euro. Per maggiori informazioni sull'evoluzione delle condizioni di liquidità, cfr. il riquadro 2.

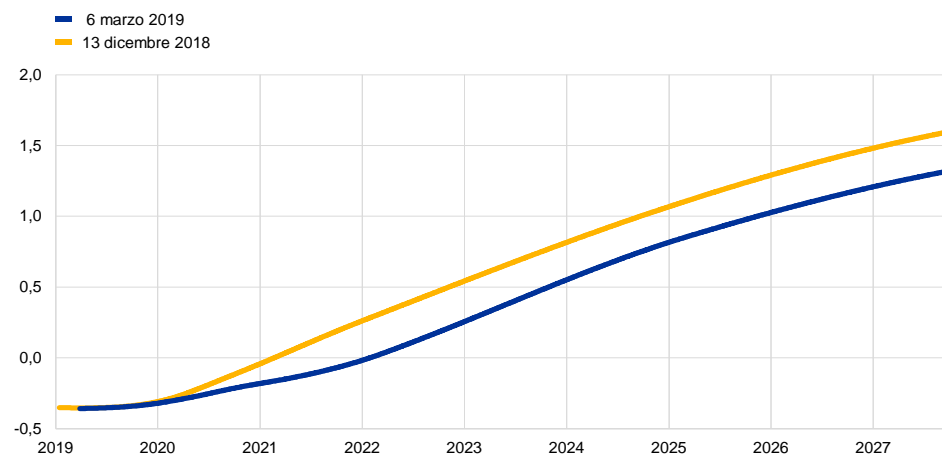
La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso il basso nel periodo in rassegna.

La curva si trova al di sotto dello zero per tutti gli orizzonti temporali precedenti al 2022, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi (cfr. grafico 6).

Grafico 6

Tassi a termine sull'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



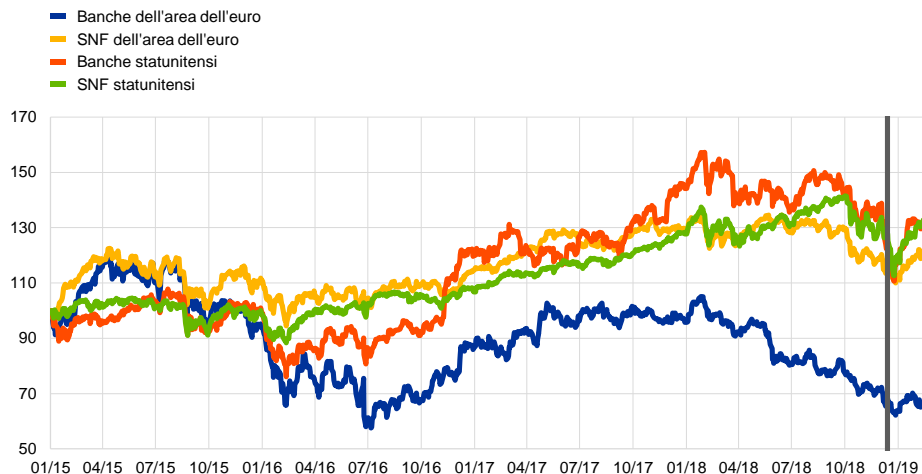
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo in esame, caratterizzato da una tolleranza per il rischio generalmente maggiore, sono aumentati gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro. Le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate del 7 per cento circa, evidenziando una dinamica analoga a quella osservata negli Stati Uniti e annullando in larga parte le flessioni osservate nel quarto trimestre del 2018 (cfr. grafico 7). La ripresa nelle quotazioni azionarie riflette il maggior ottimismo circa le prospettive per il commercio mondiale, ed è stata favorita da alcuni annunci da parte del Federal Reserve System, interpretati dai mercati come un segnale di rallentamento del ritmo di inasprimento previsto della politica monetaria. Allo stesso tempo, le aspettative sugli utili societari sia di breve che di lungo periodo hanno subito una correzione al ribasso, rispecchiando il deterioramento delle prospettive macroeconomiche per l'area dell'euro.

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 (13 dicembre 2018). Le ultime rilevazioni si riferiscono al 6 marzo 2019.

Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno segnato un calo, per effetto, in ampia misura, di una maggiore tolleranza per il rischio. A partire da dicembre, il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e i tassi privi di rischio è diminuito di circa 14 punti base per attestarsi a 78 punti (cfr. grafico 8). Anche i rendimenti del debito del settore finanziario sono diminuiti, determinando una riduzione del differenziale di circa 18 punti base. Nonostante tali cali recenti, entrambi i differenziali si sono mantenuti superiori ai livelli osservati dodici mesi prima.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 dicembre 2018). Le ultime rilevazioni si riferiscono al 6 marzo 2019.

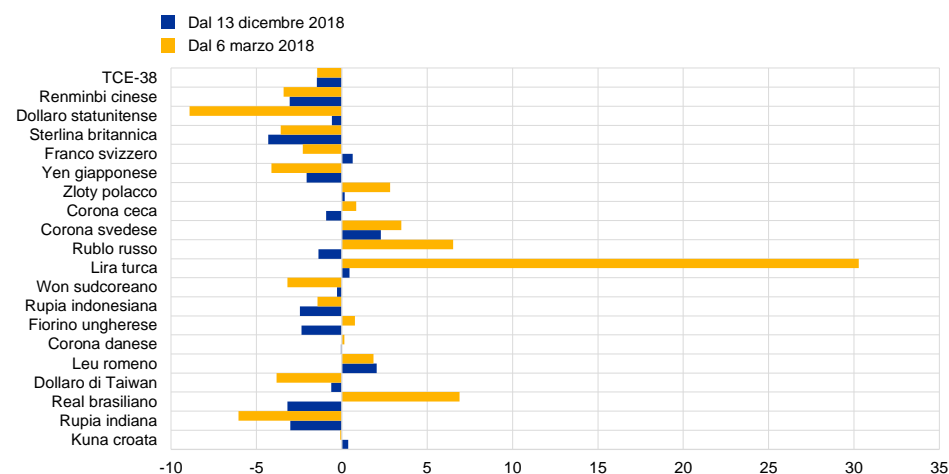
Per quanto concerne i mercati dei cambi, nel periodo in esame l'euro si è complessivamente deprezzato su base ponderata per l'interscambio

(cfr. grafico 9). Difatti, nel periodo, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, è sceso dell'1,2 per cento. In termini bilaterali l'euro si è indebolito rispetto alla maggior parte delle valute. In particolare, ha subito un leggero deprezzamento rispetto al dollaro statunitense (dello 0,6 per cento) e un indebolimento anche nei confronti della maggior parte delle altre valute principali, inclusa la sterlina britannica (4,3 per cento), lo yen giapponese (2,1 per cento) e il renminbi cinese (3,1 per cento). L'euro si è deprezzato anche nei confronti delle valute della maggior parte delle economie emergenti, mentre si è apprezzato nei confronti delle valute di gran parte degli 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 6 marzo 2019.

3 Attività economica

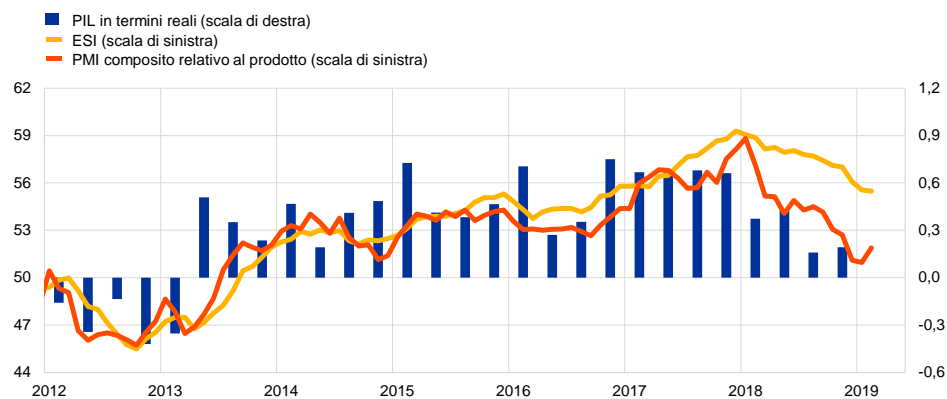
Nel quarto trimestre del 2018 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è mantenuta su livelli modesti (0,2 per cento sul periodo precedente) a causa della contrazione nel settore industriale. I nuovi dati disponibili segnalano un proseguimento della crescita a un ritmo moderato nel breve termine. In prospettiva, l'espansione dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, ulteriori incrementi dell'occupazione e un aumento delle retribuzioni, nonché dal perdurare dell'espansione dell'attività mondiale, seppure a un ritmo lievemente inferiore. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2019 dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,1 per cento nel 2019, all'1,6 per cento nel 2020 e all'1,5 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali hanno subito una revisione al ribasso, sostanziale per il 2019 e lieve per il 2020.

Nel quarto trimestre del 2018 la crescita nell'area dell'euro è proseguita a un ritmo lento. La crescita debole ha riflesso principalmente una contrazione nel settore industriale, pur continuando a mostrare, nel complesso, una buona capacità di tenuta. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno, il PIL in termini reali è salito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, in lieve aumento rispetto al trimestre precedente (cfr. grafico 10). La crescita modesta nel quarto trimestre è riconducibile a una brusca contrazione nel settore industriale, mentre i servizi hanno continuato a evidenziare una migliore dinamica. La crescita ha beneficiato dei contributi positivi della domanda interna e dell'interscambio netto, aumentati rispettivamente dello 0,4 e dello 0,2 per cento; mentre le variazioni delle scorte hanno esercitato un effetto frenante, sottraendo 4 decimi di punto percentuale alla dinamica del prodotto. Nel complesso, la crescita del prodotto nel quarto trimestre ha portato a un incremento annuo del PIL dell'1,8 per cento nel 2018, in calo rispetto al 2,4 per cento dell'anno precedente.

Grafico 10

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

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice di diffusione)



Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le osservazioni più recenti si riferiscono al quarto trimestre del 2018 per il PIL in termini reali e a febbraio 2019 per l'ESI e il PMI.

Nel quarto trimestre del 2018 l'occupazione ha continuato a crescere, aumentando dello 0,3 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 11).

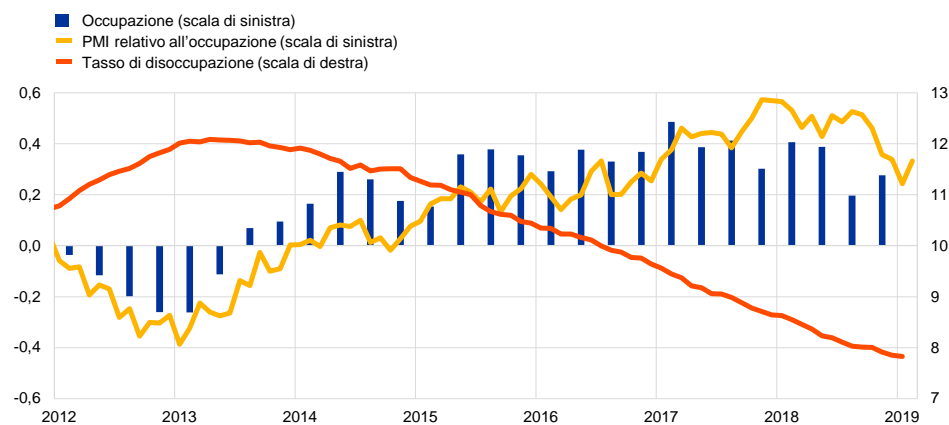
Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si è osservata una crescita dell'occupazione, la quale è stata generalizzata nei diversi settori. L'occupazione si colloca attualmente a un livello quasi del 3,0 per cento superiore rispetto al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. Tenendo conto dell'incremento più recente, nell'area dell'euro si è osservata un'espansione cumulata dell'occupazione, con 10 milioni di occupati in più rispetto al minimo toccato nel secondo trimestre del 2013. La crescita dell'occupazione ininterrotta insieme con il calo della crescita del PIL nel 2018, si sono tradotti in una moderazione della crescita della produttività, dopo la modesta ripresa registrata nel 2017. A livello empirico, gli adeguamenti nell'occupazione tendono ad accadere con un ritardo temporale rispetto al calo del prodotto. Uno dei motivi è che i contratti di impiego a più lungo termine non possono essere adeguati immediatamente quando le imprese affrontano un rallentamento della domanda.

I più recenti indicatori di breve periodo del mercato del lavoro continuano a segnalare una crescita dell'occupazione positiva ma in moderazione nel primo trimestre del 2019. A gennaio 2019 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,8 per cento, rimanendo invariato rispetto a dicembre 2018 e sul livello più basso dall'ottobre del 2008. Gli indicatori delle indagini segnalano un ulteriore rallentamento della crescita dell'occupazione nel primo trimestre del 2019.

Grafico 11

Occupazione nell'area dell'euro, componente relativa all'occupazione e alla disoccupazione del PMI

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; 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 rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2018 per l'occupazione, a febbraio 2019 per il PMI e a gennaio 2019 per il tasso di disoccupazione.

La crescita dei consumi privati ha accelerato nel quarto trimestre del 2018 e, con l'attenuarsi degli effetti frenanti temporanei in un contesto di continuo rafforzamento del reddito da lavoro delle famiglie, dovrebbe riacquistare ulteriore slancio nei trimestri a venire.

Nel quarto trimestre del 2018 i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento più lieve del terzo trimestre. La debole spesa delle famiglie ha in parte riflesso sia le temporanee dinamiche del settore automobilistico che hanno influenzato i consumi dei beni durevoli; sia l'effetto negativo dell'aumento dei prezzi dell'energia sul potere di acquisto delle famiglie. Fra il quarto trimestre del 2017 e il terzo del 2018, il prezzo in euro del greggio è aumentato, producendo effetti negativi sulla crescita dei consumi, in particolare di beni non durevoli come quelli alimentari ed energetici. Dopodiché il prezzo del petrolio ha subito un brusco calo fino a dicembre 2018 (prima di registrare una breve ripresa negli ultimi due mesi). Ciò dovrebbe sostenere il consumo di beni non durevoli nel breve termine. Nel contesto di dinamiche salariali robuste, inoltre, nel quarto trimestre del 2018 la crescita dell'occupazione si è rafforzata, favorendo una crescita costante del reddito disponibile reale delle famiglie nonché la spesa e la fiducia dei consumatori. Per di più, nel quarto trimestre del 2018 le condizioni di finanziamento sono rimaste molto favorevoli e la ricchezza netta delle famiglie è aumentata a un ritmo sostenuto.

Gli indicatori più recenti segnalano anche un rafforzamento della dinamica dei consumi privati nel corso dell'anno.

I dati recenti sul commercio al dettaglio e sull'immatricolazione di nuove autovetture indicano una crescita moderata ma costante della spesa per consumi. A gennaio 2019, il volume del commercio al dettaglio è aumentato dell'1,4 per cento, dopo il calo registrato nel mese precedente. Di conseguenza, le vendite si sono collocate a un livello dell'1,5 per cento superiore rispetto alla media del quarto trimestre del 2018. L'indicatore relativo all'immatricolazione di nuove autovetture ha segnato, a gennaio, il quarto aumento consecutivo, con una crescita del 4,8 per cento su base mensile. Ciò conferma le

precedenti attese di normalizzazione nell'immatricolazione di nuove autovetture dopo la volatilità innescata dall'introduzione della procedura di controllo armonizzata a livello mondiale per i veicoli leggeri (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP) il 1° settembre 2018. Inoltre, per il secondo mese consecutivo, la fiducia dei consumatori è aumentata, a febbraio interrompendo la tendenza al ribasso osservata per la maggior parte del 2018. Il recente miglioramento riflette l'opinione delle famiglie rispetto alla propria situazione finanziaria presente e futura, nonché le attese sul quadro economico generale e all'occupazione. La fiducia dei consumatori rimane al di sopra del suo livello storico ed è coerente con la costante crescita dei consumi privati al momento in atto.

Dovrebbe proseguire la ripresa del mercato delle abitazioni residenziali in corso, anche se a un ritmo più lento rispetto al 2018. Nel quarto trimestre del 2018, gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dello 0,6 per cento, in linea con il perdurare della ripresa in molti paesi dell'area dell'euro e nell'area nel suo insieme. Sebbene nel 2018 la crescita sia stata più lenta rispetto alle vigorose dinamiche osservate nel 2017, essa si mantiene su livelli solidi riflettendo un buono stato di salute. In linea con questi andamenti, i recenti indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini segnalano una dinamica positiva ma in rallentamento. Nel quarto trimestre del 2018 la produzione edile nel segmento delle costruzioni è cresciuta dello 0,2 per cento sul periodo precedente, in ripresa rispetto al -0,8 per cento del terzo trimestre. Negli ultimi mesi gli indicatori della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni segnalano per il quarto trimestre del 2018 e il primo del 2019, un, seppur debole, miglioramento. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'attività nel settore residenziale ha segnato una media di 52,0 nell'ultimo trimestre del 2018, scendendo tuttavia a 50,6 a gennaio 2019. Ciononostante, sia gli indici PMI che gli indicatori sul clima di fiducia della Commissione europea restano nettamente al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

Gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro sembrano aver perso slancio nella seconda metà del 2018, tuttavia i fondamentali rimangono favorevoli. I dati disponibili a livello nazionale per alcuni dei maggiori paesi dell'area dell'euro segnalano, nel complesso, un rallentamento della crescita degli investimenti delle imprese nel quarto trimestre del 2018. Tale rallentamento riflette, in parte, la maggiore incertezza politica e la volatilità finanziaria in alcuni paesi dell'area. I persistenti timori sugli andamenti del commercio mondiale, l'eventualità di una Brexit senza accordi e le fragilità dell'economia cinese sembrano aver esercitato, altresì, un impatto negativo sulla fiducia delle imprese. La valutazione delle aspettative sugli ordinativi dall'estero e sulla produzione nel settore dei beni di investimento ha continuato a peggiorare nei mesi di gennaio e febbraio 2019. I fondamentali, tuttavia, continuano a favorire gli investimenti delle imprese. In primo luogo, il grado di utilizzo della capacità produttiva rimane ben al di sopra della sua media di lungo periodo e un'ampia quota di imprese manifatturiere individua nella carenza di macchinari un fattore di vincolo alla produzione. In secondo luogo, le misure di politica monetaria della BCE continuano a sostenere condizioni di finanziamento favorevoli e l'accesso al finanziamento da parte delle imprese dell'area dell'euro. Infine, nel corso della recente ripresa, le imprese hanno continuato ad accumulare una considerevole liquidità.

Lo scambio di beni nell'area dell'euro ha continuato a crescere a un ritmo contenuto alla fine del 2018 e dovrebbe registrare un ulteriore calo nel breve termine.

I dati più recenti sullo scambio mensile di beni confermano, per il quarto trimestre, risultati modesti del commercio nell'area dell'euro nel suo insieme, per lo più riconducibili all'interscambio all'interno dell'area. A dicembre 2018 le esportazioni dell'area dell'euro in termini nominali hanno subito una contrazione dello 0,5 per cento rispetto al mese precedente, con un calo ancora più pronunciato delle esportazioni all'interno dell'area (dello 0,9 per cento). Le importazioni dell'area dell'euro in termini nominali hanno fatto registrare un lieve incremento, su base mensile, dello 0,4 per cento. Sulle esportazioni hanno gravato fattori temporanei come la nuova normativa sulle emissioni dei veicoli. Si osserva tuttavia un calo generalizzato in tutte le categorie di prodotti. Il Regno Unito, la Turchia e la Cina continuano a frenare le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro osservate negli ultimi mesi del 2018. In prospettiva, gli indicatori anticipatori segnalano un'ulteriore riduzione delle esportazioni all'esterno dell'area per i prossimi mesi. A febbraio 2019 il PMI relativo al settore manifatturiero per i nuovi ordinativi dall'estero ha toccato il suo valore minimo da novembre 2012 (46,4) e la valutazione della Commissione europea è stata più negativa rispetto a gennaio.

Gli ultimi risultati delle indagini hanno continuato a rivelarsi deludenti e individuano una crescita dell'area dell'euro in moderazione nel breve termine.

A febbraio l'indice di fiducia della Commissione europea è rimasto sostanzialmente invariato, mantenendosi al di sopra della sua media di lungo periodo. Finora, nel 2019, il valore medio si attesta su 106,2, al di sotto della media di 108,9 osservata nell'ultimo trimestre del 2018. Il calo dell'indice registrato nel settore industriale e in quello delle costruzioni è stato ampiamente compensato dal clima di fiducia positivo nei servizi, nel settore del commercio al dettaglio e tra le famiglie. A febbraio il PMI composito relativo al prodotto è salito lievemente, ma la media dei primi due mesi del primo trimestre del 2019 rimane inferiore a quella del trimestre precedente (51,4 a fronte di 52,3).

A dispetto dell'attuale rallentamento, la generalizzata espansione economica dovrebbe ritrovare slancio nel medio periodo e proseguire nel prossimo futuro.

Mentre l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE continua a rafforzare la domanda interna, la crescita dell'occupazione e dei salari in atto dovrebbe continuare a mantenere i consumi privati su livelli elevati. Al tempo stesso, gli investimenti delle imprese beneficiano della solidità della domanda interna, delle condizioni di finanziamento favorevoli e del miglioramento dei bilanci, al contempo gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale rimangono robusti.

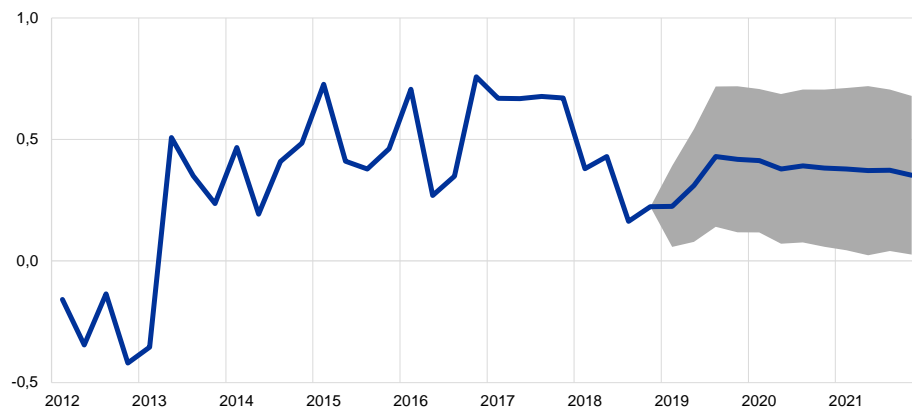
Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2019 prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali dell'1,1 per cento nel 2019, dell'1,6 per cento nel 2020 e dell'1,5 per cento nel 2021 (cfr. grafico 12).

Rispetto all'esercizio di dicembre 2018 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso considerevolmente per il 2019 e lievemente per il 2020. I rischi per le prospettive nell'area dell'euro restano orientati al ribasso.

Grafico 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2019*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2019.

Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che prevede 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.

4 Prezzi e costi

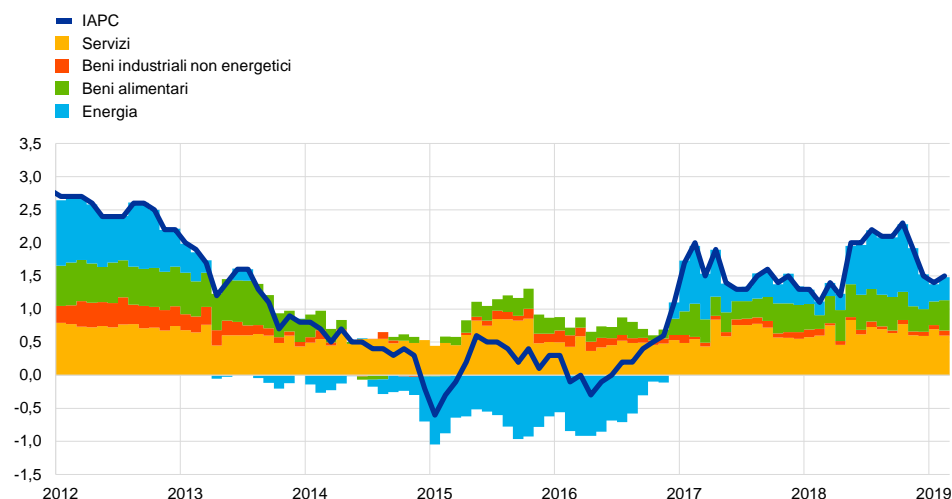
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata dall'1,4 all'1,5 per cento tra gennaio e febbraio 2019. Benché le misure dell'inflazione di fondo continuino a mostrare un movimento laterale, le pressioni interne sui costi si sono rafforzate ed estese a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo aumenti 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 anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2019 dagli esperti della BCE, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,5 per cento nel 2020 e dell'1,6 per cento nel 2021, con una revisione al ribasso sull'orizzonte previsivo, in particolare a causa delle più modeste prospettive di crescita nel breve termine. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi all'1,2 per cento nel 2019, all'1,4 nel 2020 e all'1,6 nel 2021.

L'inflazione complessiva è cresciuta a febbraio per effetto dei maggiori aumenti dei prezzi delle componenti volatili. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC per l'area dell'euro è aumentata dall'1,4 all'1,5 per cento tra gennaio e febbraio (cfr. grafico 13), riflettendo un aumento dei tassi di inflazione delle componenti più volatili, i beni energetici e alimentari, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di tali componenti (HICPX) è diminuita. Il più alto tasso di inflazione per i beni energetici è imputabile agli effetti base positivi e a un moderato aumento delle quotazioni petrolifere (in euro). Nel considerare i dati per lo IAPC a partire da gennaio 2019, si deve tenere conto dell'introduzione di due variazioni metodologiche che comportano revisioni ai dati storici (cfr. il riquadro 4 *Le nuove caratteristiche dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo: gruppi analitici, dati ricavati dai codici a barre e web-scraping* e il riquadro 5 *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*).

Grafico 13

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2019 (stima preliminare). I tassi di crescita per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro 5 in questo numero del Bollettino economico della BCE).

Dopo il rialzo seguito ai minimi toccati in precedenza, le misure dell'inflazione di fondo hanno continuato a registrare i movimenti laterali osservati di recente.

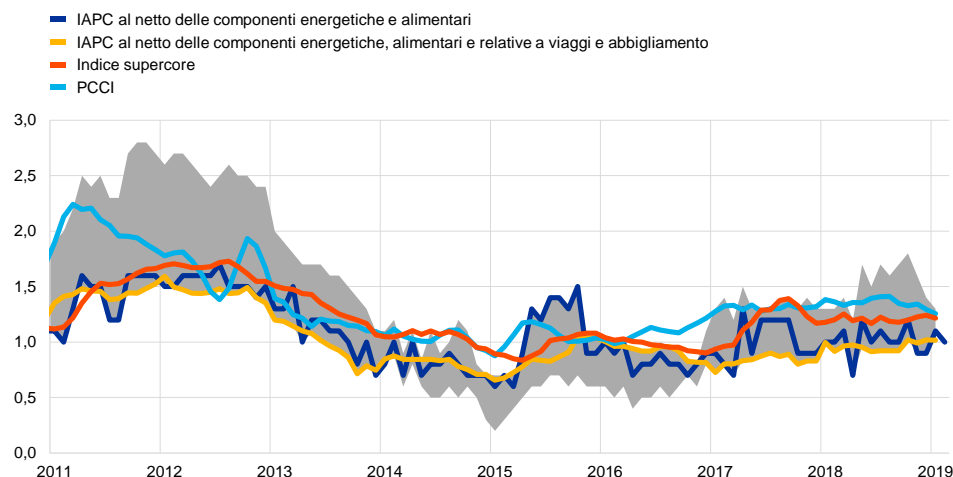
A febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata dell'1,0 per cento, in ribasso dall'1,1 di gennaio, mantenendosi quindi attorno all'1 per cento raggiunto dopo il recupero seguito ai livelli minimi segnati a metà 2016. La diminuzione registrata a febbraio ha riflettuto un calo dell'inflazione dei prezzi dei servizi, passata dall'1,6 per cento all'1,3 per cento, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata allo 0,3 per cento. Anche altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore¹, disponibili soltanto per il periodo fino a gennaio, hanno evidenziato in genere una prosecuzione dei generalizzati movimenti laterali osservati negli ultimi mesi (cfr. grafico 14). Nondimeno, ciascuna misura, statistica o basata su modelli, si è attestata su livelli superiori in confronto ai rispettivi punti di minimo registrati nel 2016. In prospettiva, si prevede un graduale aumento delle misure dell'inflazione di fondo, trainato da un ulteriore rafforzamento della dinamica salariale e dall'incremento registrato nell'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno.

¹ Per ulteriori informazioni sulle misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

Grafico 14

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

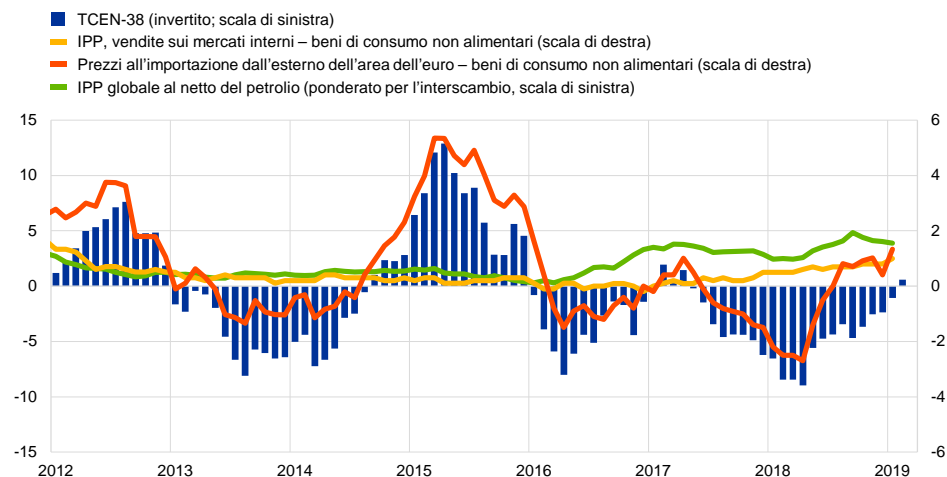
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a febbraio 2019 (stima preliminare) per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e a gennaio 2019 per tutte le altre misure. Nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono comprese le seguenti voci: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e componenti relative a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento, media troncata del 30 per cento e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto di beni energetici e alimentari per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro 5 in questo numero del Bollettino economico della BCE).

Negli ultimi stadi della filiera produttiva le spinte inflazionistiche per i prezzi dei beni industriali non energetici sono aumentate, mentre nei primi stadi i segnali sono contrastanti. Nelle primissime fasi, le pressioni inflazionistiche sui prezzi hanno mostrato segni di ripresa allorché il tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi e delle materie prime industriali (in euro) è notevolmente aumentato a febbraio. L'incremento mondiale dei prezzi alla produzione dei beni non energetici, di contro, ha subito un'ulteriore lieve attenuazione a gennaio. Le precedenti deboli pressioni nei primi stadi della filiera hanno avuto un impatto sull'inflazione dei prezzi all'importazione e su quella alla produzione per i beni intermedi, entrambe in continuo calo da agosto dello scorso anno. Negli stadi successivi, la crescita sul periodo corrispondente dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è aumentata fino a raggiungere l'1,3 per cento a gennaio dallo 0,4 per cento di dicembre (dato rivisto al ribasso). Inoltre l'inflazione sui prezzi alla produzione interni per tali beni è aumentata fino all'1,0 per cento a gennaio 2019, dopo aver registrato una crescita stabile dello 0,8 per cento sul periodo corrispondente nei precedenti tre mesi, rimanendo superiore alla sua media di lungo periodo (cfr. grafico 15). Complessivamente, le pressioni sui prezzi al consumo si sono mantenute sostanzialmente stabili nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi, con alcune debolezze nei primi stadi che probabilmente non si sono ancora trasmesse.

Grafico 15

Prezzi alla produzione e all'importazione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

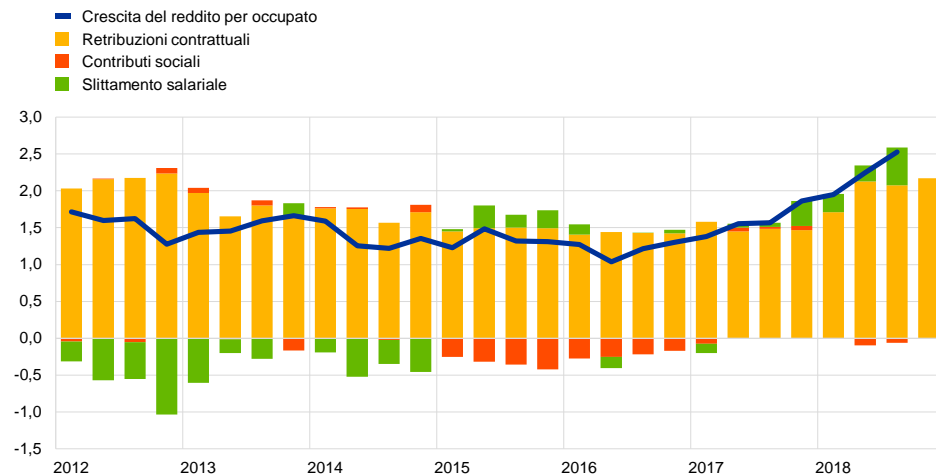
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a febbraio 2019 per il TCEN-38, a gennaio 2019 per l'IPP interno, i prezzi all'importazione e l'IPP mondiale. Il "TCEN-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. L'"IPP" misura l'andamento mensile dei prezzi di vendita franco fabbrica.

Gli andamenti recenti della dinamica salariale segnalano il prolungarsi della tendenza al rialzo e confermano il graduale rafforzamento delle pressioni inflazionistiche interne. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è salito al 2,5 per cento nel terzo trimestre del 2018, rispetto al 2,2 per cento del secondo trimestre. La crescita delle retribuzioni contrattuali è stata del 2,2 per cento nel quarto trimestre del 2018, in aumento rispetto al 2,1 per cento del terzo trimestre (cfr. grafico 16). Più in generale, gli indicatori di crescita salariale si attestano al momento su livelli notevolmente più elevati rispetto alla prima metà del 2016. Tali andamenti sono in linea con le condizioni progressivamente più tese sul mercato del lavoro. Mentre nella fase iniziale il rafforzamento della crescita del reddito per occupato è stato essenzialmente dovuto allo slittamento salariale, le dinamiche registrate negli ultimi trimestri sono in gran parte riconducibili all'aumento della crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali, che hanno rafforzato la fiducia nelle prospettive positive di crescita delle retribuzioni.

Grafico 16

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 terzo trimestre del 2018 per i redditi per occupato e al quarto trimestre del 2018 per la crescita delle retribuzioni contrattuali.

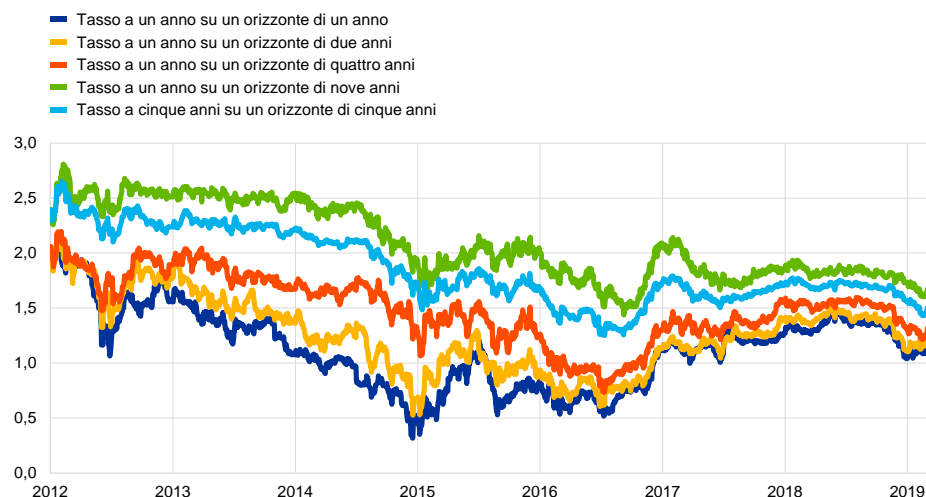
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati e sulle indagini sono lievemente diminuite.

Il 6 marzo 2019 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,51 per cento, ossia circa 13 punti base al di sotto dei livelli osservati a metà dicembre (cfr. grafico 17). Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno 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 ciò indica che i mercati attualmente giudicano molto modesto il rischio di deflazione. In base all'indagine dei previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters) per il primo trimestre del 2019 le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono attestate sull'1,8 per cento, in lieve calo dall'1,9 per cento della precedente indagine.

Grafico 17

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2019.

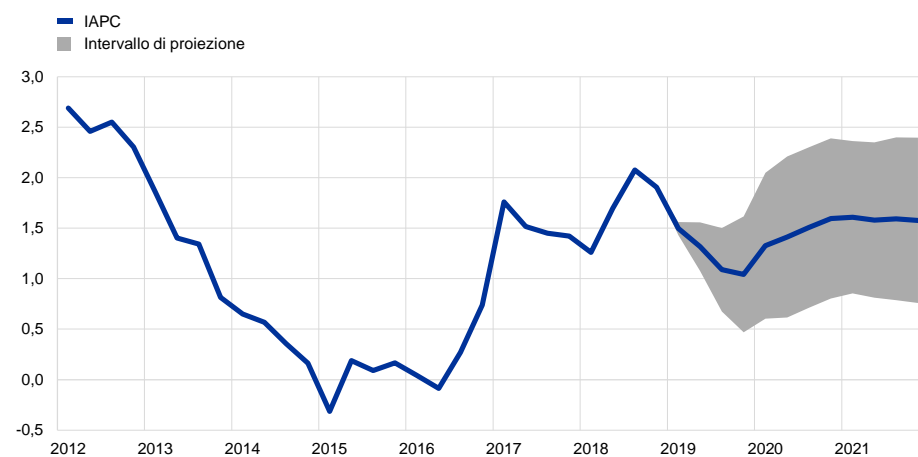
Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2019 dagli esperti della BCE, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione.

Sulla base delle informazioni disponibili a metà febbraio, secondo tali proiezioni l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media all'1,2 per cento nel 2019, all'1,5 per cento nel 2020 e all'1,6 per cento nel 2021, in confronto rispettivamente all'1,6, l'1,7 e l'1,8 per cento riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. grafico 18). Tali indicazioni riflettono il fatto che nel corso del 2019 ci si attende un brusco calo dell'inflazione armonizzata dei beni energetici, attribuibile principalmente al forte calo dei corsi petroliferi alla fine del 2018 e agli effetti base negativi legati al loro precedente aumento durante l'anno. In prospettiva ci si attende che la dinamica dei prezzi dei beni energetici misurata sullo IAPC cresca a ritmi contenuti, coerenti con la curva relativamente piatta dei prezzi dei contratti future sul petrolio. L'inflazione misurata sull'IAPC al netto di beni energetici e alimentari seguirebbe un graduale andamento ascendente sostenuto dalla ripresa economica più moderata ma costante e dalle condizioni più tese sul mercato del lavoro, che porteranno maggiori pressioni interne dal lato dei costi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dall'1,2 per cento nel 2019 all'1,4 nel 2020 e all'1,6 nel 2021, con una revisione al ribasso di 0,2 punti percentuali per ciascun anno dell'orizzonte temporale di proiezione.

Grafico 18

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, marzo 2019](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2019.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2018 (dati reali) e al quarto trimestre del 2021 (proiezioni). Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni.

L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#), pubblicato dalla BCE nel dicembre 2009. I dati contenuti nelle proiezioni sono aggiornati al 21 febbraio 2019, prima della revisione dei dati storici nello IACP dovuta alle variazioni metodologiche.

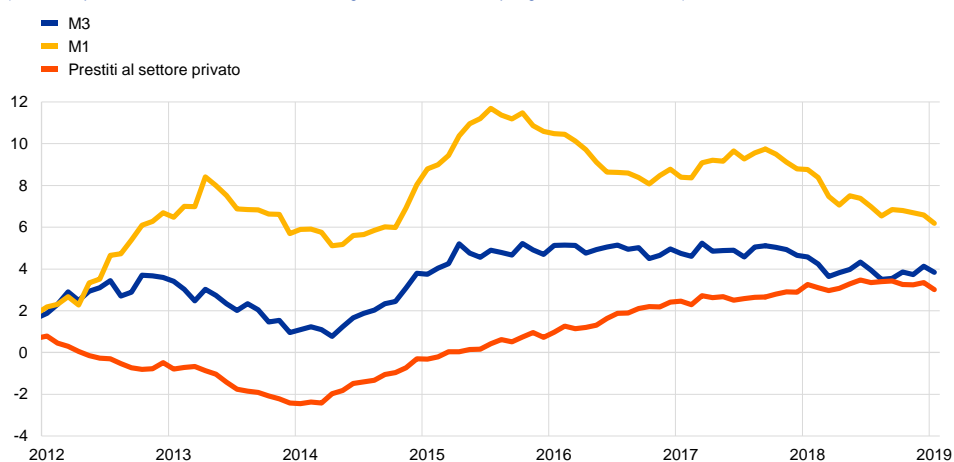
5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario e le dinamiche del credito a gennaio 2019 si sono attenuate. La crescita dell'aggregato monetario ampio ha mostrato una forte capacità di tenuta di fronte alla cessazione degli acquisti netti mensili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). Contemporaneamente, la raccolta bancaria e le condizioni di concessione dei prestiti si sono mantenute favorevoli. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è diminuita notevolmente nel quarto trimestre del 2018, in un contesto caratterizzato da un deterioramento costante e graduale delle condizioni dei mercati delle obbligazioni iniziato alla fine del 2017.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita a gennaio, con tassi che hanno continuato a oscillare intorno ai livelli osservati a partire da marzo 2018. A gennaio 2019 il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è sceso al 3,8 per cento, dal 4,1 per cento di dicembre 2018 (cfr. grafico 19). Tale andamento mostra la capacità di tenuta della dinamica di M3 rispetto alla diminuzione del contributo meccanico fornito dagli acquisti nell'ambito del PAA. Dalla fine del 2017, la crescita di M3 è rallentata in concomitanza con la progressiva rimozione degli acquisti netti di attività. Ciò a sua volta comporta che il PAA ha avuto un impatto positivo più contenuto sulla crescita di M3. L'aggregato monetario ristretto M1, che include le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire un notevole contributo alla dinamica dell'aggregato monetario ampio, nonostante sia sceso al 6,2 per cento a gennaio. La crescita dell'aggregato monetario ha continuato a beneficiare della sostenuta espansione economica e del basso costo opportunità connesso con la detenzione degli strumenti più liquidi in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse molto bassi.

Grafico 19
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 rilevazione è di gennaio 2019.

I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di tali depositi è sceso al 6,4 per cento a gennaio riflettendo la diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei

depositi overnight detenuti dalle SNF, mentre l'aumento di quelli detenuti dalle famiglie si è mantenuto invariato. Inoltre, la crescita stabile di monete e banconote in circolazione non suggerisce sostituzioni su ampia scala di circolante con depositi, in un contesto caratterizzato da un livello molto basso o negativo dei tassi di interesse per l'area dell'euro nel suo insieme. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (cioè M2 meno M1) hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita di M3, sebbene il differenziale tra i tassi di interesse sui depositi a breve termine e quelli sui depositi overnight si sia stabilizzato a partire dalla fine del 2017. Gli strumenti negoziabili, ovvero M3 meno M2, la cui crescita è attualmente moderata data la loro bassa remunerazione, hanno avuto un effetto pressoché neutrale sulla crescita di M3.

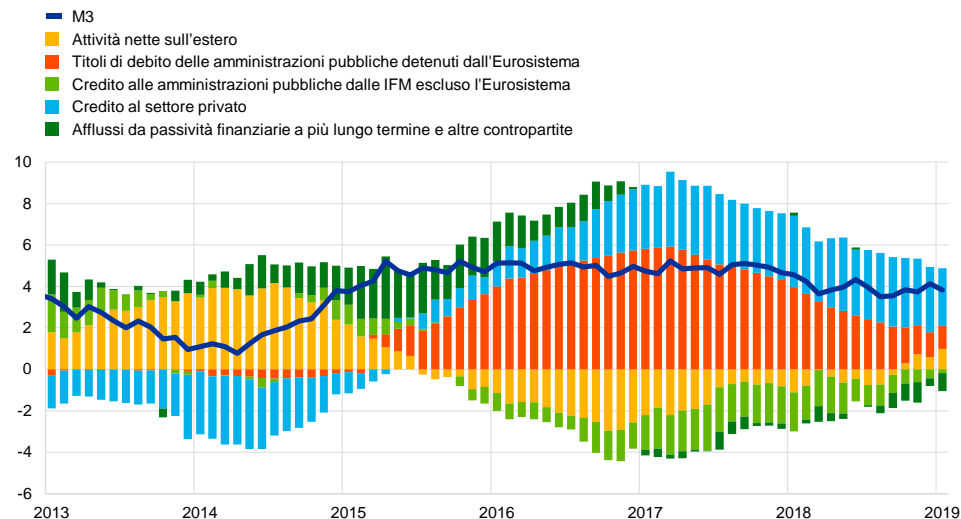
Dal punto di vista delle contropartite, il credito al settore privato è rimasto la maggiore determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio

(cfr. grafico 20). Nel contesto della menzionata conclusione degli acquisti netti mensili nell'ambito del PAA, il contributo positivo alla crescita di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è diminuito ulteriormente (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 20). Ciò è stato ampiamente controbilanciato da un moderato incremento dell'apporto del credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 20). Mentre il credito al settore privato è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, il calo del contributo da parte del PAA è stato di recente sostituito dai flussi monetari esterni (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 20) e dal credito alle amministrazioni pubbliche (cfr. le aree verde chiaro degli istogrammi nel grafico 20). Il crescente apporto delle attività nette sull'estero riflette in parte le preferenze degli investitori per le attività dell'area dell'euro nel contesto di un'accresciuta avversione al rischio collegata a maggiore incertezza. Inoltre, negli ultimi mesi, gli acquisti di titoli delle amministrazioni pubbliche da parte di banche commerciali hanno stabilizzato sempre di più M3. Questi andamenti segnano un costante spostamento verso fonti di creazione di moneta maggiormente in grado di alimentarsi autonomamente.

Grafico 20

M3 e sue controparti

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



Fonte: BCE.

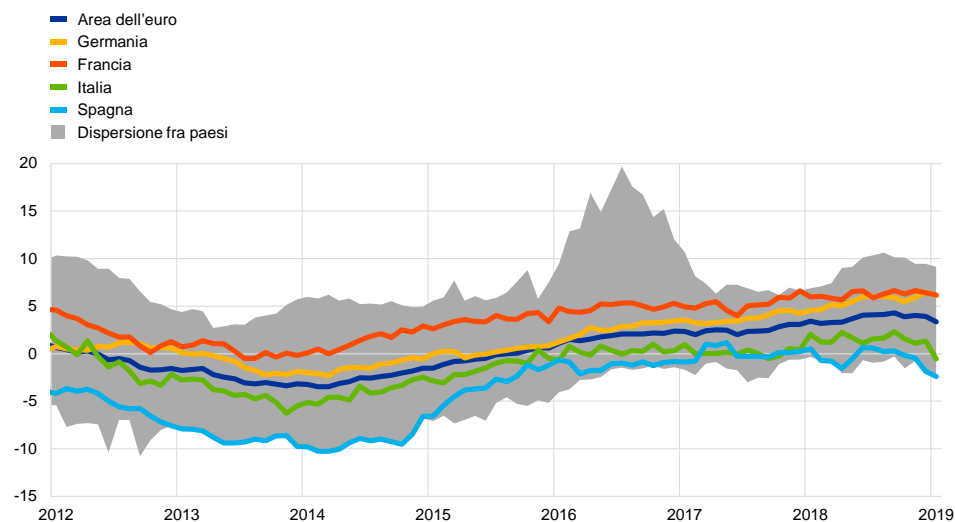
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti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

Le dinamiche del credito a gennaio si sono attenuate. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è sceso al 3,0 per cento a gennaio dal 3,4 per cento di dicembre (cfr. grafico 19). Ciò è dovuto a un forte calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF, dal 3,9 per cento di dicembre al 3,3 per cento di gennaio. Gli sviluppi nella crescita dei prestiti alle imprese, accompagnati da notevole eterogeneità fra paesi, sono in linea con l'andamento storico e riconducibili al rallentamento del PIL in termini reali a partire dall'inizio del 2018 (cfr. grafico 21). Al tempo stesso, a gennaio, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è mantenuto stabile al 3,2 per cento, anch'esso in un contesto caratterizzato da una marcata eterogeneità fra paesi (cfr. grafico 22). Il credito al settore privato ha continuato a essere sostenuto dalle condizioni di finanziamento favorevoli, da una solida crescita degli investimenti delle imprese, dai miglioramenti nei mercati del lavoro, dalla maturità dei mercati residenziali e dalla crescita sia degli investimenti in edilizia residenziale sia dei consumi privati. Inoltre, le banche hanno realizzato progressi nel consolidamento dei bilanci, nel miglioramento della redditività e nella riduzione dei crediti deteriorati, sebbene il livello di questi ultimi sia rimasto elevato in alcuni paesi.

Grafico 21

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



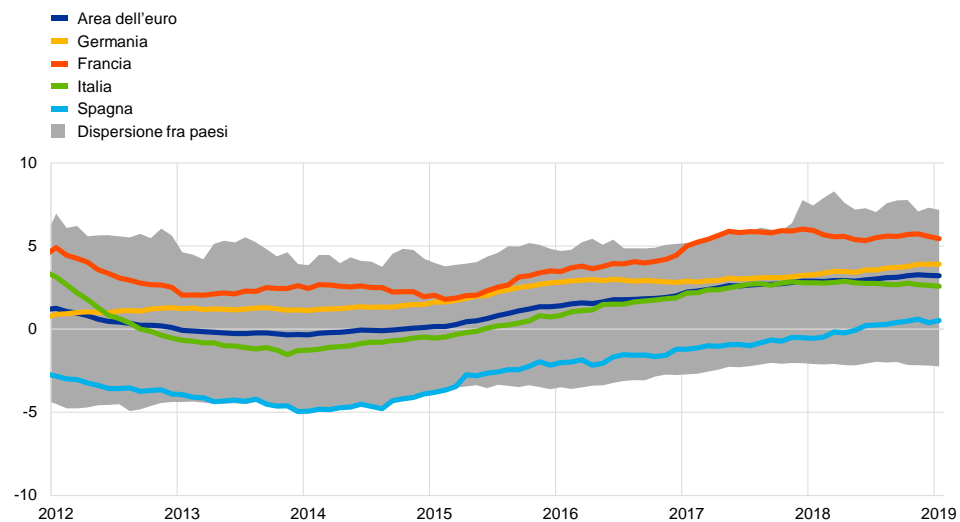
Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto 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 rilevazione si riferisce a gennaio 2019.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli nel

confronto storico.

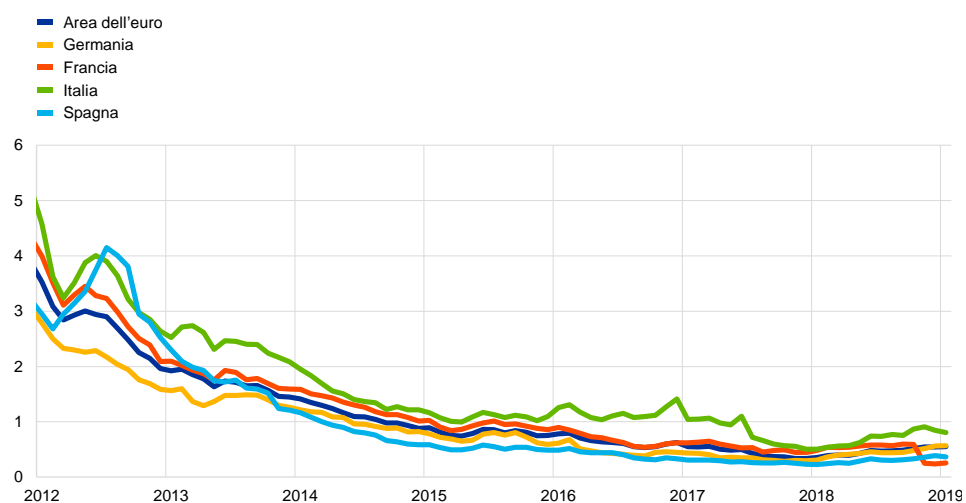
Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro a gennaio si è mantenuto stabile, dopo essere progressivamente aumentato dall'inizio del 2018 (cfr. grafico 23). Tale andamento ha riflesso rendimenti sulle obbligazioni bancarie invariati per l'area dell'euro nel suo insieme. L'eterogeneità fra paesi è stata notevole, considerata l'elevata incertezza politica e la disomogeneità dell'accesso ai finanziamenti all'ingrosso da parte delle

banche. Al tempo stesso, i costi della raccolta mediante depositi sono rimasti invariati. Le ripercussioni dei maggiori costi della raccolta di fondi tramite l'emissione di titoli di debito sul costo complessivo del finanziamento per le banche sono state piuttosto contenute, a causa della limitata importanza di questo tipo di provvista all'interno della struttura di finanziamento delle banche. Nel complesso, quindi, le condizioni di provvista delle banche si sono mantenute favorevoli, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e il rafforzamento dei bilanci bancari. Inoltre, la nuova serie di OMRLT contribuirà ad assicurare che le condizioni del credito bancario restino favorevoli in futuro.

Grafico 23

Costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo composto dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima rilevazione si riferisce a gennaio 2019.

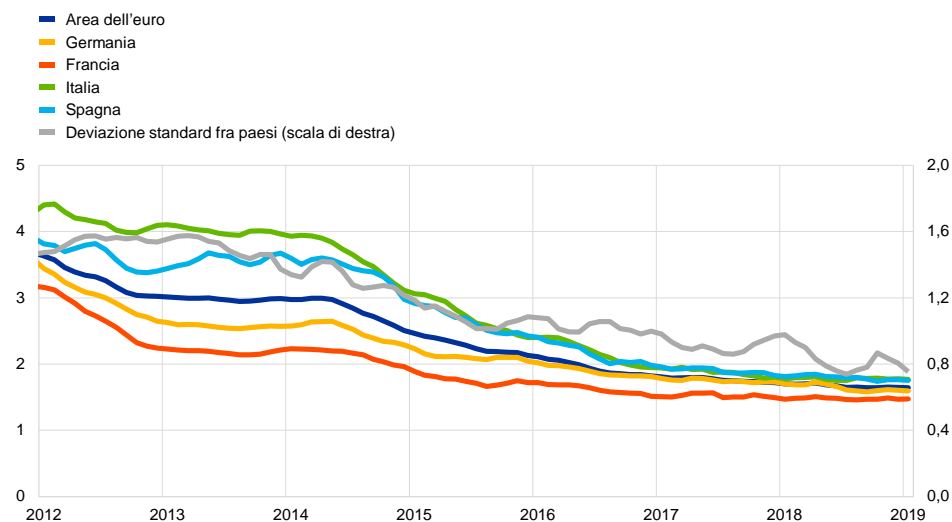
I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello prossimo ai minimi storici.

Il tasso composto sui prestiti bancari alle SNF (cfr. il grafico 24) a gennaio si è mantenuto sostanzialmente stabile all'1,63 per cento, livello prossimo al minimo storico dell'1,62 per cento di maggio 2018. Nello stesso mese, il tasso composto sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile all'1,82 per cento, anch'esso vicino al minimo storico risalente a dicembre 2016 (cfr. grafico 25). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014, i tassi composti sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa e maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato, benché l'eterogeneità fra paesi resti notevole. Tra maggio 2014 e gennaio 2019, i tassi composti sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 130 e 110 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF e alle piccole imprese (supponendo che i prestiti di entità molto contenuta, fino a 250.000 euro, siano concessi principalmente a piccole imprese) è risultata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che sono stati più esposti alla crisi finanziaria. Ciò indica una più uniforme trasmissione della

politica monetaria ai tassi sui prestiti tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 24 Tassi compositi sui prestiti alle SNF

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

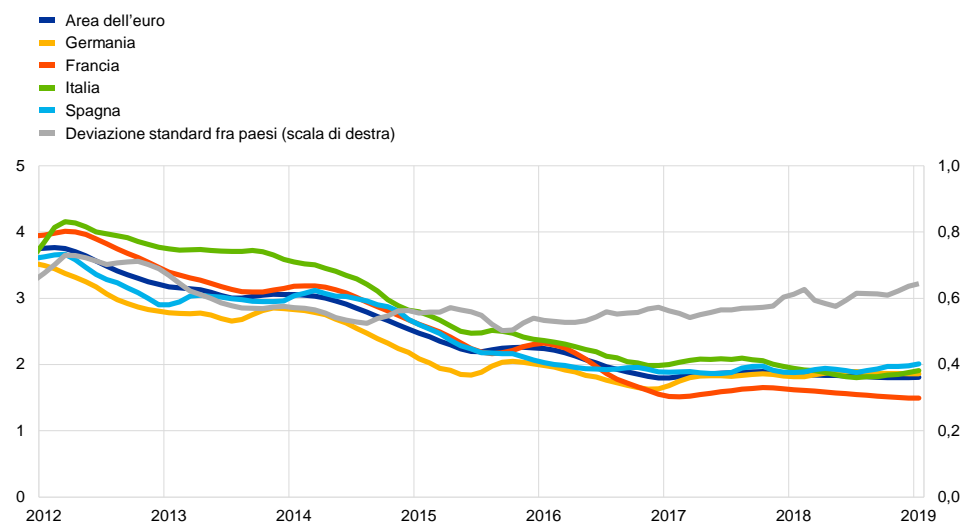


Fonte: BCE.

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

Grafico 25 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 a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a gennaio 2019.

Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie dell'area dell'euro si sia stabilizzato nel quarto trimestre del 2018.

La crescita del credito bancario è stata solida, sostenuta da criteri di concessione

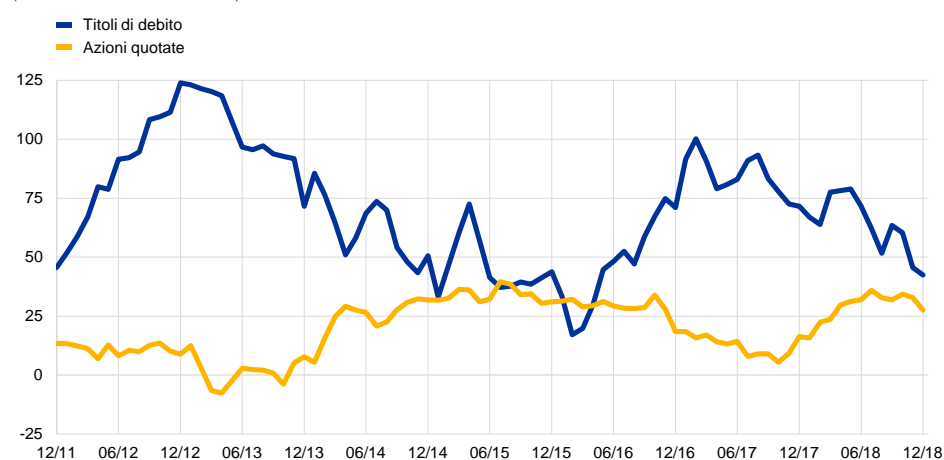
ancora favorevoli e da un'ulteriore riduzione del costo relativo del credito bancario. Per contro l'emissione netta di titoli è stata negativa nel trimestre, di riflesso all'attenuazione dell'espansione economica, alle minori operazioni di fusioni e acquisizioni nonché agli aumenti del costo del finanziamento tramite ricorso al mercato e all'incertezza, insieme ad altri fattori. Tali andamenti, tuttavia, stanno diventando sempre più eterogenei fra i diversi paesi.

Nel quarto trimestre del 2018 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è stata significativamente negativa, in un contesto di continuo aumento del costo dell'emissione di debito in tale periodo. La debolezza dell'attività di emissione netta nell'ultimo trimestre del 2018 è in parte riconducibile all'andamento stagionale della serie ma, da una prospettiva maggiormente orientata al medio periodo, il flusso annuale di emissioni nette di dicembre 2018 ha raggiunto il livello più basso da maggio 2016 (cfr. grafico 26) e resta in linea con la tendenza al ribasso iniziata all'inizio del 2017. I dati di mercato indicano che le emissioni nette di titoli di debito da parte di emittenti di qualità più elevata (investment-grade) sono aumentate nel corso dei primi mesi del 2019, mentre sono rimaste praticamente nulle nel segmento a elevato rendimento. L'emissione netta di azioni quotate si è sostanzialmente azzerata nel quarto trimestre del 2018.

Grafico 26

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. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2018.

A dicembre 2018 i costi di finanziamento per le SNF sono aumentati ulteriormente. Nello stesso mese il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,8 per cento, in aumento rispetto al 4,7 per cento di novembre. L'attuale costo del finanziamento esterno supera di circa 57 punti base il minimo storico registrato ad agosto 2016, ma resta sostanzialmente 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

L'attività economica beneficia dell'orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro e dell'azione degli stabilizzatori automatici. Allo stesso tempo, i paesi che presentano un debito pubblico elevato devono proseguire nella ricostituzione di margini di manovra nei conti pubblici. Tutti i paesi dovrebbero continuare a intensificare il proprio impegno per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita. Analogamente, la trasparente e coerente applicazione, nel tempo e da parte di tutti i paesi, del quadro di riferimento dell'Unione europea per la governance economica e di bilancio rimane essenziale per consolidare la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro.

Dopo i miglioramenti dello scorso anno, nel 2019 il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe far registrare un peggioramento, per poi rimanere sostanzialmente stabile nei due anni seguenti². Sulla scorta di informazioni relative al 2018, ancora incomplete, si stima che il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro sia pari allo 0,5 per cento del PIL, a fronte dell'1,0 per cento nel 2017. Tale riduzione è da ricondurre principalmente alle condizioni cicliche favorevoli e alla diminuzione della spesa per interessi. È verosimile che nel 2019 questo miglioramento subisca un'inversione per effetto di un molto più contenuto saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Il disavanzo dovrebbe rimanere su questi livelli più elevati per i prossimi due anni (cfr. grafico 27).

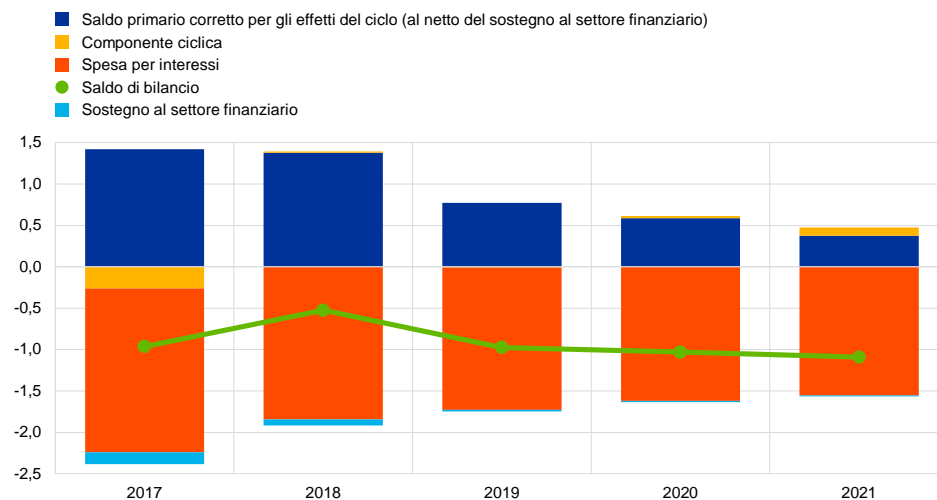
Le prospettive relative al disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro per i prossimi due anni sono peggiorate rispetto all'esercizio condotto lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema. Il maggiore disavanzo è in parte dovuto al saldo primario più contenuto, che rispecchia l'adozione di politiche più espansive del previsto in molti dei maggiori paesi dell'area dell'euro, e in parte a una componente ciclica più ridotta, in quanto le prospettive macroeconomiche sono state riviste al ribasso.

² Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2019*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2019.

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2019.

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

Si ritiene che in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sia stato sostanzialmente neutro nel 2018. Tuttavia, in base alle proiezioni, dal 2019 in poi dovrebbe divenire lievemente espansivo³.

Questo orientamento ha fra le sue determinanti principali la riduzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali sia in Germania che in Francia, ma è altresì riconducibile a una crescita della spesa relativamente vigorosa in vari paesi.

Il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe proseguire a un ritmo più contenuto. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2019, il rapporto tra debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro dovrebbe scendere dall'86,8 per cento del PIL del 2017⁴ all'81,1 per cento nel 2021. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta sia dai differenziali negativi fra tassi di interesse e tassi di crescita⁵, sia dai perduranti avanzi primari (cfr. grafico 28), anche se alcuni di questi effetti dovrebbero essere compensati dai raccordi disavanzo-debito. Nell'orizzonte di proiezione, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe ridursi ovvero aumentare solo lentamente in tutti i paesi dell'area, pur continuando a superare ampiamente il valore di riferimento del 60 per cento del PIL in alcuni di questi. Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe essere più contenuto nell'intero orizzonte di proiezione. Ciò è

³ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito all'economia dalle politiche di bilancio, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione 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.

⁴ Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche, di cui le proiezioni generalmente tengono conto.

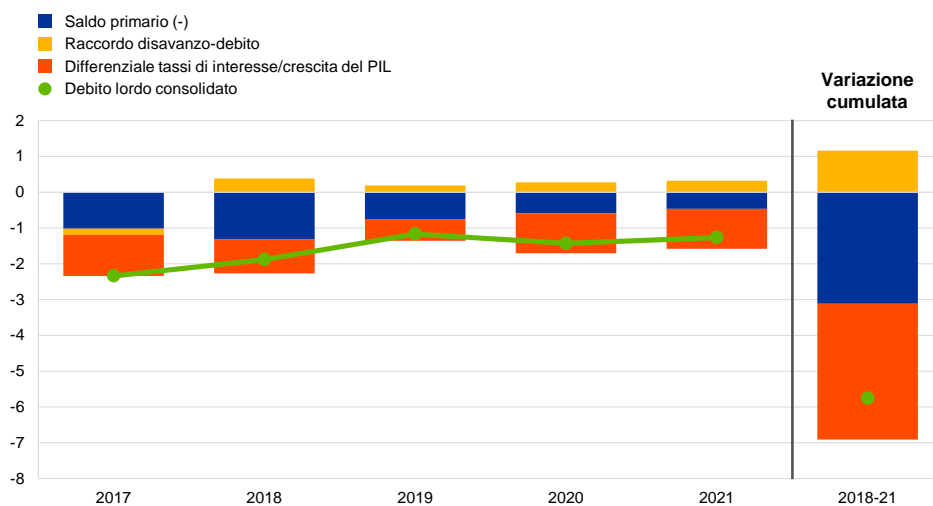
⁵ Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico* in questo numero del Bollettino economico.

principalmente ascrivibile al differenziale fra tassi di interesse e crescita, in aumento nel 2019, che rispecchia la revisione al ribasso della crescita del PIL, nonché ai saldi primari più contenuti.

Grafico 28

Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2019.

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

È necessario che i vari paesi continuino a perseguire politiche di bilancio pienamente conformi al Patto di stabilità e crescita. Fra le misure possibili si annovera il ricorso agli stabilizzatori automatici, laddove opportuni. Nel contempo, i paesi che presentano un debito pubblico elevato devono proseguire nella ricostituzione di margini di manovra nei conti pubblici. Tutti i paesi dovrebbero continuare a intensificare il proprio impegno per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita.

Riquadri

1 L'attuale fase espansiva nelle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro: un'analisi prospettica

a cura di Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramon Gomez-Salvador e Lucia Quaglietti

Il presente riquadro esamina l'attuale fase del ciclo economico nelle principali economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro nell'ottica di una valutazione dei fattori sottostanti alla transizione verso una crescita più debole⁶. Sebbene la crescita nelle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro sia in rallentamento, nella fase attuale i segnali di grave decelerazione o di recessione appaiono contenuti e lo scenario economico di base rimane quello di un modesto rallentamento.

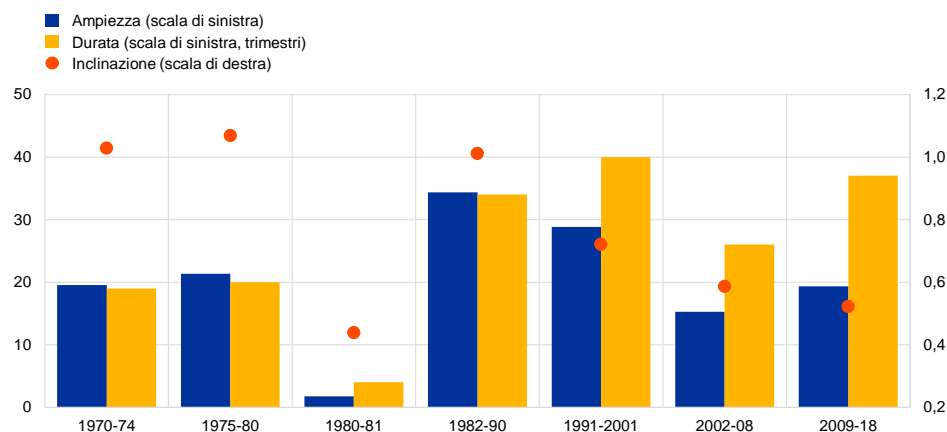
Da una prospettiva storica, l'attuale espansione delle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro presenta caratteristiche inusuali sia in termini di lunghezza che di ritmo. In seguito alla crisi finanziaria mondiale, la ripresa dell'attività si è svolta in un contesto caratterizzato da output gap molto ampi. L'attuale fase espansiva è ora al suo decimo anno e si avvia a diventare la più lunga mai registrata. Nel confronto storico, si caratterizza anche per un'intensità relativamente moderata, con una crescita cumulata del PIL dal 2009 inferiore al 20 per cento, un valore ben al di sotto di quelli osservati nelle precedenti fasi espansive (cfr. grafico A). La lentezza della ripresa potrebbe essere coerente con la teoria di un calo della crescita potenziale nell'ultimo decennio.

⁶ L'analisi coinvolge i seguenti paesi non appartenenti all'area dell'euro: Stati Uniti (US), Giappone (JP), Regno Unito (UK), Canada (CA), Svizzera (CH), Svezia (SE), Danimarca (DK), Norvegia (NO) e Australia (AU).

Grafico A

Ampiezza, durata e inclinazione delle fasi espansive nelle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro

(scala di sinistra: valori percentuali e trimestri; scala di destra: valori percentuali)



Fonte: esperti della BCE.

Note: i cicli delle economie avanzate sono ottenuti dalla media ponderata dei paesi inclusi nel campione. Cfr. la prima nota del presente riquadro per un elenco dei paesi. La "durata" è definita come il numero di trimestri intercorrenti tra il punto minimo e il successivo picco in una fase espansiva; l'"ampiezza" corrisponde alla variazione percentuale del PIL in termini reali tra il punto minimo e il successivo picco in una fase espansiva; l'"inclinazione" indica il rapporto tra l'ampiezza e la durata.

Un'analisi più approfondita della dinamica del ciclo economico richiede una definizione più dettagliata delle sue diverse fasi.

Ai fini dell'indagine condotta nel presente riquadro, vengono combinati due approcci. In primo luogo si rilevano le fasi di recessione prendendo a riferimento la definizione puramente tecnica secondo la quale si è in presenza di una recessione quando si registra un calo del livello del PIL in termini reali per almeno due trimestri, secondo l'algoritmo di Bry-Boschan⁷.

In letteratura, questo viene definito l'approccio "classico" alla datazione del ciclo economico⁸. Una volta definita la datazione delle fasi recessive, si utilizzano le componenti cicliche del PIL (che si ottengono depurando dal trend i livelli del PIL in termini reali con l'impiego di stime della crescita del PIL potenziale) per distinguere le diverse fasi delle espansioni cicliche⁹. I movimenti nel ciclo del PIL vengono scomposti in quattro ulteriori fasi, a seconda che l'espansione del PIL effettivo avvenga a un ritmo più veloce o più lento rispetto al potenziale e che l'output gap sia in territorio positivo o negativo, sempre definendo la durata minima di due trimestri consecutivi per ciascuna

⁷ Cfr. Bry, G. e Boschan, C., "Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Questo metodo fornisce una buona approssimazione ed è ampiamente utilizzato negli studi empirici sulle fasi espansive e recessive. Cfr., ad esempio, per i paesi del G7 e dell'UE, Artis, M.J., Kontolemis, Z.G. e Osborn, D.R., "Business Cycles for G7 and European Countries", *The Journal of Business*, vol. 70, n. 2, aprile 1997, pagg. 249-279; nonché, per gli Stati Uniti, Stock, J.H. e Watson, M.W., "Estimating turning points using large data sets", *Journal of Econometrics*, vol. 178, parte 2, gennaio 2014, pagg. 368-381. In particolare, i risultati sono sostanzialmente comparabili con la datazione individuata dal Centre for Economic Policy Research (CEPR) e dall'NBER, rispettivamente per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti; in entrambi i casi vengono impiegati metodi più esaustivi che, oltre al PIL trimestrale, considerano anche altre variabili chiave del PIL, come l'occupazione e l'attività industriale. Le fasi di recessione sono definite come un calo del livello del PIL che si protrae per due trimestri consecutivi.

⁸ Cfr. Burns, A.F. e Mitchell, W.C., "Measuring Business Cycles", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, dicembre 1946.

⁹ Per un analogo approccio alla datazione del ciclo economico, cfr. il riquadro intitolato [La misurazione e le previsioni relative al ciclo economico dell'area dell'euro](#), nel numero di maggio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

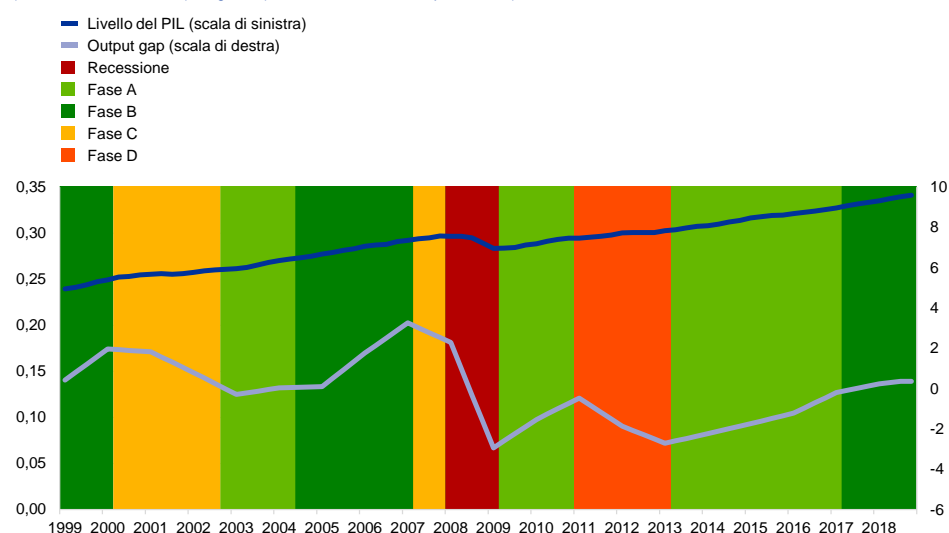
fase^{10,11}. Il grafico B riproduce un esempio delle cinque fasi prendendo a riferimento le economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro in termini aggregati.

Il secondo passaggio ci consente di fornire una descrizione più dettagliata delle diverse fasi delle espansioni economiche. Nello specifico, ci consente di tenere conto delle implicazioni derivanti da un rallentamento del ritmo della crescita potenziale. Combinando le recessioni identificate al passaggio 1 (area di colore rosso nel grafico B) con le ulteriori fasi cicliche individuate al passaggio 2 (aree di colore verde chiaro, verde scuro, giallo e arancione) siamo in grado di distinguere gli “atterraggi duri”, ovvero le recessioni conclamate, da quelli “morbidi”, ossia i periodi di rallentamento dell'economia rispetto al potenziale, in cui i valori dell'output gap talvolta scivolano in territorio negativo senza tuttavia innescare una recessione¹².

Grafico B

Ciclo economico delle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro

(scala di sinistra: indice (in logaritmi); scala di destra: valori percentuali)



Fonte: esperti della BCE.

Note: il grafico presenta una suddivisione del ciclo economico delle economie avanzate in cinque fasi. Nel primo passaggio si utilizza l'approccio classico di datazione del ciclo economico per distinguere le espansioni dalle recessioni, applicando l'algoritmo di Bry-Boschan ai livelli del PIL in termini reali (in logaritmi). Nel secondo passaggio i movimenti della componente ciclica del PIL in termini reali vengono scomposti in quattro fasi: la fase A fa riferimento ai periodi in cui, pur in presenza di un output gap negativo, il PIL cresce a un ritmo più rapido del potenziale; la fase B indica il caso in cui l'output gap è positivo e il PIL cresce a un ritmo superiore al potenziale; nella fase C a un output gap positivo si associa una crescita del PIL a un ritmo inferiore al potenziale; la fase D, infine, individua i periodi in cui l'output gap è negativo e il PIL cresce a un ritmo inferiore al potenziale. L'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Questa metodologia rileva che in diverse delle principali economie avanzate l'output gap è attualmente in territorio positivo e l'attività cresce ancora a un ritmo più rapido del potenziale (cfr. grafico C). Le nostre stime indicano che gli output gap di Stati Uniti, Giappone, Canada, Svizzera e Danimarca hanno un valore

¹⁰ L'analisi condotta nel presente riquadro e la conseguente datazione delle fasi del ciclo economico sono sensibili alle stime del PIL potenziale. Vengono utilizzate le stime sulla crescita potenziale prodotte dall'FMI e dalla BCE. I dati annuali sono stati sottoposti a interpolazione mediante spline cubica al fine di ottenere frequenze trimestrali. Le stime sulla crescita potenziale relative al periodo precedente il 1980 sono ottenute applicando semplici tecniche di depurazione dal trend.

¹¹ Gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE seguono un approccio alternativo incentrato sull'anticipazione dei punti di svolta nell'attività economica.

¹² In conseguenza dell'approccio a due passaggi, le fasi di recessione possono seguire una qualunque delle quattro fasi espansive, anche se nella pratica esse seguono per lo più la fase C e, in misura minore, le fasi B e D.

positivo e l'attività cresce ancora a un ritmo più rapido rispetto al potenziale. La Svezia, invece, potrebbe aver già portato a compimento la transizione a una fase in cui l'attività cresce a un ritmo inferiore al potenziale. Per contro, nel Regno Unito, in Norvegia e in Australia la ripresa sembra aver proseguito ininterrotta a partire dalla Grande recessione e tuttavia in tali economie sembrano permanere margini di capacità inutilizzata.

Grafico C

Suddivisione in periodi del ciclo economico di alcune economie avanzate

(fasi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le recessioni sono individuate applicando l'algoritmo di Bry-Boschan ai livelli del PIL in termini reali (in logaritmi): la fase A fa riferimento ai periodi in cui, pur in presenza di un output gap negativo, il PIL cresce a un ritmo più rapido del potenziale; la fase B indica il caso in cui l'output gap è positivo e il PIL cresce a un ritmo superiore al potenziale; nella fase C a un output gap positivo si associa una crescita del PIL a un ritmo inferiore al potenziale; la fase D, infine, individua i periodi in cui l'output gap è negativo e il PIL cresce a un ritmo inferiore al potenziale. L'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Le esperienze pregresse suggeriscono che le economie sono in grado di operare al di sopra del proprio potenziale per periodi piuttosto prolungati, con esiti più facilmente assimilabili ad atterraggi morbidi piuttosto che a recessioni conclamate. Come indicato nel grafico C, nelle economie con output gap positivi il PIL può crescere al di sopra del potenziale, in media, per due-tre anni circa prima che si verifichi un'inversione del ciclo. Nella maggior parte dei casi, inoltre, le economie registrano un rallentamento graduale e si verifica un atterraggio morbido. Le probabilità storiche (incondizionate) di transizione tra diverse fasi del ciclo economico indicano che, dopo un periodo caratterizzato da un output gap positivo ed espansione della crescita a un ritmo superiore al potenziale (fase B), circa un terzo dei paesi entra in recessione mentre i restanti due terzi transitano verso una fase di crescita più modesta in cui l'attività rallenta fino a scendere al di sotto del potenziale.

Il nostro scenario di base rimane caratterizzato da un modesto rallentamento dell'attività nelle economie avanzate. Dopo il picco registrato nel 2017, nella prima metà del 2018 la crescita del PIL nelle economie avanzate ha iniziato a rallentare e gli indicatori basati sulle indagini segnalano un'ulteriore moderazione al volgere dell'anno. Il rallentamento appare particolarmente pronunciato nel settore manifatturiero, dove è accentuato, probabilmente, dalle crescenti incertezze che gravano sugli investimenti e sull'attività a livello mondiale. Secondo gli ultimi aggiornamenti forniti dal World Economic Outlook dell'FMI, la crescita nelle economie avanzate subirà, nel complesso, un graduale calo dal 2,3 per cento registrato nel 2018

al 2,0 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020; tali dati sono sostanzialmente in linea con quelli delle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2019 dagli esperti della BCE¹³.

Nel complesso, nonostante il rallentamento della crescita in atto nelle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro, i segnali di forte decelerazione o di recessione appaiono contenuti. Tuttavia i rischi al ribasso sono numerosi e di recente sono aumentati. Un inasprimento delle tensioni commerciali o lo scenario di una Brexit senza accordi, ad esempio, influenzerebbero negativamente le prospettive per le economie avanzate.

¹³ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2019*, pubblicate sul sito internet della BCE il 7 marzo 2019.

2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019

a cura di Toshi Nakamura e Pamina Karl

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2018, ossia, rispettivamente, dal 31 ottobre al 18 dicembre 2018 e dal 19 dicembre 2018 al 29 gennaio 2019. Durante l'intero periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento. In parallelo, l'Eurosistema ha 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 15 miliardi di euro di acquisti netti al mese fino alla fine di dicembre 2018. A partire dal 1° gennaio 2019 è stata avviata la fase di reinvestimento.

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 1.511,5 miliardi di euro, aumentando di 51,8 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero rispetto al quinto e al sesto periodo di mantenimento del 2018). Il maggiore fabbisogno di liquidità è largamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti che, cresciuti in media di 51,4 miliardi di euro, hanno raggiunto 1.384,5 miliardi nel periodo in esame, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate in media di 0,4 miliardi di euro, portandosi a 127,1 miliardi.

La crescita dei fattori autonomi netti è stata dovuta a un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità e a una diminuzione dei fattori di immissione della liquidità. Per quanto concerne i fattori di assorbimento della liquidità, le banconote in circolazione e gli altri fattori autonomi sono aumentati, in media, rispettivamente, di 16,8 miliardi di euro raggiungendo 1.210 miliardi, e di 18,5 miliardi di euro, raggiungendo 730,7 miliardi, in parte compensati dal calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche che sono diminuiti di 23,3 miliardi di euro, toccando 236,1 miliardi. Il principale contributo alla crescita dei fattori autonomi netti è derivato da un calo delle attività nette denominate in euro, che sono scese, in media, di 46,7 miliardi di euro, raggiungendo 153,5 miliardi. Le passività in euro dell'Eurosistema verso non residenti nell'area dell'euro sono aumentate in media di 50,5 miliardi, riflettendo un andamento stagionale più marcato a fine anno rispetto alla fine del trimestre del

periodo di riferimento precedente¹⁴ e contribuendo quindi negativamente alle attività nette medie (di immissione della liquidità) denominate in euro.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività – fabbisogno di liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019			Periodo di riferimento precedente: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento	Settimo periodo di mantenimento: dal 31 ottobre al 18 dicembre	Ottavo periodo di mantenimento: dal 19 dicembre al 29 gennaio	Quinto e sesto periodo di mantenimento
Fattori autonomi di liquidità	2.176,8 (+12,0)	2.162,5 (-19,3)	2.193,4 (+30,9)	2.164,8 (+40,9)
Banconote in circolazione	1.210,0 (+16,8)	1.202,4 (+8,1)	1.218,8 (+16,4)	1.193,1 (+16,6)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	236,1 (-23,3)	240,2 (-43,0)	231,3 (-8,9)	259,4 (+20,0)
Altri fattori autonomi	730,7 (+18,5)	719,9 (+15,5)	743,3 (+23,4)	712,2 (+4,3)
Conti correnti	1.357,6 (-0,5)	1.379,4 (+10,4)	1.332,1 (-47,2)	1.358,0 (+26,2)
Strumenti di politica monetaria	764,9 (-14,8)	762,7 (+4,3)	767,4 (+4,6)	779,7 (-0,4)
Riserve obbligatorie minime ¹	127,1 (+0,4)	126,8 (+0,1)	127,4 (+0,6)	126,7 (+2,5)
Depositi presso la banca centrale	637,8 (-15,2)	635,9 (+4,2)	640,0 (+4,0)	653,0 (-2,9)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

¹⁴ Le passività 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. Il 31 dicembre 2018 le passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro denominate in euro hanno raggiunto i 459,3 miliardi, rispetto a una media di 315,3 miliardi durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento. Ciò ha comportato un effetto più marcato di quanto osservato il 30 settembre 2018, quando queste passività hanno toccato i 301,7 miliardi, rispetto a una media di 264,7 miliardi nel quinto e sesto periodo di mantenimento.

Attività – offerta di liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 31 ottobre al 18 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 19 dicembre al 29 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	792,7	(-39,2)	802,5	(-23,0)	781,3	(-21,2)	831,9	(+10,9)
Attività nette sull'estero	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Attività nette denominate in euro	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
Strumenti di politica monetaria	3.379,8	(+35,7)	3.375,6	(+18,1)	3.384,7	(+9,1)	3.344,1	(+53,0)
Operazioni di mercato aperto	3.379,7	(+35,7)	3.375,5	(+18,0)	3.384,6	(+9,1)	3.344,0	(+53,0)
Operazioni d'asta	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)	739,1	(-14,0)
ORP	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)	4,8	(+2,9)
ORLT a tre mesi	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)	4,6	(-2,8)
Operazioni OMRLL-I	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)	5,5	(-5,6)
Operazioni OMRLL-II	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)	724,2	(-8,5)
Portafogli definitivi	2.647,2	(+42,2)	2.642,3	(+19,6)	2.652,8	(+10,5)	2.604,9	(+67,0)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)	4,5	(-0,2)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)	258,4	(+3,8)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)	74,2	(-9,3)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)	27,3	(-0,2)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.098,7	(+30,9)	2.095,0	(+13,0)	2.103,1	(+8,2)	2.067,8	(+63,6)
Programma di acquisto di attività del settore societario	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)	168,7	(+9,5)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 31 ottobre al 18 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 19 dicembre al 29 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.511,5	(+51,8)	1.487,2	(+3,8)	1.539,9	(+52,8)	1.459,8	(+32,3)
Fattori autonomi ²	1.384,5	(+51,4)	1.360,4	(+3,6)	1.412,6	(+52,2)	1.333,1	(+29,8)
Liquidità in eccesso	1.868,2	(-16,1)	1.888,4	(+14,3)	1.844,6	(-43,7)	1.884,3	(+20,8)

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; valori percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 ottobre 2018 al 29 gennaio 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 31 ottobre al 18 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 19 dicembre al 29 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,363	(-0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+0,00)

Fonte: BCE.

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

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

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

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

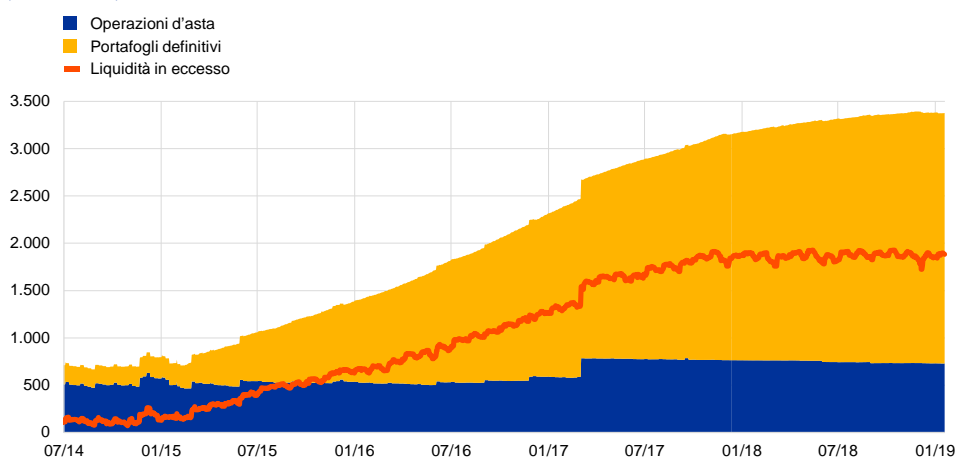
L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA, è aumentato di 35,7 miliardi di euro, raggiungendo i 3.379,8 miliardi (cfr. grafico A).

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

Evoluzione 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 6,6 miliardi di euro, attestandosi a 732,5 miliardi.

Questo calo è interamente dovuto a un minore ammontare medio in essere delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che sono diminuite

di 9,2 miliardi di euro. La liquidità media fornita attraverso le ORP è cresciuta di 2,5 miliardi, raggiungendo 7,3 miliardi e compensando in parte il calo registrato nelle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT).

La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 42,2 miliardi di euro arrivando a 2.647,2 miliardi, per effetto degli acquisti netti nell'ambito del PAA, proseguiti fino a dicembre 2018. Tuttavia, rispetto al periodo di riferimento precedente, la dimensione dell'incremento si è ridotta di 24,8 miliardi di euro. 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 del settore societario e il programma per l'acquisto di attività cartolarizzate è cresciuta in media, rispettivamente, di 30,9, 3,9, 8,4 e 0,3 miliardi di euro. I 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 sono stati pari, complessivamente, a 1,3 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, la liquidità media in eccesso è lievemente scesa di 16,1 miliardi rispetto al periodo precedente raggiungendo 1.868,2 miliardi di euro (cfr. grafico A). Questo calo riflette fattori autonomi netti più elevati, soprattutto durante l'ottavo periodo di mantenimento, determinati in parte dagli andamenti di fine anno delle passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro, che sono stati solo parzialmente compensati dalla liquidità immessa attraverso gli acquisti del PAA, che sono rallentati verso la fine di dicembre prima dell'avvio della fase di reinvestimento, avvenuto il 1° gennaio. In merito alla distribuzione di liquidità in eccesso detenuta fra conti correnti e depositi presso la banca centrale, la disponibilità media di conto corrente è lievemente diminuita di 0,5 miliardi di euro, fino a 1.357,6 miliardi e il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 15,2 miliardi di euro, fino a raggiungere 637,8 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 BCE. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,363 per cento, rimanendo quasi invariato rispetto al periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato fra un valore minimo pari a -0,374 per cento osservato il 21 dicembre e un valore massimo pari a -0,335 per cento registrato il 27 dicembre. Per quanto concerne il mercato garantito, il differenziale tra i tassi medi dei pronti contro termine per il paniere dei collaterali standard e per il paniere ampliato nel mercato del general collateral (GC) pooling¹⁵ si è ridotto. Rispetto al periodo precedente il tasso medio dei

¹⁵ Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collaterali.

pronti contro termine per il paniere dei collaterali standard è cresciuto di 2 punti base fino a $-0,417$ per cento, mentre quello per il paniere dei collaterali ampliato è diminuito di 2 punti base toccando il $-0,406$ per cento. Per il 2018, il calo di fine anno dei principali tassi dei pronti contro termine è stato meno marcato di quello della fine del 2017. Ciò implica che gli operatori hanno adottato prassi più efficienti di gestione delle garanzie. Inoltre, il prestito di titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico dell'Eurosistema ha continuato a sostenere l'ordinato funzionamento del mercato dei pronti contro termine.

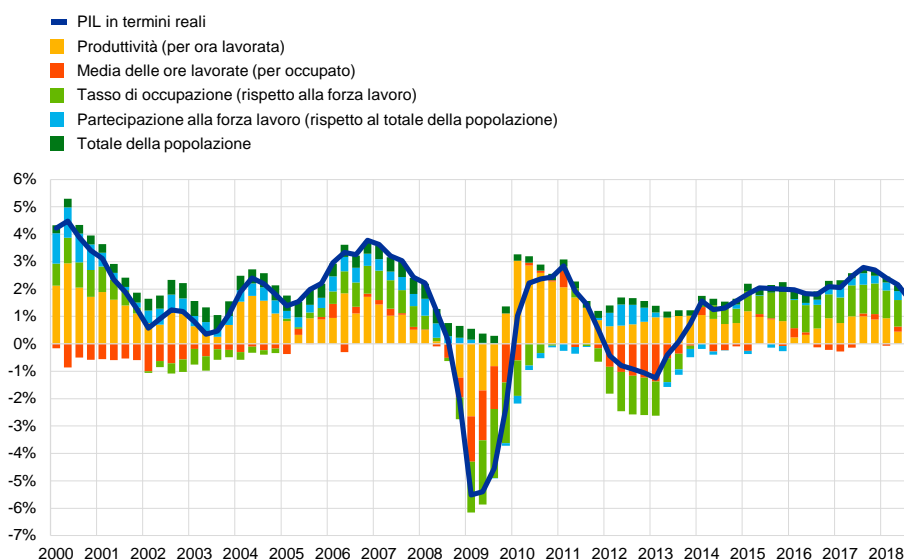
a cura di Vasco Botelho e António Dias da Silva

Il presente riquadro analizza gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro in relazione alle variazioni recenti nella crescita del PIL. Il mercato del lavoro si è mantenuto relativamente solido nel corso dell'intero 2018, nonostante il rallentamento della crescita del PIL in termini reali. La scomposizione del PIL in produttività del lavoro, risultati del mercato del lavoro e tendenze demografiche mostra un maggior contributo dell'occupazione alla crescita del PIL in termini reali (cfr. grafico A). Nei primi tre trimestri del 2018, la crescita economica è stata supportata dalla crescita dell'occupazione e dallo stabile calo del tasso di disoccupazione. Tali andamenti sono in netto contrasto con le tendenze nel primo periodo della ripresa ed evidenziano il vigore del mercato del lavoro nell'area dell'euro nel quadro del rallentamento della crescita del PIL nel 2018. In effetti, malgrado la notevole eterogeneità osservata tra diversi paesi dell'area dell'euro, il tasso di disoccupazione aggregato ha segnato, a dicembre 2018, il livello più basso da ottobre 2008, con un tasso di occupazione in rapporto alla popolazione attiva superiore rispetto al 2008¹⁶.

Grafico A

Scomposizione della crescita del PIL

(valori percentuali, tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il PIL in termini reali è scomposto in produttività del lavoro (PIL in termini reali/totale delle ore lavorate), media delle ore lavorate per occupato, tasso di occupazione (occupazione totale/forza lavoro), tasso di partecipazione alla forza lavoro (forza lavoro/popolazione) e totale della popolazione. La forza lavoro è definita come somma di lavoratori occupati e disoccupati.

Una semplice relazione statica stimata tra occupazione/disoccupazione e PIL mostra un andamento positivo del mercato del lavoro a partire dall'inizio della

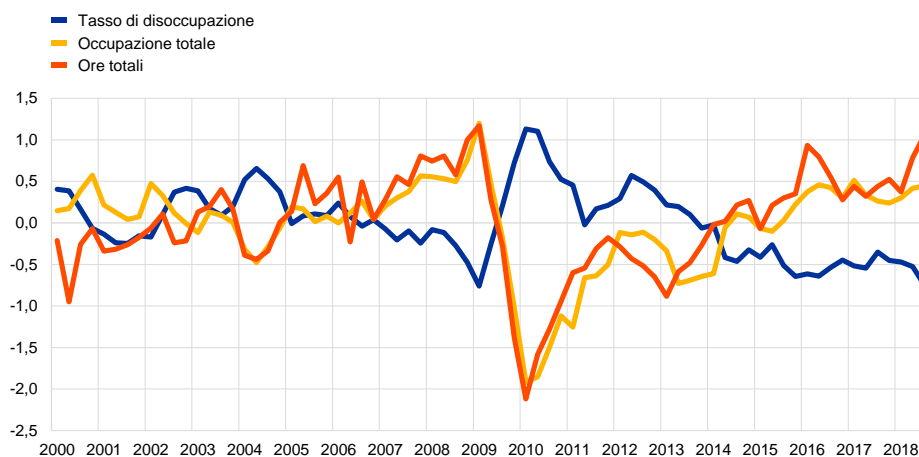
¹⁶ L'eterogeneità tra i tassi di disoccupazione resta elevata, con più di 15 punti percentuali a separare il tasso più elevato da quello più basso nei paesi dell'area dell'euro. Tra il terzo trimestre del 2008 e il terzo trimestre del 2018, il tasso di occupazione in rapporto alla popolazione attiva, qui definito come l'occupazione totale divisa per il segmento di popolazione in età compresa tra i 15 e i 74 anni, è cresciuto di 0,8 punti percentuali, dal 58,7 al 59,5 per cento.

ripresa nell'area dell'euro (cfr. grafico B). La crescita dell'occupazione alla fine del 2018 è risultata superiore di 0,4 punti percentuali rispetto al livello atteso sulla base della relazione statica di lungo periodo tra occupazione e crescita del PIL. Tali residui positivi rispetto all'occupazione, emersi a partire dall'inizio della ripresa, sono risultati ancor più marcati negli ultimi tre trimestri del 2018, in quanto il rallentamento della crescita annuale del PIL non è stato accompagnato da un rallentamento proporzionato nella crescita dell'occupazione. Questi residui hanno determinato anche residui positivi rispetto alla crescita nelle ore lavorate, ossia le ore totali sono cresciute più di quanto previsto in base al tasso di crescita del PIL. Analogamente, anche il tasso di disoccupazione indica un andamento vigoroso del mercato del lavoro che tende al di sotto del valore atteso stimato dalla tradizionale legge di Okun statica. La robustezza del mercato del lavoro è stata diffusa tra i paesi¹⁷ e, coerentemente, la relazione di Okun mostra un andamento del mercato del lavoro più favorevole del previsto, probabilmente grazie alle riforme strutturali che hanno contribuito alla maggiore crescita dell'occupazione durante la recente ripresa economica¹⁸.

Grafico B

Residui rispetto alle stime statiche di Okun

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le stime si basano su dati relativi al periodo tra il primo trimestre del 1998 e il terzo trimestre del 2018. I residui sono derivati dalla relazione di Okun statica che stabilisce una relazione tra le variazioni sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione, del tasso di crescita dell'occupazione complessiva e di quello delle ore totali rispetto al tasso di crescita sul relativo periodo corrispondente del PIL reale.

Tuttavia, l'attuale andamento del mercato del lavoro dipenderà dalla natura degli shock che riguardano il rallentamento osservato nel PIL in termini reali.

Un approccio statico della relazione di Okun indica una relazione di lungo periodo tra la crescita del PIL in termini reali e i risultati del mercato del lavoro, che trascura le dinamiche di breve e di lungo periodo dell'aggiustamento di tale mercato alle

¹⁷ Costituiscono un'eccezione relativamente al terzo trimestre 2018: l'Italia, con residui negativi rispetto all'occupazione ma scostamenti positivi rispetto alle ore lavorate e negativi rispetto al tasso di disoccupazione; l'Estonia, con residui negativi rispetto all'occupazione e alle ore totali ma scostamenti positivi rispetto al tasso di disoccupazione; e Malta, con residui positivi rispetto all'occupazione, alle ore totali e al tasso di disoccupazione.

¹⁸ Cfr. ad esempio, il riquadro "Dinamica recente dell'occupazione e riforme strutturali" dell'articolo [La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi](#) nel numero 6/2016 di questo Bollettino, e il riquadro "Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness" all'interno di "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, giugno 2018.

fluttuazioni del ciclo economico. Permettere una specificazione dinamica per valutare il profilo temporale tra crescita del PIL in termini reali e risultati del mercato del lavoro mostrerebbe che l'andamento del mercato del lavoro dipende non solo dalle variazioni attuali nella crescita del PIL in termini reali ma anche di quelle pregresse¹⁹. In aggiunta, visto che le elasticità implicite della relazione di Okun sono inferiori all'unità, le fluttuazioni nella crescita del PIL in termini reali potrebbero implicare una risposta alquanto protratta e mitigata dell'occupazione totale, del tasso di disoccupazione e delle ore totali. Inoltre, l'andamento attualmente robusto del mercato del lavoro e il suo relativo profilo potrebbero risentire della natura specifica degli shock che colpiscono l'economia.

Nel complesso, questi risultati evidenziano gli andamenti vigorosi del mercato del lavoro a partire dall'inizio della ripresa e sottolineano l'attuale robustezza del mercato del lavoro rispetto al rallentamento recente del PIL in termini reali nel 2018. In effetti, mentre la crescita del PIL ha rallentato di 0,7 punti percentuali durante il 2018, la crescita dell'occupazione ha rallentato di soli 0,2 punti percentuali, con residui della relazione statica di Okun ancor più negativi per la disoccupazione e ancor più positivi per l'occupazione e le ore totali. Tuttavia, il mercato del lavoro è caratterizzato anche da una risposta protratta alle variazioni del PIL, e questa sarà uno dei vari fattori ad influenzare il modo in cui il mercato del lavoro evolverà nei prossimi trimestri.

¹⁹ Cfr. il riquadro "Un'indagine quantitativa della relazione tra occupazione e PIL nell'area dell'euro" dell'articolo [La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi](#) nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

4 Le nuove caratteristiche dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo: gruppi analitici, dati ricavati dai codici a barre e web-scraping

a cura di Martin Eiglsperger

Gli indici armonizzati dei prezzi al consumo (IAPC) per i beni alimentari, industriali, energetici e per i servizi sono misure utilizzate dalla BCE per effettuare un'analisi più dettagliata dell'inflazione nell'area dell'euro. Con la pubblicazione degli IAPC di gennaio è stata introdotta una più esatta ripartizione dei prodotti all'interno dei vari gruppi analitici (aggregati speciali). Pertanto, la distinzione tra beni e servizi e tra beni alimentari non trasformati e trasformati è ora più precisa. Tale miglioramento è stato reso possibile grazie alla derivazione di aggregati speciali dalla classificazione generica dello IAPC (la classificazione europea dei consumi individuali per finalità "European Classification of Individual Consumption according to Purpose", ECOICOP), che fornisce una scomposizione più dettagliata rispetto alla classificazione dei prodotti utilizzata finora. Un altro miglioramento introdotto di recente riguarda l'estensione dell'uso di dati ottenuti dai lettori di codici a barre dei supermercati. Si sta inoltre procedendo a una più ampia applicazione del "web-scraping", una tecnica automatizzata che consente di raccogliere grandi quantità di dati dai siti Internet. Complessivamente, questi cambiamenti forniscono una migliore indicazione degli andamenti effettivi dei prezzi al consumo nell'economia, soprattutto perché consentono una più accurata rilevazione dei prezzi scontati.

La BCE monitora e analizza l'inflazione utilizzando la ripartizione dello IAPC in beni alimentari non trasformati, beni alimentari trasformati, beni industriali, beni energetici e servizi. Questi aggregati speciali mostrano spesso caratteristiche diverse tra loro, come una maggiore volatilità dello IAPC per i beni alimentari freschi e per i beni energetici. Alcune misure dell'inflazione di fondo sono ottenute escludendo alcuni di questi aggregati speciali²⁰. In generale, gli aggregati speciali sono utilizzati per analizzare e capire meglio le determinanti dell'inflazione.

Gli uffici statistici dell'Unione europea hanno introdotto un maggior livello di dettaglio nella classificazione dello IAPC per finalità di consumo. Al livello più dettagliato, la classificazione europea dei consumi individuali per finalità comprende circa 300 sottocategorie, come ad esempio "Apparecchi per la telefonia mobile" (in precedenza il maggior livello di dettaglio della scomposizione raggruppava tutte le apparecchiature per telefonia mobile e telefax in un'unica categoria). Anche la "Riparazione di apparecchi telefonici e telefax" è stata raggruppata in una categoria distinta. Gli uffici statistici forniscono scomposizioni degli IAPC nazionali in linea con l'ECOICOP per vari intervalli temporali. Mentre la Francia e la Lituania hanno calcolato a ritroso l'intera serie temporale, l'Irlanda e la Finlandia hanno pubblicato dati soltanto dal 2017 in poi.

Gli indici dei prezzi suddivisi per gruppi analitici e basati sulla classificazione più dettagliata dei prodotti per finalità di consumo sono stati introdotti con la

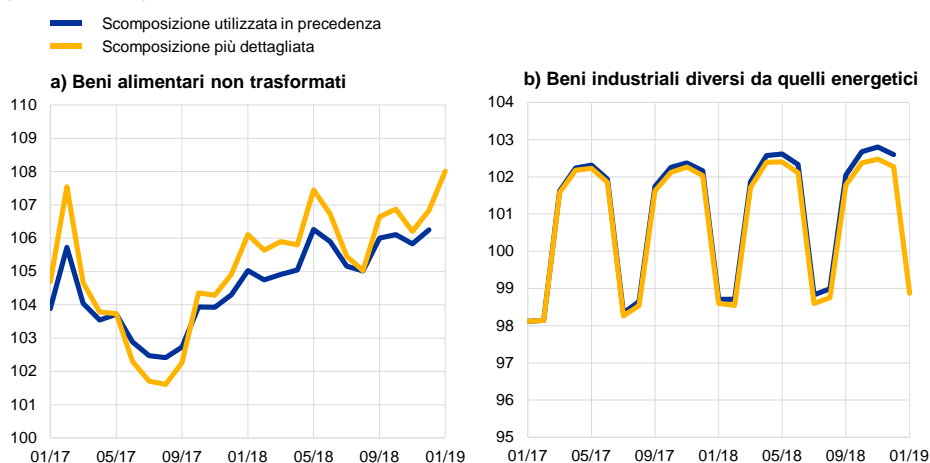
²⁰ Cfr. l'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

pubblicazione dello IAPC per l'area dell'euro di gennaio 2019. Eurostat, l'ufficio statistico dell'Unione europea, ha calcolato questi nuovi aggregati speciali a ritroso fino a gennaio 2017 per l'area dell'euro e per l'intera Unione europea, nonché per tutti i singoli Stati membri dell'UE, sostituendoli ai vecchi aggregati speciali dello IAPC. Fino a dicembre 2016, i dati per tali aggregati restano basati sulla scomposizione meno dettagliata, fattore che implica una discontinuità statistica nelle rispettive serie temporali. Il grafico A illustra come il livello di scomposizione per prodotto più dettagliato incida sullo IAPC per i beni alimentari non trasformati e per i beni industriali diversi da quelli energetici. Al di là della distinzione tra beni alimentari trasformati e freschi, gli effetti dei dati più dettagliati sugli aggregati speciali sono relativamente contenuti. Ciononostante, ciò potrebbe avere implicazioni ai fini della previsione e dell'adeguamento stagionale degli aggregati speciali dello IAPC.

Grafico A

Classificazione più dettagliata dello IAPC dell'area dell'euro per i beni alimentari non trasformati e i beni industriali diversi da quelli energetici

(indice: 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

La derivazione dello IAPC per i beni alimentari, industriali, energetici e per i servizi a partire da una classificazione più dettagliata dei prodotti per finalità di consumo rappresenta un importante miglioramento. Essa contribuisce a identificare meglio le determinanti dell'inflazione come gli incrementi delle retribuzioni per le attività legate ai servizi. Inoltre si prevede che i modelli econometrici dell'inflazione basati su gruppi analitici beneficeranno di una ripartizione più precisa.

Con la pubblicazione dello IAPC di gennaio 2019, l'utilizzo di dati ricavati mediante il ricorso al web-scraping è stato ulteriormente ampliato, mentre i dati ottenuti dai lettori dei codici a barre dei supermercati sono già utilizzati da diversi uffici statistici. Tradizionalmente, i prezzi applicati dai punti vendita fisici vengono rilevati da osservatori che concentrano la loro attenzione sulle varianti dei prodotti più venduti e visitano gli esercizi commerciali almeno una volta al mese; nel caso dei prezzi più volatili le rilevazioni sono più frequenti. Benché in molti Stati membri dell'UE la rilevazione dei prezzi presso i punti vendita sia ancora fondamentale ai fini del campionamento dei dati utilizzati per elaborare lo IAPC,

molti uffici statistici hanno avviato o intensificato l'impiego di dati ricavati dai lettori elettronici di codici a barre e mediante il web-scraping.

Tali nuovi metodi consentono di raccogliere una quantità di dati sui prezzi considerevolmente maggiore, che riflette la variabilità dei prodotti; inoltre, garantiscono un maggior numero di giorni di campionamento al mese.

A differenza di quanto avviene per le rilevazioni standard dei prezzi ricavate dalle indagini e svolte presso i punti vendita fisici, per il calcolo degli indici basato sui dati ottenuti dai lettori elettronici di codici a barre vengono utilizzate le informazioni relative al fatturato evidenziate dai codici a barre dei prodotti (Global Trade Identification Number, GTIN) o da altri codici identificativi. I prezzi vengono ottenuti dividendo l'importo del fatturato relativo a un determinato prodotto, identificato dal relativo codice, per il numero di pezzi venduti. In un arco di tempo più lungo, i dati ricavati dai lettori ottici consentono di includere nella rilevazione un maggior numero di prodotti e i prezzi estrapolati da tali dati forniscono una rilevazione più prossima alla media del mese, rispetto a quelle effettuate in singoli giorni.

Nuovi metodi di raccolta dei dati richiedono nuovi approcci statistici. Il volume significativamente maggiore di dati rende necessaria l'automatizzazione del loro trattamento da parte degli uffici statistici. L'elaborazione di indici dei prezzi specifici per prodotto a partire dai dati dei lettori ottici pone diverse sfide, in particolare quella legata alle modalità di computo dei prezzi scontati e ai maggiori volumi di acquisto generati dagli sconti. Il ridotto fatturato che caratterizza i periodi successivi all'applicazione di sconti, ponderato per i volumi delle vendite, tende a mostrare un bias al ribasso nel caso in cui vengano applicate formule tradizionali per l'elaborazione degli indici dei prezzi²¹. Attualmente, nella maggior parte dei casi, al fine di elaborare indici privi di distorsioni, gli uffici statistici che utilizzano i dati rilevati dai lettori ottici escludono dal computo le ponderazioni derivate dal fatturato del periodo di rilevazione. I ricercatori statistici stanno sviluppando nuovi metodi che possano tenere conto del fatturato per mezzo di ponderazioni della spesa effettuata, evitando al contempo distorsioni al ribasso²².

Anche il rilancio di alcuni prodotti può causare problemi di elaborazione quando si utilizzano dati rilevati dai lettori ottici. Pur mantenendone le caratteristiche essenziali, il rilancio di un prodotto può comportare una variazione del relativo codice e un aumento del prezzo. L'elaborazione di indici dei prezzi a partire dai codici dei prodotti non permetterebbe di acquisire tali incrementi di prezzo, per cui è necessario sviluppare metodi in grado di rilevare tali rilanci anche in caso di variazione dei codici.

I tre principali fattori attraverso i quali i dati ricavati da lettori elettronici e web-scraping incidono sull'elaborazione dello IAPC sono la più ampia gamma di varianti di prodotti considerati, la maggiore frequenza della rilevazione e il maggior numero di giorni di campionamento nell'arco del mese di rilevazione.

²¹ Cfr. ad esempio, de Haan, J. e van der Grient, H., "Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data", *Journal of Econometrics*, vol. 161(1), pagg. 36-46, marzo 2011.

²² Cfr. ad esempio, il lavoro di Chessa, A., Verburg, J. e Willenborg, L., "A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data", presentato al 15° meeting dell'Ottawa Group, svoltosi dal 10 al 12 maggio 2017, a Eltville am Rhein, in Germania.

In genere i dati ricavati dall'utilizzo dei lettori elettronici fanno riferimento a un periodo di due o tre settimane al mese, mentre le stime preliminari dell'indice IAPC possono interessare un periodo più breve. Pertanto, l'utilizzo di dati ricavati da lettori elettronici può talvolta comportare stime preliminari più elevate e/o revisioni più frequenti di queste ultime. Complessivamente, la maggiore quantità di dati ottenuti fa sì che i prezzi applicati da supermercati e operatori del commercio elettronico al dettaglio abbiano una maggiore incidenza sugli indici dei prezzi mensili. Ad esempio, nei fine settimana, così come nei giorni precedenti le festività della Pasqua e del Natale, è possibile ottenere rilevazioni più accurate utilizzando questi nuovi metodi.

I dati dei lettori elettronici forniscono una migliore indicazione delle brusche variazioni dei prezzi legate agli sconti applicati. Poiché la formula utilizzata per l'elaborazione dello IAPC richiede la concatenazione dell'indice rispetto al mese di dicembre, i prezzi dei saldi nel periodo natalizio possono avere un'incidenza, in particolare, quando i dati rilevati dai lettori elettronici sono incorporati per la prima volta. Generalmente, utilizzando i dati ricavati dai lettori elettronici, la rilevazione dei prezzi dei saldi risulta più accurata, sia rispetto all'arco temporale considerato che rispetto ai prodotti interessati, motivo per cui gli indici dei prezzi basati su questo tipo di rilevazione possono presentare una volatilità notevolmente maggiore.

5 Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC

a cura di Martin Eiglsperger

Gli indici armonizzati dei prezzi al consumo (IAPC) vengono aggiornati con regolarità per tener conto della variazione delle componenti che vi sono incluse e della relativa ponderazione, nonché, periodicamente, anche degli affinamenti metodologici. Uno di questi affinamenti, divenuto effettivo con la pubblicazione dello IAPC di gennaio 2019, consiste nella modifica della modalità di calcolo dei prezzi dei pacchetti vacanze all'interno dello IAPC tedesco. Tale modifica ha portato a rivedere i tassi di variazione sui dodici mesi non soltanto per la Germania, ma anche per l'intera area.

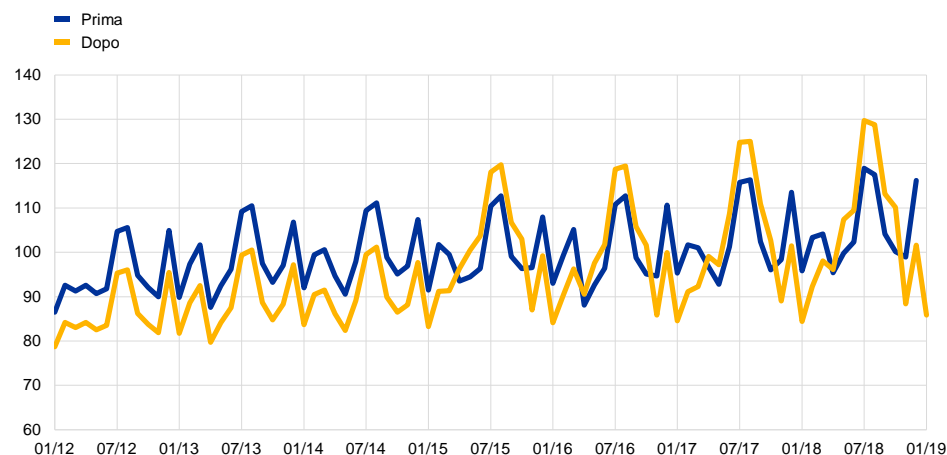
L'indice tedesco dei prezzi per i pacchetti vacanze mostra adesso un profilo stagionale più informativo. Mentre la precedente metodologia utilizzava ponderazioni di spesa stagionali, ossia assegnava ai pacchetti vacanze fruiti in diversi periodi dell'anno pesi diversi nel relativo indice dei prezzi, il nuovo approccio applica ponderazioni annuali che vengono mantenute fisse sull'intero anno. Questo significa che l'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze non è più influenzato dall'alternanza tra le ponderazioni all'inizio e alla fine delle stagioni. In ogni caso, l'utilizzo di ponderazioni fisse implica che durante i periodi fuori stagione, quando i prezzi per i viaggi di natura stagionale non possono essere rilevati, le variazioni dei prezzi non rilevate vengano stimate. Ad esempio in estate è necessario includere delle stime per le variazioni dei prezzi dei viaggi che normalmente vengono effettuati in inverno, e in inverno è necessario usare delle stime per le variazioni dei prezzi estivi. La stima è effettuata attraverso l'imputazione, con le variazioni nei prezzi delle vacanze nei periodi fuori stagione stimate sulla base della dinamica dei prezzi delle altre tipologie di viaggi che hanno effettivamente avuto luogo in quella stagione. Mentre l'approccio precedente trattava in modo separato le vacanze invernali e quelle estive, il nuovo campione integrato include anche tipologie di viaggi che sono effettuati nell'arco dell'intero anno solare. Tale soluzione permette di stabilire una relazione tra gli andamenti dei prezzi dei viaggi di natura stagionale.

Il cambiamento nella metodologia si è tradotto in un profilo stagionale più marcato per l'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e anche per l'area dell'euro. Il grafico A mostra che l'indice per l'area dell'euro ha una variazione stagionale maggiore rispetto a prima, con valori superiori nei mesi estivi e valori inferiori nei mesi invernali. Sebbene il nuovo indice presenti oscillazioni più ampie tra i punti di massimo e di minimo stagionali, il suo profilo appare meno erratico.

Grafico A

Indice dei prezzi per i pacchetti vacanze per l'area dell'euro prima e dopo la revisione

(indice: 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

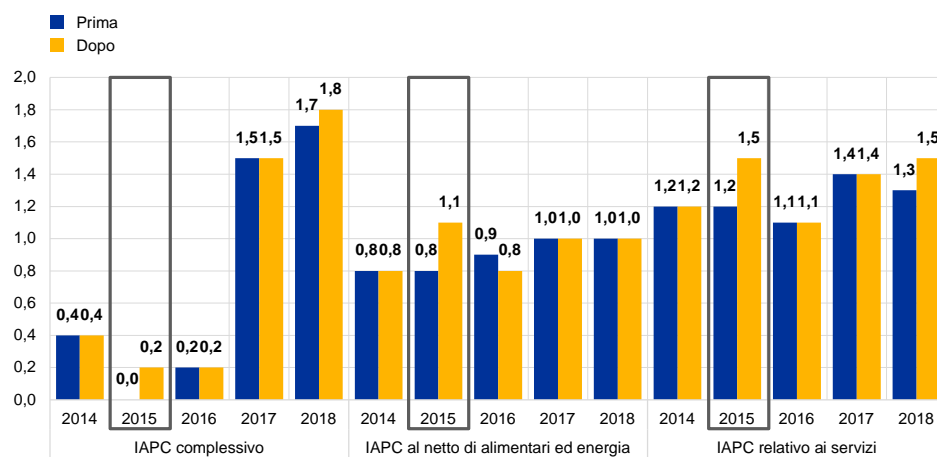
I dati rivisti hanno avuto un effetto rilevante sui tassi di variazione sui dodici mesi di vari aggregati dello IAPC dell'area dell'euro relativi al primo anno in cui è stato incorporato il cambiamento metodologico; successivamente l'impatto è più moderato (cfr. grafico B). I numeri indice dal 2015 in avanti usano i dati elaborati secondo la nuova metodologia, mentre l'indice per il 2014 e per i periodi precedenti è tuttora basato sulla precedente modalità di trattamento dei pacchetti vacanze. I tassi di variazione sui dodici mesi per il 2015 sono calcolati utilizzando valori indice basati su metodi diversi, e pertanto soggetti a distorsione²³. Non sono invece soggetti a distorsione i tassi di crescita sui dodici mesi per il 2016 in quanto si basano interamente sulla nuova metodologia. L'impatto sui tassi di variazione nel periodo compreso tra il 2016 e il 2018 è relativamente moderato.

²³ Cfr. Eurostat, *Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change*, febbraio 2019, pag. 2.

Grafico B

Impatto del cambio di metodologia per l'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze tedesche su aggregati dello IAPC per l'area dell'euro

(tassi di inflazione annuali)



Fonte: Eurostat.

Nota: i tassi di crescita annuali dello IAPC per i servizi per gli anni 2017 e 2018 dopo la revisione sono influenzati anche dall'introduzione di una classificazione dei prodotti più dettagliata; cfr. il riquadro *Le nuove caratteristiche dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo: gruppi analitici, dati ricavati dai codici a barre e web-scraping* in questo numero del Bollettino.

Nel valutare l'andamento passato dell'inflazione occorre porre nella giusta prospettiva le distorsioni nei tassi di crescita sui dodici mesi, in particolare per il 2015. Ciò è soprattutto vero, ad esempio, per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici quale misura dell'inflazione di fondo (cfr. grafico C). La revisione delle serie offre un'immagine distorta del quadro in cui si sono susseguiti anni caratterizzati da bassa inflazione di fondo. Per scopi di analisi, è possibile correggere le serie delle variazioni percentuali sui dodici mesi in diversi modi²⁴. Un approccio semplice per ottenere tassi di inflazione sui dodici mesi che non comprendono dati basati su metodi diversi consiste nell'usare per il periodo prima del dicembre 2015 i tassi basati sull'indice precedente al cambiamento metodologico e quelli derivati dall'indice calcolato secondo la nuova metodologia da gennaio 2016²⁵.

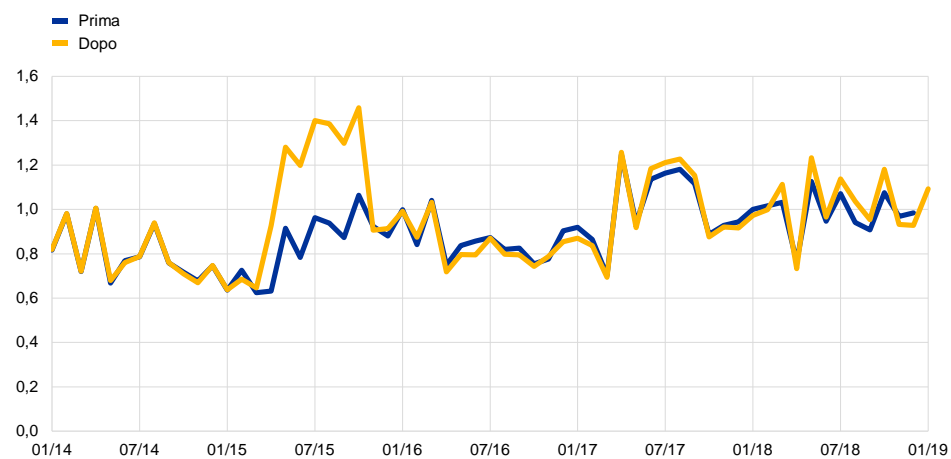
²⁴ Approcci tesi a limitare l'effetto delle distorsioni potrebbero essere facilitati dall'utilizzo di tecniche di analisi delle serie storiche come la destagionalizzazione.

²⁵ Tuttavia, questo metodo non può essere utilizzato per ottenere una serie temporale dello IAPC. Lo IAPC è un indice dei prezzi che si basa su una formula di tipo Laspeyres (Cfr. Eurostat, "Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Methodological Manual", novembre 2018, pag. 170.), con ciò intendendo che le ponderazioni annuali della spesa sono applicate agli indici delle varie componenti piuttosto che ai loro tassi di crescita.

Grafico C

L'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici prima e dopo la revisione

(tassi di variazione sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico

a cura di Cristina Checherita-Westphal

La differenza fra il tasso di interesse medio corrisposto dalle amministrazioni pubbliche a fronte del proprio debito e il tasso di crescita nominale dell'economia è una delle principali variabili nell'analisi della dinamica del debito e della sostenibilità delle finanze pubbliche. La variazione del debito pubblico da un anno all'altro è data dagli interessi pagati a fronte dell'indebitamento accumulato, dal disavanzo primario (spesa in eccesso rispetto alle entrate, al netto del pagamento degli interessi) e da altri fattori (raccordi disavanzo-debito). In rapporto al PIL, la variazione del debito è quindi determinata principalmente dal saldo primario e dalla differenza fra il tasso di interesse e il tasso di crescita del PIL. Se il differenziale fra tasso di interesse e tasso di crescita ($i - g$) è strettamente positivo, è necessario un avanzo fiscale primario per stabilizzare o ridurre il rapporto debito pubblico/PIL. Quanto più alto è il livello di debito iniziale, tanto più elevato sarà l'avanzo primario necessario. Per contro, un differenziale $i - g$ persistentemente negativo ($i < g$) implica che il rapporto debito pubblico/PIL può ridursi anche in presenza di disavanzi primari di bilancio (inferiori all'effetto debito indotto dal differenziale)²⁶.

Recentemente, il differenziale $i - g$ è divenuto negativo nella maggior parte delle economie avanzate, inclusi alcuni stati sovrani dell'area dell'euro.

Secondo le previsioni dell'autunno 2018 della Commissione europea, nel 2017 tutti i paesi dell'area dell'euro, a eccezione dell'Italia, hanno registrato differenziali $i - g$ negativi. Sebbene le proiezioni prevedano un aumento del differenziale in 12 paesi dell'area entro il 2020, questo valore dovrebbe rimanere in territorio negativo per tutti i paesi, a eccezione dell'Italia.

Il dibattito sul ruolo delle politiche di bilancio con differenziali tra crescita e tassi di interesse persistentemente negativi è stato riportato in auge da Olivier Blanchard nel suo discorso presidenziale all'American Economic Association (AEA) per il 2019²⁷. Prendendo ad esempio gli Stati Uniti, Blanchard sostiene la tesi secondo cui i costi associati al debito pubblico sarebbero più esigui rispetto a quanto generalmente si suppone nel dibattito sulle politiche fiscali. Ciò avviene perché (per gli Stati Uniti) il tasso di interesse privo di rischio (una misura indiretta del tasso marginale sulle obbligazioni) è inferiore al tasso di crescita del PIL in termini nominali e, anziché rappresentare un'eccezione, questa condizione è piuttosto la norma storica. Con un differenziale $i - g$ negativo, i costi di bilancio del debito pubblico

²⁶ $\Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$ (eq. 1)

L'equazione 1 (tipica equazione di accumulazione del debito) fornisce un semplice quadro contabile che consente di scomporre la variazione del rapporto debito pubblico lordo/PIL (Δb_t) nelle sue principali determinanti, ovvero: a) l'effetto "snowball", ossia l'impatto della differenza fra il tasso di interesse nominale medio applicato al debito pubblico (i_t) e il tasso di crescita del PIL in termini nominali (g_t) moltiplicata per il rapporto debito pubblico/PIL del periodo precedente (b_{t-1}); b) il rapporto tra il saldo di bilancio primario (avanzo) e il PIL (pb_t); c) il raccordo disavanzo-debito quale quota del PIL (dda_t) o raccordo tra stock e flussi, ovvero i fattori che influenzano il debito ma non sono inclusi nel saldo di bilancio (ad esempio acquisizioni o vendite di attività finanziarie).

²⁷ "Public Debt and Low Interest Rates", discorso presidenziale di Olivier Blanchard per il 2019 all'AEA (Atlanta, 5 gennaio 2019). L'intervento era essenzialmente una presentazione del suo recente lavoro accademico "Public Debt and Low Interest Rates".

potrebbero annullarsi e i costi sociali, seppur presenti, sarebbero comunque inferiori a quanto si presume normalmente. Tale asserzione implicherebbe che gli Stati Uniti siano in grado di sostenere (rifianziare) livelli di debito (più) elevati senza costi significativi. L'autore sottolinea, tuttavia, che lo scopo del suo intervento non è promuovere un più elevato debito di per sé, ma favorire un più ampio dibattito sulle politiche e sulle regole del debito rispetto a quanto avviene attualmente.

I modelli teorici non arrivano a formulare conclusioni chiare riguardo al segno e alle dimensioni del differenziale tra crescita e tassi di interesse sul debito pubblico. In generale, i modelli si basano sulla supposizione che il vincolo di bilancio intertemporale tenga, vale a dire che il valore attuale degli avanzi primari futuri sia uguale al livello di debito corrente (nessun percorso “esplosivo” del debito). Sebbene la teoria standard sulla crescita preveda un differenziale $i - g$ positivo per le economie in stato stazionario (su un percorso di crescita bilanciato), tenuto conto del tasso privo di rischio, nei modelli a generazioni sovrapposte con incertezza non diversificabile o in quelli con bolle speculative razionali, un differenziale $i - g$ negativo sul debito pubblico potrebbe coesistere con un'economia dinamicamente efficiente²⁸. Va inoltre rimarcato che tali modelli analizzano il “tasso privo di rischio”, mentre se si tiene conto del rischio di credito sovrano o della possibilità di default, il costo del debito pubblico aumenta²⁹.

A livello empirico, nelle economie avanzate mature il differenziale tra crescita e tassi di interesse che rileva ai fini della dinamica del debito pubblico, come sopra definita, si è mantenuto positivo per periodi più lunghi. Il valore del differenziale $i - g$ nelle economie mature si è aggirato attorno al punto percentuale per periodi di tempo prolungati³⁰. Generalmente, si osservano valori positivi anche per le maggiori economie dell'area dell'euro (cfr. grafico A). D'altro canto, si osservano valori negativi del differenziale $i - g$ nei periodi di surriscaldamento delle economie avanzate e, più in generale, nelle economie emergenti. Come documentato nella letteratura empirica³¹, i principali fattori alla base del “rompicapo” dei differenziali persistentemente negativi nelle economie emergenti sono da identificarsi nella repressione finanziaria, in cui rientrano i periodi di iperinflazione, e, in qualche misura, nell'effetto di convergenza del reddito. Infine, anche il saldo primario svolge un ruolo importante nella dinamica del debito. Anche in presenza di valori di $i - g$ negativi, disavanzi primari di dimensioni considerevoli impedirebbero la stabilizzazione del rapporto debito pubblico/PIL. In questo senso, gli avanzi primari nella maggior parte

²⁸ Blanchard, O. e Fischer, S., *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, 1989 e Blanchard (2019), op. cit.

²⁹ Per una rassegna su questa letteratura, cfr. D'Erasmus, P., Mendoza, E. e Zhang, J., “What is a Sustainable Public Debt?”, *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016, pagg. 2557-2588.

³⁰ Cfr. Escolano, J., “A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”, *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. Un fondamentale lavoro dell'OCSE sulle misure di sostenibilità del debito pubblico (Blanchard et al., 1990) conclude che, sebbene la situazione in cui un differenziale negativo sia facilmente refutabile sulla base di elementi teorici o empirici rimanga “una curiosità teorica, [...] si è generalmente concordi nel ritenere probabile che la condizione di eccesso del tasso di interesse rispetto al tasso di crescita tenga, se non in assoluto, almeno nel breve e medio termine” (pag. 15). Cfr. Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R. e Sartor, N., “The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question”, *Economic Studies*, n. 15, OCSE, Parigi, 1990.

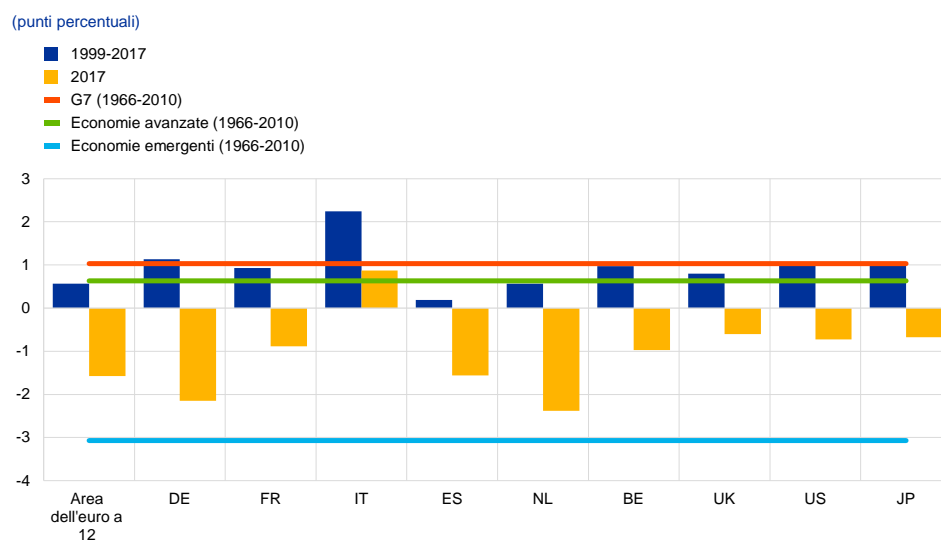
³¹ Cfr., ad esempio: Escolano, J., Shabunina, A. e Woo, J., “The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?”, *Fiscal Studies*, vol. 38(2), 2017, pagg. 179-217.

dei paesi dell'area dell'euro hanno fatto sì che il rapporto debito pubblico/PIL si collocasse su un percorso discendente³².

Inoltre, se il tasso di interesse ha evidenziato una chiara tendenza al ribasso a partire dagli anni '80 del Novecento, in qualche misura ciò si applica anche al tasso di crescita del PIL. In particolare, a partire dagli anni '80 del Novecento i tassi di interesse reali nelle economie avanzate hanno cominciato a scendere e, all'indomani della crisi finanziaria mondiale, hanno toccato livelli eccezionalmente bassi. Questo andamento è stato spesso associato a un calo del tasso di interesse stimato naturale o neutrale, che a sua volta viene collegato, in molti studi, a un calo della crescita del prodotto potenziale³³. Rimane pertanto aperta la questione sull'evoluzione della differenza tra le due variabili e, nello specifico, sul differenziale che si applica all'indebitamento della pubblica amministrazione.

Grafico A

Differenziale tra crescita e tassi di interesse sul debito pubblico ($i-g$)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea dell'autunno del 2018 (AMECO) per i dati dal 1999 al 2017 (istogrammi) ed Escolano et al. (2017) per i dati dal 1966 al 2010 (linee).

Note: il grafico illustra la differenza fra il tasso di interesse nominale medio applicato al debito pubblico (i) e il tasso di crescita del PIL in termini nominali (g). Su base annua, i è definito come il rapporto fra la spesa totale per interessi al tempo t e il livello di debito al tempo $t-1$, calcolato in media sui periodi riportati nel grafico. In generale, la serie AMECO copre il debito delle amministrazioni pubbliche secondo la definizione del Sistema europeo dei conti 2010 (per gli Stati Uniti, il debito federale). Le linee orizzontali rappresentano il valore medio di $i-g$ tra il 1966 e il 2010 (non sono disponibili dati relativi all'intero periodo per tutti i paesi inclusi nel campione, come spiegato in Escolano et al., 2017). I paesi mostrati sono le sei maggiori economie dell'area dell'euro. L'area dell'euro a 12 include Belgio, Germania, Irlanda (escluse le anomalie estreme relative agli anni 2015 e 2016), Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I valori riportati nel grafico per l'area dell'euro a 12 rappresentano medie semplici del differenziale $i-g$ nel campione di paesi. Gli altri gruppi di paesi sono riportati come descritti in Escolano et al. (2017) e sostanzialmente secondo le definizioni dell'FMI per le economie avanzate ed emergenti.

La letteratura empirica³⁴ identifica diversi fattori che influenzano la dinamica del differenziale. L'invecchiamento della popolazione è stato identificato come un

³² Secondo le previsioni della Commissione dell'autunno 2018, il saldo primario dell'area dell'euro dovrebbe registrare un avanzo (+1,2 per cento del PIL) nel 2018, a fronte di disavanzi negli Stati Uniti (-2,1 per cento del PIL) e in Giappone (-1,5 per cento del PIL). Stando alle proiezioni, tutti i paesi dell'area dell'euro a eccezione della Francia, della Spagna e della Lettonia dovrebbero aver registrato un avanzo primario nel 2018.

³³ Cfr. Brand, C., Bielecki, M. e Penalver, A., "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", *Occasional Paper Series*, n. 217, BCE, Francoforte sul Meno, 2018.

³⁴ Cfr. ad esempio, Escolano et al., op. cit. nonché Turner, D. e Spinelli, F., "Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 919, OCSE, Parigi, 2011.

fattore determinante per il calo del tasso di interesse naturale, ma anche per la contrazione della crescita del PIL potenziale³⁵. La letteratura individua inoltre l'“eccesso di risparmio globale” (approssimato dagli avanzi di conto corrente delle economie emergenti) e l'effetto *una tantum* derivante dall'istituzione dell'unione monetaria europea³⁶ quali fattori che hanno contribuito alla diminuzione del valore di $i - g$ nelle economie avanzate. Anche le condizioni cicliche e la politica economica sembrano svolgere un ruolo importante. Il differenziale può crescere rapidamente nelle fasi di recessione, specialmente nei paesi con livelli di debito elevati. Più in generale, si riscontra che a posizioni di bilancio più deboli (debito e disavanzo più elevati) corrisponde un più alto valore di $i - g$. Nella tavola A sono riportate le medie storiche di $i - g$ nell'area dell'euro a 12, tenendo conto degli elevati rapporti debito/PIL e della posizione nel ciclo economico. Il differenziale cresce, in media, quando il debito pubblico è elevato (per il periodo tra il 1999 e il 2017, 1,7 punti percentuali quando il debito è maggiore o uguale al 90 per cento del PIL a fronte di un valore nullo quando il debito è inferiore al 90 per cento; si registrano risultati simili anche sul più lungo periodo, a partire dal 1985). Ciò è in parte spiegato dalla posizione all'interno del ciclo: nelle fasi di congiuntura negativa, il valore di $i - g$ è molto più elevato rispetto alle fasi favorevoli o neutre (3,0 a fronte di -0,5 per il periodo tra il 1999 e il 2017). Nondimeno, nei periodi di rallentamento dell'economia si registrano differenziali maggiori nei paesi con un debito più elevato (3,8 a fronte di 2,5)³⁷.

Tavola A

Media storica del differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita del prodotto ($i-g$), tenendo conto del debito pubblico e degli effetti del ciclo economico

(punti percentuali, area dell'euro a 12)

	Complessiva	Debito pubblico più basso (< 90% del PIL)	Debito pubblico elevato (≥ 90% del PIL)
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	Complessiva	Fasi favorevoli o neutre (OG ≥ -1,5)	Fasi sfavorevoli (OG < -1,5)
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	Complessiva	Fasi sfavorevoli e debito pubblico inferiore (OG < -1,5 e debito < 90%)	Fasi sfavorevoli e debito pubblico elevato (OG < -1,5 e debito ≥ 90%)
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea, con estrapolazione da altre fonti, ove necessario, per il periodo 1985-2017.

Note: i differenziali tra crescita e tassi di interesse mostrati sono medie semplici dei valori relativi a 12 paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico A) per i periodi corrispondenti. Per debito elevato si intende un rapporto debito pubblico/PIL pari almeno al 90 per cento. Un output gap di -1,5 per cento è la soglia che permette di distinguere tra fasi sfavorevoli e neutre della congiuntura economica secondo la matrice di flessibilità CE (2015). Si ottengono risultati simili su un campione di 24 economie avanzate che include i 19 paesi dell'area dell'euro, la Danimarca, la Svezia, il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone.

³⁵ Cfr. l'articolo *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

³⁶ Sebbene la compressione dei differenziali all'avvio dell'UEM abbia determinato una contrazione di $i-g$ in alcune parti dell'area dell'euro, la crisi finanziaria e quella del debito sovrano hanno innescato una marcata inversione di tendenza del differenziale per un certo periodo di tempo.

³⁷ Da un'analisi empirica del campione dell'area dell'euro a 12 emerge che il debito e i disavanzi pubblici (correlazione contemporanea, ritardata a un anno, medie quinquennali) sono determinanti significative del valore di $i - g$, tenuto conto dell'output gap, della crescita della PTF, del tasso di dipendenza degli anziani, della crescita demografica, del tasso di interesse a breve termine, del valore di $i - g$ negli Stati Uniti e degli effetti fissi per paese e anno.

Nell'area dell'euro, gli attuali bassi valori dei differenziali tra crescita e tassi di interesse sul debito pubblico non devono essere intesi come un incentivo a innalzare i livelli di debito, in particolare laddove i margini di bilancio sono limitati. Un debito pubblico elevato pone notevoli sfide economiche³⁸. Se da un lato spesa pubblica e investimenti efficienti possono incrementare il potenziale di crescita di un paese nel medio termine e attenuare gli effetti ciclici negativi di una fase di rallentamento economico³⁹, gli attuali livelli di debito elevati in molte economie stanno ostruendo questi canali, in particolare la capacità di attuare politiche di bilancio anticicliche nelle fasi di congiuntura sfavorevole. I rischi di carattere nazionale e internazionale per le policy e l'economia richiedono politiche in grado di limitare le vulnerabilità dei paesi.

³⁸ Per una rassegna dei rischi associati a regimi di debito elevato, cfr. l'articolo [Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro](#), nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

³⁹ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo [La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro](#), nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

La valutazione della Commissione europea per il 2019 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme

a cura di Nick Ligthart

Il 27 febbraio 2019 la Commissione europea ha pubblicato la sua valutazione annuale degli squilibri macroeconomici e dei progressi compiuti nell'attuazione delle riforme strutturali sulla base delle raccomandazioni specifiche per paese formulate a luglio 2018. Tale valutazione è una componente importante del quadro di riferimento del Semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio fra i paesi dell'Unione europea. In tale contesto la procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) definisce i parametri in base ai quali tali squilibri vengono valutati. Essa ha lo scopo di prevenire l'emergere di squilibri dannosi e di correggerli attivamente nei casi in cui tali squilibri abbiano già raggiunto un livello eccessivo⁴⁰.

Squilibri macroeconomici

Secondo la Commissione, il numero di paesi che presentano squilibri è passato a 13 in tutto, dagli 11 del 2018 (cfr. la tavola A). Quest'anno, in base alla valutazione della Commissione, sono tre i paesi che presentano "squilibri eccessivi": Italia, Cipro e Grecia. Mentre i primi due rientravano in questa categoria anche lo scorso anno, la Grecia è stata inserita nell'esercizio per la prima volta quest'anno, a seguito dell'uscita dal programma di assistenza finanziaria nell'estate del 2018. I suoi principali problemi sono l'elevato debito pubblico, la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa, una quota molto elevata di crediti deteriorati, un tasso di disoccupazione ancora elevato e un basso potenziale di crescita. Cipro presenta persistenti problemi legati all'elevato livello sia dei crediti deteriorati, sia del debito estero, privato e pubblico. Quanto all'Italia, la Commissione ritiene che i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche e la situazione di sostanziale stallo e arretramento sul fronte delle riforme stiano mettendo in ombra i progressi compiuti negli anni precedenti. Inoltre nella valutazione di quest'anno la Commissione ha modificato la classificazione di due paesi. La Croazia è passata dalla categoria di "squilibri eccessivi" a quella di "squilibri" a causa, tra l'altro, di un calo del debito privato, pubblico ed estero. Anche la valutazione della Romania è cambiata, passando dalla categoria "nessuno squilibrio" a quella "squilibri" a causa di vari fattori, tra cui la ridotta competitività e un'accentuazione degli squilibri di conto corrente.

⁴⁰ Al fine di individuare eventuali squilibri, la Commissione utilizza un insieme standardizzato di indicatori, che consentono di selezionare i paesi la cui situazione necessita di un esame approfondito, che può dare tre possibili risultati: "nessuno squilibrio", "squilibri" o "squilibri eccessivi". Nel caso la Commissione individui degli squilibri, il paese interessato riceverà raccomandazioni programmatiche volte a farvi fronte. Quando gli squilibri identificati vengono considerati tanto gravi da essere definiti "eccessivi", la Commissione può adottare ulteriori misure raccomandando al Consiglio di attivare l'apposita procedura.

Tavola A

Conclusioni della Commissione europea sulla PSM per il 2019

Nessuno squilibrio			Squilibri			Squilibri eccessivi e attivazione del meccanismo correttivo (procedura per squilibri eccessivi)
BE	LT	PL	BG	HR	GR	
CZ	LU	SI	DE	NL	IT	
DK	HU	SK	IE	PT	CY	
EE	MT	FI	ES	RO		
LV	AT	UK	FR	SE		

Fonte: Commissione europea.

Note: i tre paesi in blu (Croazia, Romania e Grecia) sono quelli la cui classificazione nell'ambito della PSM è cambiata nel 2019. Per tutti i paesi rientranti nella categoria "nessuno squilibrio", la Commissione aveva già rilevato l'inesistenza di squilibri nella prima fase della procedura, in cui viene elaborata una relazione sul meccanismo di allerta. Pertanto non è stato svolto nessun esame approfondito per tali paesi.

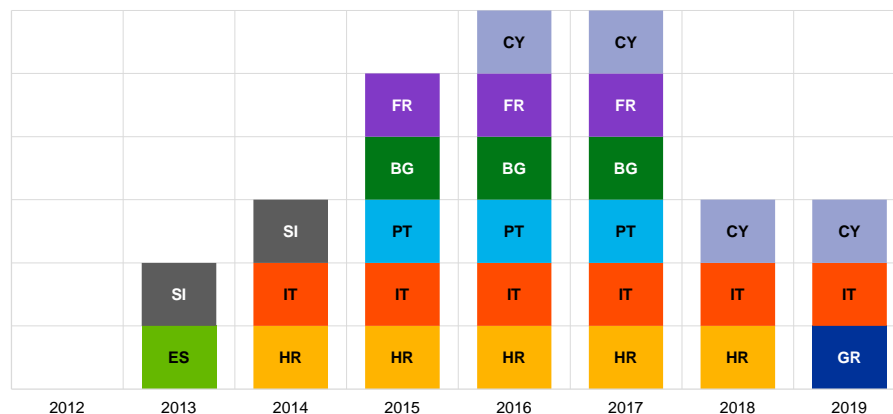
Malgrado persistano squilibri eccessivi in alcuni Stati membri, da quando nel 2012 è stata introdotta la procedura sugli squilibri macroeconomici, l'apposito meccanismo di correzione non è mai stato attivato. Nell'ambito del cosiddetto braccio correttivo della PSM, il Consiglio può richiedere a uno Stato membro con squilibri eccessivi di presentare un piano di azione correttivo ed eventualmente imporre sanzioni, se necessario. La ripetuta mancata attivazione della procedura per squilibri eccessivi rischia di minare la credibilità e l'efficacia dell'intera procedura. Il grafico A mostra che un quarto degli Stati membri dell'UE ha avuto squilibri eccessivi persistenti per più anni consecutivi. Mentre alcuni paesi sono riusciti a ridurre la gravità degli squilibri nel tempo, il persistere di squilibri eccessivi per più anni in alcuni paesi indica che la PSM potrebbe agevolare la correzione. L'efficacia e la credibilità della procedura stessa potrebbero essere accresciute applicando tutti gli strumenti a disposizione, fra cui l'attivazione del meccanismo correttivo per i paesi che presentano squilibri eccessivi. Questa misura è stata anche invocata esplicitamente dai cinque presidenti nel loro Rapporto del 2015⁴¹ e, più recentemente, dalla Corte dei conti europea⁴².

⁴¹ Juncker, J.-C. et al., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, giugno 2015.

⁴² Corte dei Conti europea, *Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM)*, Relazione speciale n. 3, 2018.

Grafico A

Stati membri dell'UE con squilibri eccessivi



Fonte: Commissione europea.

Note: il grafico mostra i paesi in relazione ai quali la Commissione europea ha riscontrato "squilibri eccessivi" negli anni indicati. Un paese sottoposto a un programma di aggiustamento economico entra automaticamente nella PSM al termine dello stesso. Nel 2012 non sono stati riscontrati squilibri eccessivi in alcun paese.

Il persistere di squilibri macroeconomici, eccessivi o meno, rende gli Stati membri vulnerabili a shock macroeconomici avversi e tende ad accrescere la probabilità di andamenti recessivi che spesso comportano costi sociali ed economici elevati. Malgrado la crescita economica dell'UE negli ultimi sette anni, le incertezze legate a fattori geopolitici, la minaccia del protezionismo e gli squilibri macroeconomici pongono rischi al ribasso per l'attività economica. È quindi importante che i paesi realizzino riforme ambiziose per rafforzare la capacità di tenuta delle loro economie a fronte di shock avversi.

I livelli del debito, sia pubblico che privato, sono storicamente elevati in alcuni Stati membri, fattore che rende più difficile reagire a una fase di rallentamento economico o a shock negativi. Una crescita economica più sostenuta ha contribuito a ridurre il rapporto fra debito e PIL di alcuni Stati negli ultimi anni, anche se i livelli di debito restano molto elevati in diversi casi. Le imprese sono riuscite a ridurre tali livelli di debito più rapidamente rispetto alle famiglie. Al tempo stesso, in alcuni paesi l'elevato indebitamento pubblico e privato si riflette in ampi stock di debito estero, che evidenzia la necessità di garantire sufficienti avanzi di conto corrente.

Per agevolare il processo di ribilanciamento ed evitare nuovi squilibri in termini di competitività di costo all'interno dell'UE, occorre monitorare con attenzione l'accelerazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in alcuni paesi. In particolare, nei paesi che presentano avanzi di conto corrente e che, secondo la Commissione, stanno registrando una debolezza della domanda interna e scarsità di forza lavoro, una crescita del costo del lavoro per unità di prodotto maggiore rispetto alla media dell'area dell'euro potrebbe agevolare il riequilibrio fra i paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso, un relativo deterioramento della competitività di costo nei paesi più vulnerabili e con tassi di disoccupazione relativamente elevati dovrebbe essere monitorato con attenzione in modo da evitare un'inversione del positivo aggiustamento realizzato negli ultimi anni.

I progressi nelle riforme

Le riforme restano indispensabili per fare fronte a questi squilibri e la Commissione valuta annualmente i progressi compiuti sul fronte delle riforme indicate nelle raccomandazioni. Nello specifico, la Commissione ha esaminato lo stato di avanzamento dell'attuazione delle Raccomandazioni specifiche per paese formulate dal Consiglio a luglio 2018. Ciascuna raccomandazione fornisce allo Stato membro interessato alcuni orientamenti in specifiche aree di politica economica.

La valutazione della Commissione evidenzia ancora una volta progressi solo limitati per quanto riguarda le riforme indicate. I progressi vengono valutati sulla base di cinque categorie: “nessun progresso”, “progressi limitati”, “alcuni progressi”, “progressi considerevoli” e “piena attuazione”⁴³. La tavola B sintetizza le valutazioni relative all'anno corrente. Delle 73 raccomandazioni specifiche per paese, nessuna è stata pienamente attuata e progressi considerevoli sono stati realizzati solo in due casi. Per la stragrande maggioranza delle raccomandazioni (oltre il 90 per cento), la Commissione ha rilevato che gli Stati membri hanno compiuto nella migliore delle ipotesi alcuni progressi o progressi limitati. Su due raccomandazioni non è stato compiuto alcun progresso. Secondo la metodologia adottata dalla Commissione, “nessun progresso” significa che lo Stato membro interessato non ha nemmeno “annunciato in modo credibile” misure volte a dar seguito alla raccomandazione ricevuta. Infine, ciò che desta maggiore preoccupazione è che durante l'ultimo anno i paesi in situazione di squilibrio eccessivo, sebbene molto vulnerabili, non abbiano compiuto progressi significativamente maggiori sul fronte delle riforme rispetto alla media dell'UE. Lo stesso può dirsi per i paesi in situazione di squilibrio. Nel complesso, i progressi compiuti quest'anno in termini di riforme sono stati modesti come l'anno passato⁴⁴.

⁴³ La dicitura “piena attuazione” indica che lo Stato membro ha attuato tutte le misure necessarie a dare applicazione in modo adeguato alla raccomandazione; “notevoli progressi” significa che lo Stato membro ha adottato misure che contribuiscono in misura sostanziale a dar seguito alla raccomandazione e che sono state in gran parte applicate; “alcuni progressi” indica che lo Stato membro ha adottato misure che recepiscono in parte quanto indicato dalla raccomandazione e/o che ha adottato misure che danno seguito alla raccomandazione, ma che sono necessari ancora ulteriori sforzi per darle piena attuazione, in quanto sono state applicate solo alcune delle misure adottate; “progressi limitati” indica che lo Stato membro ha annunciato alcune misure, ma che queste rispondono solo in misura limitata a quanto indicato nella raccomandazione, e/o che ha presentato atti non legislativi in merito, senza però darvi ulteriore seguito in termini di attuazione; infine, “nessun progresso” indica che lo Stato membro non ha annunciato in modo credibile né adottato alcuna misura per recepire la raccomandazione ricevuta.

⁴⁴ Cfr. il riquadro intitolato *La valutazione della Commissione europea per il 2018 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

Tavola B

Valutazione della Commissione sull'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2018

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK
RSP 1*	Non valutato	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi
RSP 2	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi
RSP 3	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi
RSP 4	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi
RSP 5	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi	Alcuni progressi

Fonte: Commissione europea.

Note: la valutazione relativa alla Raccomandazione 1* esclude la conformità al Patto di stabilità e crescita, che sarà valutata dalla Commissione europea nel corso della primavera del 2019. "Non valutato" si riferisce ai casi in cui la Raccomandazione 1 riguarda in maniera prevalente o esclusiva il rispetto del Patto di stabilità e crescita.

I progressi sul fronte delle riforme sono stati disomogenei e, in particolare, modesti nell'ambito del mercato dei beni e servizi e delle finanze pubbliche.

Qualche sforzo in più è stato compiuto in relazione al settore finanziario e ai mercati del lavoro. Nel contempo, la Commissione riscontra persino casi di arretramento sul fronte delle riforme, ad esempio per quanto concerne la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine (compresi i trattamenti pensionistici).

Ulteriori riforme volte a migliorare il contesto per gli investimenti sono essenziali per stimolare investimenti mirati che consentano di accrescere la produttività, la crescita potenziale e la capacità di tenuta. La Commissione ritiene che i principali ostacoli agli investimenti siano costituiti dalla scarsa qualità delle istituzioni e da una regolamentazione che impone molti oneri. La creazione di un contesto che favorisca gli investimenti contribuirà ad accrescere quelli incentrati sulla produttività e sulla crescita, indispensabili in questa fase del ciclo economico. A loro volta, gli investimenti devono essere ben mirati per essere il più efficaci possibile. Anche se quelli in istruzione, ricerca, sviluppo e innovazione sono necessari nella maggior parte dei paesi dell'UE, è importante che gli investimenti affluiscano verso i settori in cui sono in grado di incrementare maggiormente la crescita della produttività e la competitività. A tal fine la Commissione ha operato l'apprezzabile scelta di aggiungere alle relazioni per paese un nuovo allegato, che evidenzia il fabbisogno di investimenti e le strozzature specifiche di ogni paese allo scopo di allineare maggiormente l'utilizzo dei fondi dell'UE con l'analisi svolta nell'ambito del Semestre europeo.

Articolo

1 Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti

a cura di Felix Hammermann, Kieran Leonard, Stefano Nardelli e Julian von Landesberger

In seguito alla decisione del Consiglio direttivo, nel dicembre 2018, di terminare gli acquisti netti di attività nel quadro del programma di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema, il presente articolo esamina l'attuazione e gli effetti degli acquisti. Il PAA ha dimostrato la propria efficacia e flessibilità quale strumento per allentare le condizioni monetarie e di finanziamento, promuovere la ripresa economica, contrastare le spinte disinflazionistiche e ancorare le aspettative di inflazione, favorendo in tal modo un aggiustamento durevole del profilo di inflazione orientato verso la stabilità dei prezzi. Il PAA è stato introdotto nell'ambito di un pacchetto di misure di policy che comprendeva anche i tassi di interesse negativi sui depositi presso la banca centrale, le indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance) e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Insieme, queste misure hanno creato sinergie in grado di aumentare l'efficacia dei singoli strumenti del pacchetto. Dal punto di vista dell'attuazione, l'Eurosistema ha assicurato un'implementazione fluida e flessibile degli acquisti di attività adoperandosi per un impatto neutrale sul mercato mitigando gli eventuali effetti collaterali indesiderati sul mercato.

Anche se gli acquisti netti di attività sono terminati, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA continuerà a essere reinvestito per fornire, insieme alle indicazioni prospettiche rafforzate, il grado di accomodamento monetario che Consiglio direttivo considera adeguato affinché l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

1 Introduzione

Il PAA fa parte di un pacchetto di misure introdotte a metà del 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire il grado di accomodamento necessario ad assicurare la stabilità dei prezzi.

I margini per ulteriori riduzioni dei tassi di interesse si erano molto ridotti dopo l'allentamento delle condizioni monetarie messo in atto sulla scia della crisi finanziaria e del debito sovrano attraverso la riduzione dei tassi di interesse di riferimento e l'impiego di misure straordinarie a supporto della trasmissione della politica monetaria. Il PAA, insieme ai tassi di interesse negativi sui depositi presso la banca centrale, alle indicazioni prospettiche e alle OMRLT, ha aiutato la BCE a raggiungere il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Il PAA comprende il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3, avviato il 20 ottobre 2014), il programma di acquisto di titoli garantiti da attività

(Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP, avviato il 21 novembre 2014), il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP, avviato il 9 marzo 2015) e il programma di acquisto di attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP, avviato l'8 giugno 2016). Gli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA sono proseguiti fino alla fine di dicembre 2018, per un importo totale di 2.600 miliardi di euro. Da un'analisi del portafoglio del PAA a dicembre 2018 emerge che il più ampio contributo è stato offerto dal PSPP, che copre una percentuale di acquisti netti pari all'82 per cento del totale, seguito dal CBPP3 (10 per cento), dal CSPP (7 per cento) e dall'ABSPP (1 per cento). Il portafoglio del PAA è al momento stabile, in termini di dimensioni, grazie ai reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

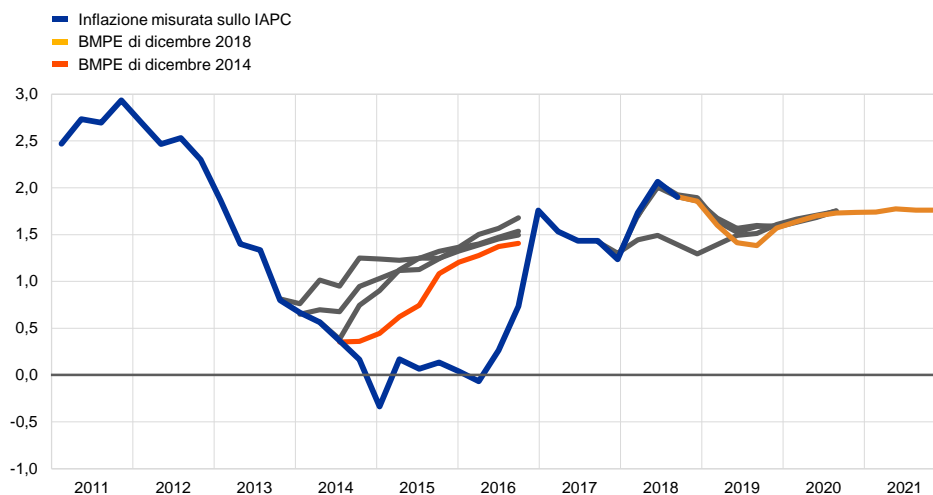
2 Le motivazioni di politica monetaria alla base dell'avvio del PAA

Dopo una doppia recessione sulla scia della crisi finanziaria e del debito sovrano, nell'area dell'euro si sono registrati un prolungato processo di riduzione della leva finanziaria, una ripresa eccezionalmente modesta e un'inflazione persistentemente debole. Alla fine del 2011 si è osservato un deterioramento nelle condizioni del credito bancario e una contrazione nel volume dei prestiti (in particolare verso società non finanziarie). La persistente debolezza della dinamica della crescita sottostante ha fatto sì che proseguisse il sottoutilizzo della capacità produttiva, visibile anche negli elevati livelli di disoccupazione. I tassi di inflazione hanno evidenziato una protratta tendenza al ribasso: per quanto riguarda le componenti di fondo ciò è stato riconducibile al generale rallentamento dell'economia, mentre i dati relativi all'inflazione complessiva sono stati influenzati dal calo dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. Secondo le proiezioni, l'inflazione dell'area dell'euro sarebbe dovuta rimanere generalmente debole e, nel tempo, scendere, come si evince dalla serie di correzioni al ribasso apportate alle proiezioni macroeconomiche della maggior parte delle organizzazioni internazionali e della BCE (cfr. grafico 1). A dicembre 2014 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC, nell'area dell'euro, era scesa a -0,2 per cento e le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in merito all'inflazione indicavano ulteriori e significative revisioni al ribasso: dall'1,1 per cento allo 0,7 per cento nel 2015 e dall'1,4 per cento all'1,3 per cento nel 2016.

Grafico 1

Inflazione misurata sullo IAPC effettiva e prevista e relative revisioni

(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee grigie del grafico si riferiscono all'inflazione misurata sullo IAPC prevista su cui si basano i risultati relativi al 2014 e al 2018 del (Broad) Macroeconomic Projection Exercise, (B)MPE (esercizio ampio di proiezione macroeconomica).

L'inflazione persistentemente debole nel 2013-2014 ha contribuito a generare una tendenza al ribasso nelle aspettative di inflazione, nonché il rischio crescente che tali aspettative si disancorassero dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Le misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati hanno toccato livelli straordinariamente bassi. Alla fine di dicembre 2014 la funzione di densità implicita nelle opzioni per l'inflazione nell'area dell'euro segnalava che i mercati assegnavano alla deflazione una probabilità pari a quasi il 50 per cento e giudicavano solo marginale la possibilità che l'inflazione raggiungesse un livello prossimo o superiore al 2 per cento (cfr. grafico 9). Tali andamenti facevano temere che un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione si radicasse nelle aspettative di inflazione, con implicazioni negative per la stabilità dei prezzi.

Il PAA è stato concepito in modo da ampliare e integrare le misure di politica monetaria esistenti per invertire la tendenza al ribasso dell'inflazione e scongiurare il disancoraggio delle aspettative di inflazione. Assieme al PAA, annunciato a gennaio 2015, è stato avviato anche il PSPP, un programma aggiuntivo che consisteva nell'acquisto di titoli di debito emessi da soggetti pubblici, allo scopo di integrare i due programmi di acquisto di attività già in corso, il CBPP3 e l'ABSPP.

Nel periodo tra il 2015 e il 2018 gli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA hanno rappresentato il principale strumento di politica monetaria e le dimensioni e la durata del programma sono state calibrate con la finalità di raggiungere un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, in linea con il proprio obiettivo di inflazione. A gennaio 2015, in seguito all'annuncio del PAA, gli acquisti netti di attività sono divenuti il principale strumento di policy e il Consiglio direttivo ha elaborato indicazioni prospettiche strutturate. Il primo elemento di tali indicazioni riguardava lo strumento stesso, con una formulazione che combinava componenti legate al tempo e alle condizioni. Per la componente dipendente dal

tempo si affermava che gli acquisti di attività sarebbero proseguiti a un certo ritmo mensile, almeno fino a una data specifica (cfr. figura 1). La componente dipendente dalle condizioni faceva riferimento a un esplicito legame con l'obiettivo della stabilità dei prezzi ("o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione"). Come mostra la figura 1, dopo il primo annuncio avvenuto a gennaio 2015, il Consiglio direttivo ha esteso il programma attraverso una serie di ricalibrature in cui l'orizzonte minimo per gli acquisti mensili veniva progressivamente posticipato e il ritmo degli acquisti regolato in base alla necessità di compiere ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole. Il secondo elemento portante delle indicazioni prospettive riguardava il periodo durante il quale il Consiglio direttivo riteneva non opportuno innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE. A marzo 2016 la durata di tale periodo è stata messa in relazione con il termine degli acquisti netti.

Figura 1

Quadro sintetico dell'APP e delle altre misure di policy introdotte tra giugno 2014 e dicembre 2018

PAA		Altre misure di politica monetaria	
	giu. 2014	OMRLT-I Scadenza massima a settembre 2018 con erogazione a seconda dell'accreditamento netto e dei rimborsi anticipati obbligatori	ORP: 0,15% ORM: 0,40% DFR: -0,10%
ABSPP-CBPP3 Acquisti di ABS e obbligazioni garantite	sett. 2014		ORP: 0,05% ORM: 0,30% DFR: -0,20%
Acquisti di titoli del settore pubblico nell'ambito del PSPP Acquisti mensili per 60 mld di euro fino a settembre 2016, inclusi ABSPP/CBPP3	gen. 2015		
1^ ricalibrazione del PAA Proroga fino a marzo 2017 e reinvestimento del capitale rimborsato	dic. 2015		ORP: 0,05% ORM: 0,30% DFR: -0,30%
2^ ricalibrazione del PAA Acquisti mensili per 80 mld di euro e innalzamento della quota di emissione per alcuni emittenti	mar. 2016	Acquisti di titoli del settore societario nell'ambito del CSPP	ORP: 0,00% ORM: 0,25% DFR: -0,40%
3^ ricalibrazione del PAA Acquisti mensili per 60 mld di euro fino a dicembre 2017; riduzione della durata residua minima dei titoli idonei ai fini del PSPP da due a un anno e acquisti al di sotto del DFR, ove necessario	giu. 2016	OMRLT-II Nessun rimborso anticipato obbligatorio e tassi sui prestiti con limite minimo fissato al DFR	
	dic. 2016		
4^ ricalibrazione del PAA Acquisti mensili per 30 mld di euro fino a settembre 2018 (a partire da gennaio 2018)	ott. 2017		
Fase di transizione del PAA Acquisti mensili per 15 mld di euro fino a dicembre 2018	giu. 2018		
Fase di transizione del PAA Termine degli acquisti netti e reinvestimento dei titoli in scadenza	dic. 2018		

Fonte: BCE.

Note: ORP indica il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, ORM il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e DFR (Deposit Facility Rate) il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.

Il Consiglio direttivo ha calibrato le modalità di attuazione del PAA in base all'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Le caratteristiche del PAA sono state

modulate allo scopo di fornire il grado di accomodamento necessario al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi in circostanze in cui era sostanzialmente impossibile abbassare ulteriormente i tassi di interesse di riferimento. In linea con il divieto di finanziamento monetario sancito all'articolo 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, gli acquisti di titoli del settore pubblico sono stati limitati al mercato secondario.

Il PAA è stato concepito in modo da tenere conto sia della diversa struttura dei mercati che dell'assetto istituzionale dell'area dell'euro. Gli acquisti di strumenti del debito pubblico sono stati effettuati in base allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, in cui sono specificate le quote attribuibili a ciascuna delle banche centrali nazionali. Allo stesso tempo, i programmi relativi al settore privato facevano riferimento alla capitalizzazione del mercato delle obbligazioni idonee incluse negli acquisti.

3 Problematiche di attuazione

3.1 Neutralità rispetto al mercato

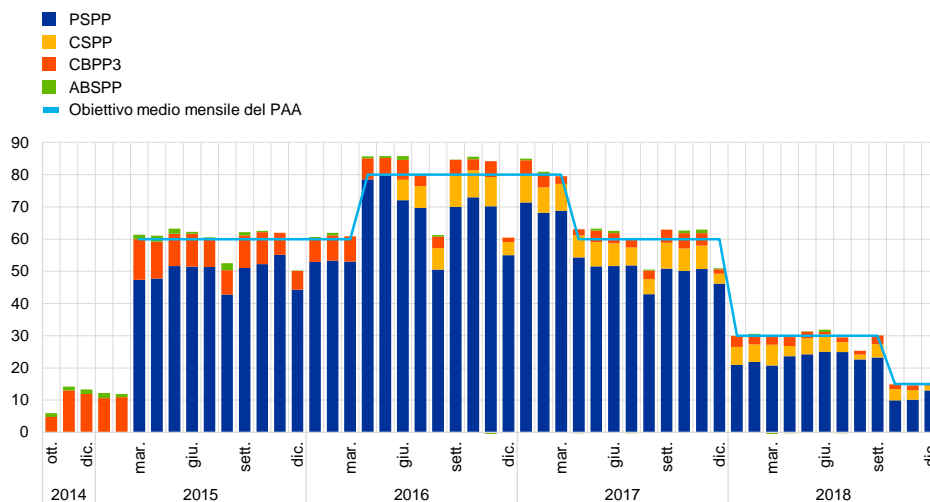
Nell'attuazione del PAA, l'obiettivo dell'Eurosistema era quello di garantire la neutralità rispetto al mercato per ridurre al minimo l'impatto sui prezzi relativi nell'universo dei titoli idonei ed effetti collaterali indesiderati sul funzionamento del mercato. Ad esempio, sebbene fossero mirati ad influenzare il prezzo delle obbligazioni, gli acquisti nell'ambito del PAA sono stati condotti nell'ottica di preservare il meccanismo di rivelazione dei prezzi e limitare le distorsioni nella liquidità del mercato. Le principali caratteristiche del programma volte a garantire un impatto neutrale sul mercato nell'attuazione del PAA sono descritte nel dettaglio qui di seguito.

Sono stati definiti obiettivi mensili del PAA chiari e osservabili, tenendo conto anche degli andamenti stagionali della liquidità del mercato. L'obiettivo medio mensile del PAA definito ex ante dal Consiglio direttivo è stato scomposto internamente in indicazioni di acquisto su base mensile specifiche per programma. Il programma rivolto ai mercati più liquidi, il PSPP, ha agito da cuscinetto per garantire il puntuale raggiungimento dell'obiettivo mensile complessivo degli acquisti. L'Eurosistema ha inoltre tenuto conto degli andamenti stagionali dell'attività nel mercato dei titoli a reddito fisso, quali la diminuzione della liquidità del mercato da metà luglio a fine agosto e di nuovo a dicembre. L'attività di acquisto è stata concentrata all'inizio e alla fine di tali periodi (cfr. grafico 2). Per ogni mese, le indicazioni di acquisto sono state espresse in totali mensili piuttosto che in tassativi volumi giornalieri, favorendo in tal modo la flessibilità nell'esecuzione giornaliera degli acquisti.

Grafico 2

Ritmo e composizione degli acquisti netti nell'ambito del PAA

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: gli obiettivi medi mensili del PAA sono stati definiti per la prima volta dal Consiglio direttivo della BCE al momento del lancio del PSPP, a marzo 2015.

Il meccanismo di rivelazione dei prezzi è stato sostenuto da un'ampia attività di comunicazione ex ante sui parametri operativi del PAA. I parametri hanno definito l'ambito di operatività del PAA attraverso: a) requisiti di idoneità stringenti allineati alle procedure previste dal sistema di garanzie dell'Eurosistema⁴⁵ che utilizzano le competenze degli esperti di gestione delle garanzie dell'Eurosistema; b) restrizioni in termini di scadenze⁴⁶; c) l'esclusione di alcuni emittenti⁴⁷; d) schemi di determinazione dei prezzi in grado di assicurare che gli acquisti venissero condotti tenendo conto dei prezzi di mercato disponibili; e) diversi sistemi di limitazione⁴⁸.

Per la composizione degli acquisti, l'Eurosistema ha assunto un approccio basato su regole, finalizzato a mantenere un'adeguata diversificazione in termini di emittenti e controparti. Gli acquisti nell'ambito del PAA sono stati ampiamente distribuiti tra vari paesi, segmenti di scadenze, emittenti e tipi di obbligazioni idonee, ad esempio in termini di tipologia di cedola o di garanzia. Per il

⁴⁵ Le attività erano pertanto soggette a un requisito minimo di qualità creditizia pari al grado 3 della scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, che equivaleva al possesso di almeno un rating fornito da un'istituzione esterna specializzata nella valutazione del merito di credito riconosciuta dal quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia. Era inoltre necessario che le attività fossero denominate in euro ed emesse e regolate all'interno dell'area dell'euro. Per le attività cartolarizzate, i debitori sottostanti dovevano essere situati, in prevalenza, all'interno dell'area dell'euro.

⁴⁶ Alla fine del 2018, la durata residua minima per il PSPP era pari a un anno e quella massima a 30 anni. Per il CSPP, invece, la durata residua minima era pari a sei mesi e quella massima a 30 anni. Non erano previste restrizioni in termini di scadenze per il CBPP3 e l'ABSPP.

⁴⁷ I titoli emessi da enti creditizi non erano idonei ai fini del CSPP. I titoli di debito delle cosiddette "bad bank" non erano idonei ai fini del PSPP.

⁴⁸ Il limite di quote di emissione per i programmi di acquisto del settore privato era fissato al 70 per cento, con limiti inferiori per il CSPP in alcuni casi specifici. Per il PSPP, il limite di quote di emissione corrispondeva al 33 per cento delle consistenze in essere emesse, previa verifica caso per caso che l'Eurosistema non risultasse titolare di una maggioranza di blocco ai fini delle clausole di azione collettiva (nel qual caso il limite era fissato al 25 per cento). Anche il limite relativo all'emittente, per il PSPP, era fissato al 33 per cento.

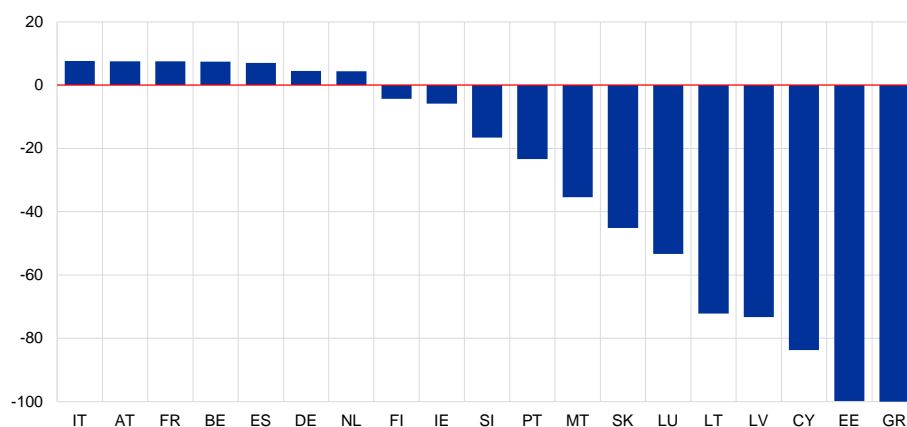
PSPP, lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE ha fornito un indirizzo chiaro e stabile per la composizione degli acquisti tra le diverse giurisdizioni.

L'Eurosistema ha regolato l'allocazione mensile degli acquisti in modo tale che, al termine degli acquisti netti di attività, la quota di acquisti nell'ambito del PSPP di ciascun paese risultasse il più possibile allineata alla rispettiva quota all'interno dello schema di sottoscrizione del capitale della BCE. Il grafico 3 mostra la deviazione della quota di acquisti netti cumulati di ciascun paese alla fine del 2018, rispetto allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE. Ad esempio, le consistenze di titoli tedeschi detenuti dall'Eurosistema alla fine del 2018 era del 4,5 per cento superiore alla quota della Germania nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE. Tale esubero corrisponde alla cifra di 22,3 miliardi di euro.

Grafico 3

Deviazione della quota di acquisti netti cumulati rispetto allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE alla fine del 2018

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

I casi in cui le quote relative delle consistenze di titoli detenuti nell'ambito del PSPP, per un determinato paese, superava quella definita dallo schema di sottoscrizione del capitale della BCE erano determinati in modo automatico a partire dall'esigenza di compensare le deviazioni al ribasso in altre giurisdizioni. Tali deviazioni si sono verificate per due ragioni. In primo luogo, i titoli di Stato greci non sono stati considerati idonei ai fini del PSPP per l'intera durata della fase di acquisto delle attività. In secondo luogo, sono emersi limiti nella disponibilità delle obbligazioni per l'acquisto, ad esempio in seguito alla detenzione da parte degli investitori fino alla scadenza o a causa delle dimensioni complessive dell'universo dei titoli idonei in alcune giurisdizioni.

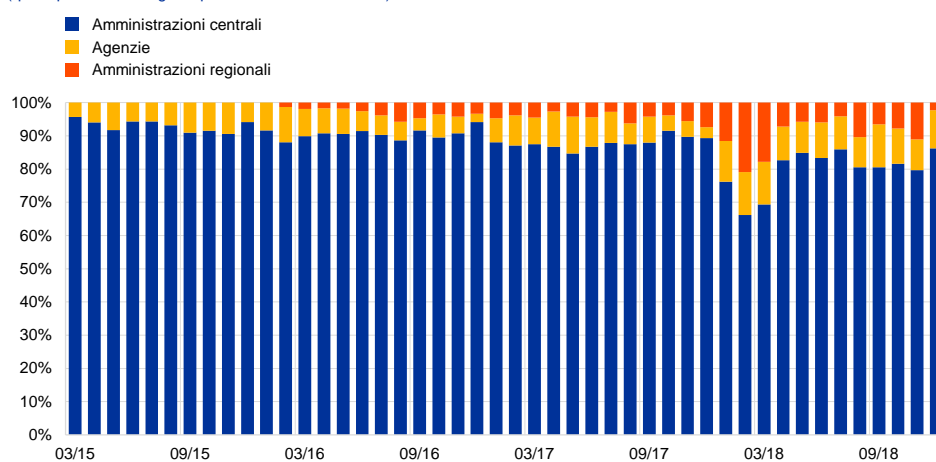
Gli acquisti nell'ambito del PAA si sono svolti con regolarità; è tuttavia stata adottata una certa flessibilità che consentisse di adattarsi alle condizioni di mercato prevalenti (cfr. riquadro 1). L'obiettivo dell'Eurosistema è stato quello di mantenere una presenza costante sul mercato nell'arco dell'intera giornata, in modo da evitare di assumere, seppur temporaneamente, posizioni dominanti sul mercato. A seconda delle modalità operative della banca centrale, la flessibilità può riguardare,

tra le altre cose, la selezione dei titoli da acquistare, la tempistica delle operazioni e l'ammontare complessivo degli acquisti da effettuarsi in un giorno. La distribuzione flessibile degli acquisti tra le diverse classi di attività incluse in un programma ha inoltre consentito di preservare la neutralità rispetto al mercato. A testimonianza di tale flessibilità, la quota di acquisti da parte delle amministrazioni regionali rispetto al totale degli acquisti effettuati nell'ambito del PSPP ha evidenziato oscillazioni significative nel corso del 2018 (cfr. grafico 4).

Grafico 4

Acquisti da agenzie e da amministrazioni centrali e regionali

(quote percentuali degli acquisti nell'ambito del PSPP)



Fonte: BCE.

Riquadro 1

Metodi di acquisto

a cura di Bryan Gurhy e Beatriz Sotomayor

Tra il 2014 e il 2018, l'Eurosistema ha eseguito circa 225.000 operazioni nell'ambito del PAA.

Tali operazioni sono state condotte in conformità alle convenzioni dei rispettivi mercati dei titoli a reddito fisso e in collaborazione con altri operatori di mercato. Nel tempo, l'Eurosistema ha calibrato i propri metodi di acquisto per adattarsi all'evoluzione delle condizioni del mercato. Il presente riquadro descrive i principali elementi degli acquisti effettuati nell'ambito del PAA.

Gli acquisti nell'ambito del PAA sono stati effettuati da tutte le BCN dell'Eurosistema e dalla BCE; quest'ultima ha inoltre coordinato l'attuazione dei vari programmi. Gli acquisti nell'ambito del PSPP sono stati condotti dall'intero Eurosistema. Il CBPP3 è stato operato da un ampio numero di BCN e dalla BCE, mentre sei banche centrali nazionali specializzate⁴⁹ hanno acquistato attività nel quadro del CSPP. A partire da aprile 2017, gli acquisti nell'ambito dell'ABSPP sono stati condotti esclusivamente da sei BCN in qualità di gestori interni di portafoglio⁵⁰. Prima di allora, gli acquisti nel

⁴⁹ Le sei banche centrali specializzate erano la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia e la Suomen Pankki – Finlands Bank.

⁵⁰ Le banche centrali investite di tale ruolo sono state la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia e De Nederlandsche Bank.

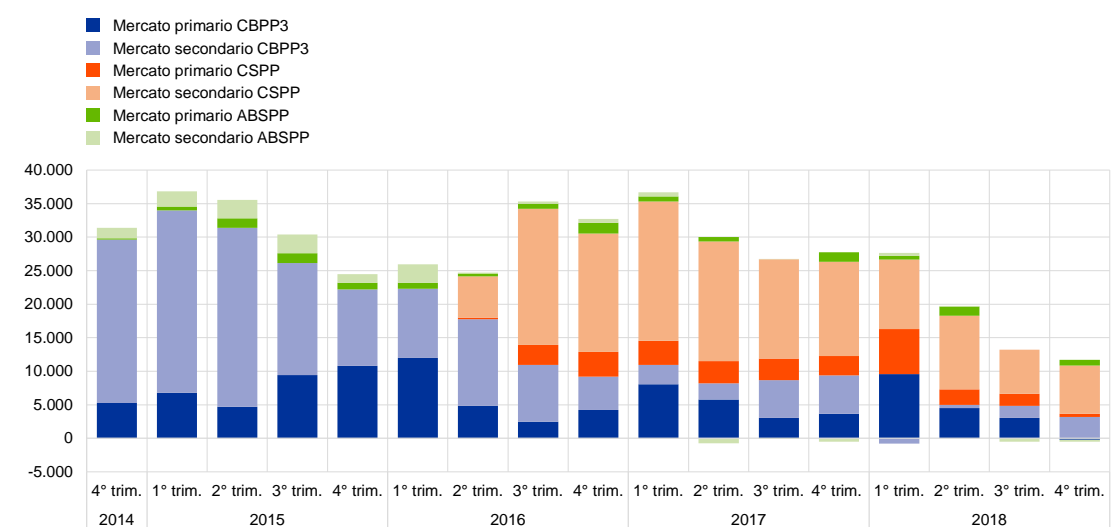
quadro di tale programma erano stati effettuati congiuntamente da gestori di portafoglio esterni e da alcune banche centrali nazionali.

Gli acquisti nel quadro dei programmi del settore privato sono stati condotti in collaborazione con altri operatori, sia sul mercato primario sia su quello secondario con quote di ripartizione che sono variate nel tempo di riflesso ai profili di emissione e alla liquidità del mercato secondario (cfr. grafico A). Le dimensioni dell'offerta standard dell'Eurosistema sul mercato primario sono state definite tentando di stabilire un equilibrio tra il sostegno alle singole emissioni e il ricorso alla flessibilità offerta dagli acquisti sul mercato secondario.

Grafico A

Acquisti nell'ambito dei programmi del settore privato ripartiti tra mercato primario e secondario

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

Note: acquisti approssimati dalla variazione delle consistenze. I valori negativi in una determinata sottocategoria indicano che i rimborsi hanno superato gli acquisti lordi nel periodo di riferimento.

La maggior parte degli acquisti nel quadro del PAA sono stati effettuati a mezzo di scambi bilaterali con le controparti. Tali operazioni sono state condotte attraverso le principali piattaforme elettroniche e a voce. Lo scambio bilaterale comporta una risposta flessibile alle offerte degli operatori di mercato, la richiesta di quotazioni per il medesimo titolo da parte di diverse altre controparti e la finalizzazione della transazione al miglior prezzo. Le operazioni bilaterali si addicono particolarmente alle condizioni di liquidità ed eterogeneità dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro poiché possono essere modulate in base alle condizioni del mercato in modo da evitare distorsioni. Nell'ambito del PSPP, ad esempio, sono stati acquistati i titoli di 110 emittenti⁵¹, mentre altre grandi banche centrali hanno generalmente acquistato obbligazioni di un solo emittente sovrano durante l'attuazione dei propri programmi di acquisto di attività su vasta scala.

Nell'implementazione del PSPP, la Deutsche Bundesbank, la Banque de France, la Lietuvos Bankas e De Nederlandsche Bank hanno condotto operazioni d'asta a intervalli regolari in specifici segmenti di mercato. La scelta dello strumento dell'asta riflette l'intenzione di raggiungere determinati volumi tenendo presenti, al contempo, esigenze legate alla trasparenza. Nei giorni

⁵¹ Oltre alle obbligazioni emesse da 17 amministrazioni centrali, nell'ambito del PSPP sono stati acquistati titoli di 43 agenzie ritenute idonee ai fini del programma, di 43 amministrazioni regionali e di sei istituzioni sovranazionali dell'UE, nonché di una società non finanziaria.

precedenti l'asta, agli operatori di mercato veniva fornito un elenco di titoli candidati all'acquisto ai prezzi di mercato da parte di ciascuna BCN. Ciò ha consentito di mettere a disposizione delle controparti ogni settimana una "finestra di liquidità" ben definita all'interno della quale queste ultime potevano comunicare il proprio interesse a vendere determinati titoli con la garanzia di un livello equo dei prezzi. Alcune BCN hanno incentrato le proprie aste sulle obbligazioni illiquide, a causa della difficoltà di reperire questi titoli con procedure bilaterali, mentre altre hanno utilizzato le aste per le obbligazioni liquide, così da promuovere la trasparenza dei prezzi nei confronti degli altri operatori di mercato. L'Eurosistema ha applicato lo stesso principio al fine di allineare il prezzo di acquisto delle negoziazioni bilaterali e delle aste al ribasso alle quotazioni di vendita prevalenti sul mercato.

Le operazioni "bid wanted in competition" (BWIC) sono specifiche del mercato delle attività cartolarizzate (asset-backed securities, ABS). Aste di questo tipo vengono organizzate dai dealer per conto degli investitori allo scopo di ottimizzare le prospettive di vendita dei titoli grazie al coinvolgimento di un'ampia gamma di potenziali acquirenti. Nell'ambito dell'ABSPP si è fatto regolare ricorso alle operazioni BWIC in giurisdizioni più o meno liquide e per tutti i tipi di garanzie degli ABS. Dal momento che l'Eurosistema puntava a effettuare gli acquisti ai prezzi di mercato senza innalzare artificialmente il prezzo dei titoli, tuttavia, la quota di acquisti di attività cartolarizzate conclusi tramite BWIC è stata relativamente bassa. La BCE ha istituito una struttura di governance per la valutazione di tutti i titoli acquistati e la diffusione di orientamenti sui prezzi di mercato adeguati.

3.2 Liquidità nel mercato dei titoli a reddito fisso e interazioni con l'attuazione del PAA

Gli acquisti nell'ambito del PAA sono stati condotti in modo da preservare la liquidità dei mercati dei titoli a reddito fisso dell'area dell'euro. Gli esperti dell'Eurosistema hanno effettuato valutazioni periodiche degli indicatori di liquidità del mercato obbligazionario. Supportate anche da alcune indagini di market intelligence, queste valutazioni indicano che il modo in cui è stato concepito il PAA si è dimostrato efficace nell'attenuare i potenziali effetti pregiudizievoli sul funzionamento del mercato e che l'impatto del programma sulla liquidità del mercato è stato, al più, transitorio⁵².

Le modalità di acquisto giornaliere, e in particolare la selezione quotidiana dei titoli da acquistare, sono state applicate tenendo a mente l'obiettivo di preservare le condizioni di liquidità del mercato. L'Eurosistema incorporava attivamente le offerte di un'ampia gamma di controparti nella selezione giornaliera di obbligazioni. Massima è stata l'attenzione a evitare l'acquisto di titoli individuati come scarsi secondo parametri quali gli indicatori del valore relativo, il prezzo sul mercato delle operazioni pronti contro termine e i volumi di negoziazione.

La dimensione delle singole transazioni variava in base alle dimensioni osservate per le offerte. Per le operazioni nel quadro del PAA, una transazione media sul mercato secondario poteva variare tra i 4 milioni di euro per il CSPP e i 14 milioni di euro per il PSPP. Tali valori medi celano un'eterogeneità dal punto di vista

⁵² Cfr. Jurskas et al., *Liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro dall'inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP)* nel numero 2/2018 di questo Bollettino (pagg. 43-46).

della composizione: le dimensioni della transazione aumentano per i titoli più liquidi e si riducono per le obbligazioni illiquide.

L'uso di un'ampia platea di controparti ha agevolato la regolare attuazione degli acquisti e ha promosso la concorrenza, con il risultato che l'Eurosistema ha negoziato transazioni con oltre 350 controparti. Una cospicua maggioranza degli acquisti condotti nell'ambito del PAA ha coinvolto controparti situate in paesi diversi da quello della banca centrale acquirente, circostanza che ha influenzato la distribuzione dei saldi Target2 tra diversi paesi⁵³. Le singole banche centrali hanno ampliato la propria platea di controparti in modo da raggiungere tutti i segmenti del mercato dei titoli a reddito fisso interessati. In tal modo, con l'implementazione del PAA si è evitato l'insorgere di effetti durevoli nella microstruttura dei segmenti del mercato obbligazionario attraverso l'uso competitivo delle controparti. Alla luce di ciò, l'Eurosistema ha impiegato una vasta gamma di strumenti di trasparenza per ridurre al minimo i vantaggi informativi delle controparti idonee. Tali iniziative hanno favorito condizioni di parità concorrenziale tra gli operatori del mercato finanziario, preservando al contempo la tempestiva esecuzione delle operazioni (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

Un quadro più trasparente dell'aggregato dei titoli detenuti nell'ambito del PAA

a cura di Kieran Leonard e Beatriz Sotomayor

La trasparenza svolge un ruolo cruciale nel programma di acquisto di attività (PAA) in quanto consente agli operatori di mercato di comprendere meglio come i programmi vengano messi in pratica. Alle notizie sugli acquisti e le consistenze di titoli nell'ambito del PAA pubblicate periodicamente sul sito della BCE si sono aggiunte, in un riquadro dell'edizione di giugno 2017 del Bollettino economico, ulteriori informazioni riguardanti il CSPP⁵⁴. Dati analoghi sull'aggregato dei titoli detenuti nell'ambito del CBPP3 e ABSPP sono illustrati di seguito. Nel riquadro, inoltre, si raffronta la scadenza media ponderata dei titoli netti cumulati acquistati in ambito PSPP con l'universo dei titoli idonei comparabili.

Gli acquisti effettuati nell'ambito del terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) hanno sostanzialmente preso a riferimento un benchmark per i titoli idonei basato sulla capitalizzazione di mercato, prestando la dovuta attenzione alle condizioni di liquidità. Ciò ha consentito che gli acquisti avessero luogo su base regolare in un ampio novero di paesi. L'Eurosistema è stato reattivo alla disponibilità di singole obbligazioni nella conduzione degli acquisti su base giornaliera.

⁵³ Cfr. il riquadro 1 *Il programma di acquisto di attività della BCE e i saldi Target: attuazione della politica monetaria e non solo*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino (pagg. 24–29) e il riquadro 2 *I saldi Target e il programma di acquisto di attività*, nel numero 7/2016 di questo Bollettino (pagg. 23–26).

⁵⁴ Cfr. riquadro 2 *Il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario: attuazione ed effetti*, nel numero 4/2017 di questo Bollettino, pagg. 35–40.

Tavola A

Distribuzioni per paese e merito di credito dei titoli e del benchmark in ambito CBPP3 a fine 2018

Distribuzione per paese			Distribuzione per merito di credito		
Giurisdizione	Titoli detenuti	Benchmark	Merito di credito	Titoli detenuti	Benchmark
FR	26,2%	30,0%	AAA	68,9%	76,5%
DE	22,0%	22,8%	AA	28,1%	20,4%
ES	21,8%	15,1%	A	2,7%	2,7%
IT	11,5%	9,0%	BBB	0,3%	0,3%
NL	5,7%	8,3%			
FI	3,7%	4,6%			
AT	3,3%	4,4%			
Altri paesi dell'area dell'euro	5,7%	5,9%			

Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il benchmark è costruito utilizzando l'universo di titoli idonei a fine 2018. I pesi di talune categorie di obbligazioni garantite sono stati corretti al ribasso per dar conto della loro indisponibilità e illiquidità. I dati utilizzati per la distribuzione per merito di credito contemplano solamente le obbligazioni che sono state oggetto di valutazione. Le valutazioni seguono la regola del first-best. Le distribuzioni sono ordinate per valore nominale.

L'approccio basato sulla capitalizzazione di mercato è evoluto nel corso del tempo, con i pesi di riferimento relativi a determinati titoli che si sono ridotti al crescere della difficoltà di acquistare alcune categorie di obbligazioni garantite. Ad esempio, il varo dell'OMRLT-II ha reso più interessante usare le obbligazioni garantite come collateral invece che collocarle sul mercato. Per dar conto di questa evoluzione, nel benchmark dei titoli idonei ai fini del CBPP3 il peso relativo delle obbligazioni garantite ritenute in bilancio è stato diminuito.

Per tener conto della natura dinamica dell'universo dei titoli idonei ai fini del CBPP3, caratterizzato da andamenti di emissione e condizioni di liquidità che variano fra le diverse giurisdizioni, il benchmark basato sulla capitalizzazione di mercato è stato periodicamente aggiornato in modo da orientare gli acquisti futuri. Questo approccio evolutivo è il principale motivo alla base delle differenze che emergono dalla tavola A dove, ad esempio, la quota di obbligazioni garantite spagnole sul totale dei titoli detenuti in ambito CBPP3 è significativamente più elevata rispetto a quanto risulterebbe dal benchmark attuale. Parallelamente, la quota di obbligazioni garantite francesi è aumentata nel tempo in ragione di un più elevato peso del benchmark riferito a questi titoli. La deviazione fra titoli detenuti in ambito CBPP3 e il benchmark attuale che emergono nella distribuzione delle valutazioni sul merito di credito sono anch'esse il portato dell'approccio evolutivo.

Riguardo al programma di acquisto di titoli garantiti da attività (asset-backed securities purchase programme, ABSPP), nella presentazione dei titoli netti detenuti sono stati integrati anche gli acquisti lordi cumulati, al fine di fornire un quadro più accurato dell'attuazione all'interno dell'Eurosistema (cfr. tavola B). Queste informazioni servono a rappresentare la maggiore rapidità con cui vengono rimborsati gli ABS rispetto ad altre categorie di attività a reddito fisso, con gli acquisti lordi cumulati che si attestano a 51,6 miliardi di euro a fronte di titoli detenuti pari a soli 27,5 miliardi di euro a fine 2018.

Tavola B

Distribuzioni per paese, garanzie e merito di credito dei titoli detenuti in ambito ABSPP e dell'universo a fine 2018

Distribuzione per paese				Distribuzione per merito di credito		
Giurisdizione	Acquisti lordi	Titoli detenuti	Universo	Merito di credito	Titoli detenuti	Universo
NL	41,4%	50,1%	38,1%	AAA	87,0%	80,0%
IT	18,7%	13,5%	15,4%	AA	12,1%	15,4%
DE	17,2%	12,7%	16,0%	A	0,8%	4,4%
ES	8,2%	9,8%	10,8%	BBB	0,1%	0,2%
FR	8,0%	6,9%	10,4%	Distribuzione per tipo di garanzia		
IE	2,5%	3,7%	4,1%	Garanzia	Titoli detenuti	Universo
PT	2,3%	1,6%	3,3%	Mutui residenziali	71,5%	61,9%
FI	1,0%	1,0%	0,6%	Prestiti per l'acquisto di autovetture	19,7%	20,3%
BE	0,7%	0,7%	1,3%	Prestiti al consumo	6,3%	8,4%
				Contratti di leasing	1,1%	6,2%
				Crediti da carte di credito	0,8%	1,3%
				Prestiti concessi alle PMI	0,6%	1,9%

Fonti: BCE, Bloomberg e pubblicazioni a cura delle imprese.

Note: l'universo è una misura teorica dei titoli acquistabili di tranches senior stanziabili in garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema in essere alla fine del 2018. Distribuzione per merito di credito secondo la regola del second-best, coerente con la stanziabilità in garanzia. Le distribuzioni sono ordinate per ammontare in essere.

Gli acquisti lordi in ambito ABSPP hanno interessato tutte le giurisdizioni in maniera più trasversale rispetto a quanto suggerito dai titoli detenuti alla fine del 2018, rispecchiando la prevalenza di categorie di attività diverse nei vari paesi. Ad esempio, i finanziamenti per l'acquisto di automobili dominano il mercato degli ABS in Germania. Questi titoli hanno una durata media ponderata molto più bassa rispetto ai titoli garantiti da mutui residenziali (RMBS), più diffusi nei Paesi Bassi. La composizione del portafoglio, inoltre, rispecchiava anche la capitalizzazione e la liquidità del mercato. In genere i principali mercati di riferimento caratterizzati da titoli con minore rendimento presentano un numero più alto di titoli attivamente offerti, e ciò ha in qualche misura condotto, ad esempio, a una sovra rappresentazione della presenza degli RMBS olandesi in portafoglio. Nel contempo, i titoli dei mercati più marginali con rendimenti più elevati erano in buona parte nelle mani di investitori che li detengono fino a scadenza e non venivano offerti nella stessa misura all'Eurosistema. Si osservava, inoltre, una maggiore concentrazione di titoli emessi dopo l'avvio dell'ABSPP il quale, consentendo acquisti sul mercato primario, ha portato a un aumento dei volumi di titoli acquistati in tali emissioni. Ciò si è tradotto in una minore presenza in quelle giurisdizioni che, da ottobre 2014, hanno effettuato minori emissioni, come la Spagna e il Portogallo.

Con riguardo al PSPP, un confronto fra la scadenza media ponderata degli acquisti netti cumulati e quella dell'universo dei titoli idonei mostra un sostanziale allineamento fra le due scadenze alla fine del 2018 (cfr. tavola C). La dispersione della scadenza media ponderata dell'universo dei titoli idonei nelle varie giurisdizioni rispecchia gli andamenti osservati in passato presso gli emittenti di titoli idonei ai fini del PSPP. La misura della scadenza media ponderata per gli acquisti netti cumulati include il contributo dato dalle obbligazioni non più ammissibili poiché con scadenza inferiore a un anno, e riflette sostanzialmente la disponibilità per la vendita di singole obbligazioni nel tempo. Inoltre, i titoli che al momento dell'avvio del PSPP avevano scadenze medio-brevi erano già in ampia misura nelle disponibilità dell'Eurosistema per via del programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP). Il fatto di detenere questi titoli ha limitato la capacità in alcune giurisdizioni di acquistare titoli in ambito PSPP. Di conseguenza, in tali

giurisdizioni la misura della scadenza media ponderata per gli acquisti netti cumulati è più elevata rispetto a ciò che si sarebbe verificato altrimenti.

Tavola C

Scadenze medie ponderate dei titoli in ambito PSPP per giurisdizione alla fine del 2018

(anni)

Giurisdizione	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	UE	Tot.
Acquisti netti cumulati	9,2	6,3	0,0	8,8	0,0	8,3	7,3	7,5	5,8	8,7	8,5	4,9	10,6	7,2	8,1	7,8	10,6	9,1	7,1	7,5	7,4
Universo dei titoli idonei	10,1	7,2	0,0	8,8	0,0	8,2	7,9	7,7	5,1	9,8	9,1	5,7	9,9	8,2	8,1	7,2	10,2	8,9	7,6	8,2	7,9

Note: la misura della scadenza media ponderata per gli acquisti netti cumulati di titoli effettuati nell'ambito del programma della BCE per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) in determinate giurisdizioni corrisponde a un valore più elevato rispetto a quello che si sarebbe registrato se un numero cospicuo di titoli con scadenze medio-brevi non fossero già stati abbondantemente acquistati nell'ambito dell'SMP.

3.3 Prestito di titoli

Le operazioni di prestito titoli in regime di PAA hanno dovuto far fronte a condizioni di mercato difficili nel segmento dei pronti contro termine. Insieme alla graduale espansione dei titoli detenuti ai fini del PSPP, la crescente domanda di attività liquide di elevata qualità in linea con i requisiti regolamentari ha contribuito a creare condizioni difficili nel mercato dei pronti contro termine nel corso del 2016. Gli acquisti dell'Eurosistema hanno ridotto la disponibilità effettiva di titoli per gli operatori di mercato, il che avrebbe potuto portare a una carenza di titoli da impiegare come garanzie⁵⁵ e a una diminuzione della liquidità del mercato, oltre ad intralciare il meccanismo di rivelazione dei prezzi. L'approccio dell'Eurosistema alle operazioni di prestito titoli è servito a minimizzare tali conseguenze indesiderate del PAA⁵⁶.

L'Eurosistema svolge attività di prestito titoli, che prosegue nella fase di reinvestimento del PAA, in modo decentralizzato sulla base di principi comuni. L'Eurosistema funziona da meccanismo di appoggio senza frenare le normali attività di mercato dei pronti contro termine⁵⁷. L'assetto istituzionale dell'Eurosistema fa in modo che l'attuazione del prestito titoli sia decentralizzato e vengano usati molteplici canali di prestito (ad esempio, prestiti bilaterali o tramite depositari). Come illustrato nel riquadro superiore del grafico 5, la quota dei titoli di stato tedeschi negoziati in modo "speciale", ovvero incorporando un sovrapprezzo rispetto alle garanzie generiche nel mercato dei pronti contro termine, è aumentata nettamente nel 2016. L'Eurosistema ha risposto introducendo una serie di modifiche alle operazioni di prestito in titoli, come l'opzione di prendere in prestito titoli a fronte di garanzie in contanti. Questa modifica è stata introdotta a dicembre 2016, aumentando

⁵⁵ I titoli di stato sono la principale tipologia di garanzia usata nel mercato dei pronti contro termine in euro, in ragione della loro sicurezza e liquidità.

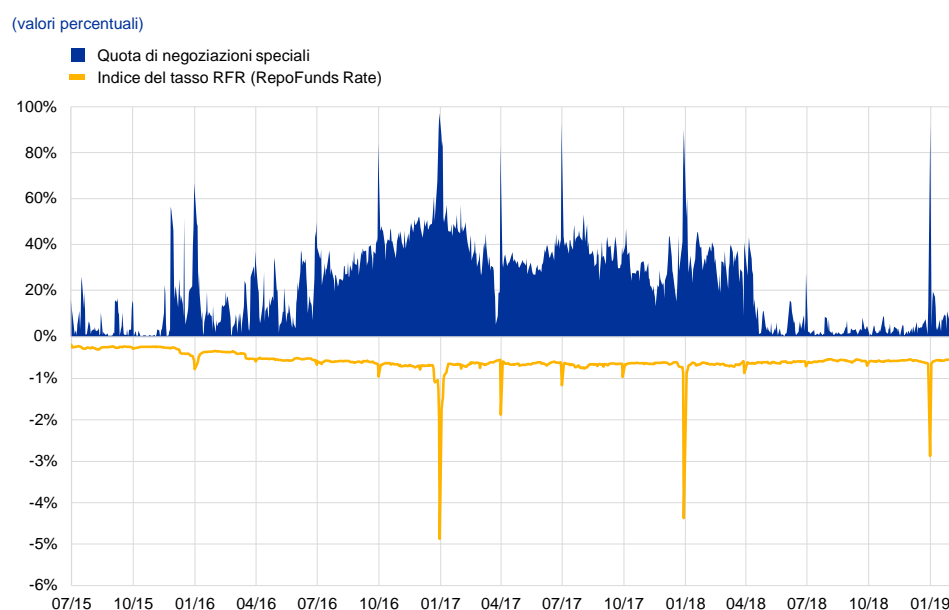
⁵⁶ I titoli nell'ambito del PSPP sono stati resi disponibili per il prestito nell'aprile 2015, poco dopo l'inizio degli acquisti. Il prestito di titoli nell'ambito del CSPP da parte delle BCN dell'Eurosistema è inoltre obbligatorio, mentre il prestito di quelli detenuti nell'ambito del CBPP3 è volontario. Tuttavia, i titoli detenuti in ciascun ambito di obbligazioni garantite vengono resi disponibili per il prestito da almeno una banca centrale dell'Eurosistema. Il prestito di titoli detenuti nell'ambito dell'ABSPP è possibile in linea di principio, ma non sono state ricevute richieste dall'inizio del programma.

⁵⁷ Per garantire questo, il prestito viene eseguito a un determinato differenziale a fronte delle garanzie generiche (per prestiti a fronte di titoli) e l'opzione della garanzia in contante (solo per il PSPP) viene offerta a un tasso uguale al tasso più basso tra quello sui depositi presso la banca centrale meno 30 punti base e il tasso prevalente nel mercato dei pronti contro termine.

efficacemente l'offerta di titoli disponibili nel mercato dei pronti contro termine e riducendo la quota di quelli negoziati in modo speciale⁵⁸. Molti altri titolari beneficiari hanno inoltre migliorato le proprie operazioni di prestito in titoli durante questo periodo.

Grafico 5

Andamenti del mercato dei pronti contro termine per i titoli di stato tedeschi: quota di negoziazioni speciali sul volume totale ed evoluzione del tasso sui pronti contro termine



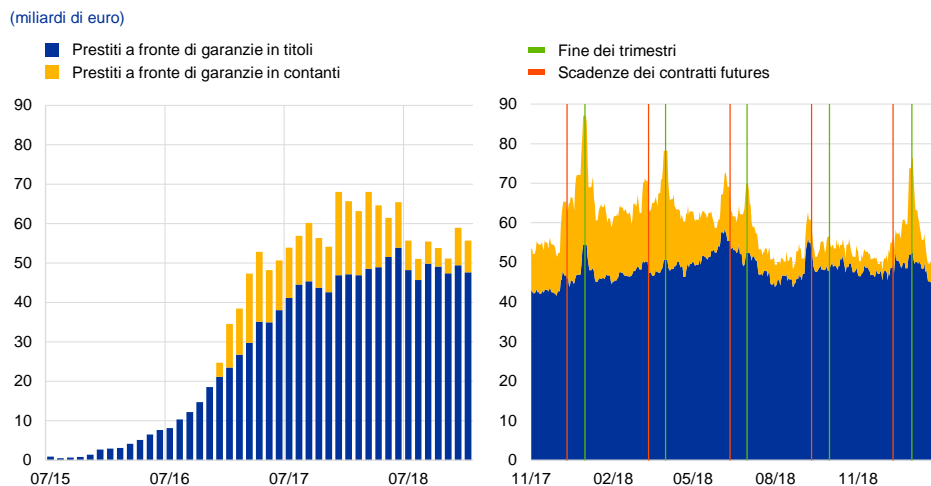
Fonti: elaborazioni della BCE, NEX Data e MTS Markets.
 Note: per negoziazioni speciali si intende un volume scambiato ad almeno 25 punti base in meno rispetto al più economico titolo di stato tedesco specifico in un dato giorno. Sono espresse come quota del volume totale in una qualunque data.

Il saldo residuo dei prestiti PSPP ha subito fluttuazioni, con picchi registrati alla fine dei trimestri e prima delle scadenze dei contratti futures. Alla fine del 2017, il valore di mercato dei titoli in prestito ha raggiunto il picco di 87 miliardi di euro, 33 dei quali sono stati prestati a fronte di garanzie in contanti (cfr. riquadro di destra del grafico 6). A partire dalla metà del 2018, il saldo residuo medio mensile tuttavia si è stabilizzato fra 50 e 60 miliardi che rappresentano dal 2,4 al 2,8 per cento dei rispettivi titoli detenuti mensilmente ai fini del PSPP (cfr. riquadro di sinistra del grafico 6).

⁵⁸ Il limite complessivo per il prestito in titoli a fronte di garanzie in contanti è stato stabilito inizialmente a 50 miliardi di euro e aumentato a 75 miliardi a marzo 2018, riflettendo al contempo anche l'aumento delle consistenze di attività acquistate.

Grafico 6

Saldo residuo dei prestiti PSPP suddiviso in prestiti a fronte di garanzie in titoli e prestiti a fronte di garanzie in contanti



Fonti: elaborazioni della BCE.

Note: gli importi sono in termini di valore di mercato. A partire dal 15 dicembre 2016, l'Eurosistema ha introdotto l'opzione di accettare anche il contante come garanzia per il prestito di titoli PSPP.

4 Trasmissione e impatto a livello macroeconomico

4.1 Principali canali di trasmissione

Il PAA ha prodotto un significativo miglioramento delle condizioni di finanziamento tramite diversi canali di trasmissione e ciascuna misura di policy, in quanto parte di un pacchetto di misure, ha tratto beneficio da sinergie di rafforzamento. L'evidenza basata su metodi di event study mostra che i rendimenti sono scesi in modo significativo in tutti i segmenti di mercato a seguito dell'annuncio del PAA⁵⁹. Durante l'attuazione del PAA, il calo dei tassi sui prestiti bancari e l'espansione del credito hanno contribuito a migliorare le condizioni di finanziamento, sostenere il consolidamento della ripresa economica e fronteggiare le forze disinflazionistiche. Come documentato da un'ampia serie di studi, il PAA opera attraverso tre canali principali: il canale di segnalazione, il canale di ricomposizione dei portafogli e il canale di trasmissione diretta⁶⁰. Il pacchetto di misure di policy cui appartiene il PAA ha creato sinergie di rafforzamento reciproco delle singole misure.

⁵⁹ Cfr. Dell'Ariccia, G., Rabanal, P. e Sandri, D., "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom", *Journal of Economic Perspectives*, volume 32, n. 4, autunno 2018, pagg. 147-172; Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, novembre 2015; De Santis, R., "Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news", *Working Paper Series*, n. 1939, BCE, luglio 2016; e De Santis, R. e Holm-Hadulla, F., "Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment", *Working Paper Series*, n. 2052, BCE, maggio 2017.

⁶⁰ Per una descrizione generale dei canali e per ulteriori analisi, cfr. l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino, e il riquadro *L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

Attraverso il canale di segnalazione, il PAA ha sottolineato l'intenzione della BCE di fornire un sufficiente stimolo monetario per un prolungato periodo di tempo, contribuendo pertanto ad ancorare le aspettative sui tassi di riferimento. Il PAA ha amplificato il segnale che i tassi di riferimento si sarebbero mantenuti bassi a lungo. L'elemento di segnalazione degli acquisti su larga scala di attività da parte delle banche centrali è sempre stato considerato una componente importante della trasmissione per questi programmi di policy. Tale componente è stata rafforzata a marzo 2016, quando la comunicazione dell'atteso andamento futuro dei tassi da parte del Consiglio direttivo è stata subordinata al termine degli acquisti netti di attività.

Attraverso il canale di ricomposizione dei portafogli, il PAA ha compresso i rendimenti su un'ampia gamma di tipologie di attività, con i tassi negativi sulle riserve che hanno fornito ulteriori incentivi al processo di ricomposizione.

All'aumentare dei prezzi delle attività acquistate, i loro rendimenti diminuiscono. I rendimenti più bassi spingono gli investitori a vendere tali titoli, guadagnando le relative plusvalenze. Poiché è possibile che i venditori non considerino la liquidità ottenuta come un sostituto perfetto delle attività vendute, essi reinvestono e ricompongono i propri portafogli con altre attività, quali titoli di debito e prestiti (cfr. anche il riquadro 4). Tale processo è rafforzato dagli interessi negativi applicati alle riserve⁶¹. Di conseguenza, i rendimenti sono scesi anche in altri segmenti di mercato non interessati dagli acquisti da parte delle banche centrali; in questa dinamica rientra anche una ricomposizione verso i mercati azionari e i titoli di debito denominati in valuta diversa dall'euro⁶².

All'interno del canale di ricomposizione dei portafogli, l'estrazione del rischio di durata finanziaria si è rivelato un meccanismo particolarmente capace di influenzare il premio a termine dei rendimenti a medio e lungo termine (cfr. riquadro 3).

Gli acquisti di attività riducono il rischio di durata finanziaria sostenuto dagli investitori privati, aumentando così la loro capacità di assumere rischi e incentivandoli a ristabilire il desiderato profilo di rischio complessivo del loro portafoglio attraverso investimenti in attività diverse. Pertanto, l'estrazione del rischio di durata finanziaria influenza la formazione dei prezzi di categorie di scadenze e attività al di là dei titoli acquistati.

Attraverso il canale di trasmissione diretta, che ha effetto in particolare per l'ABSPP e il CBPP3, il PAA ha migliorato in maniera diretta le condizioni del credito per il settore privato non finanziario.

Al tempo stesso, il CBPP3 e le OMRLT hanno interagito per favorire i prestiti anche per le piccole e medie imprese (PMI)⁶³. Più in generale, le OMRLT hanno alleggerito i costi di raccolta delle banche partecipanti, mitigando così i possibili effetti negativi sui prestiti bancari derivanti dai tassi negativi sulle riserve. Gli acquisti delle banche centrali hanno aumentato i prezzi

⁶¹ Cfr. Ryan, E. e Whelan, K., "Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from the Euro Area Banks", *Research Technical Paper*, vol. 2019, n. 1, Central Bank of Ireland, 2019.

⁶² Cfr. "The international dimension of the ECB's asset purchase programme", discorso tenuto da Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo della BCE, nel corso della riunione del gruppo di contatto per le operazioni in cambi, Francoforte sul Meno, 11 luglio 2017.

⁶³ Cfr. l'articolo *I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale* nel numero 1/2017 di questo Bollettino.

di ABS e obbligazioni garantite, abbassato il tasso di interesse di mercato pagato dai soggetti cedenti e incoraggiato le banche a originare prestiti nella prospettiva di riconfezionarli e cederli. Attraverso questo meccanismo, l'acquisto di obbligazioni ha sostenuto le condizioni di prestito nel settore privato non finanziario. Analogamente il CSPP ha ridotto i costi del finanziamento per le imprese che accedono direttamente ai mercati finanziari e sostenuto il passaggio dal prestito bancario al finanziamento di mercato per le grandi imprese, liberando in tal modo, nei bilanci delle banche, la disponibilità per finanziare i prestiti alle PMI⁶⁴.

Riquadro 3

Una valutazione basata su modello dell'impatto del PAA sulla struttura per scadenze dei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro

a cura di Fabian Eser, Wolfgang Lemke e Andreea Liliana Vladu

Il premio a termine dei rendimenti rispecchia il rischio di durata finanziaria aggregato sostenuto dagli investitori. I rendimenti obbligazionari dei titoli esenti da rischio hanno due componenti: le attese medie sui tassi di interesse a breve termine nell'arco della vita dell'obbligazione e un premio a termine. Quest'ultimo include l'esposizione al rischio attesa corrente e futura dei singoli titoli (il rischio di durata finanziaria specifico per il titolo), così come la remunerazione per unità di esposizione al rischio. Tale remunerazione – il “prezzo del rischio” – dipende a sua volta dal rischio di durata finanziaria aggregato che grava sul mercato.

Gli acquisti di attività da parte della banca centrale diminuiscono il rischio di durata finanziaria complessivo che deve essere assorbito dagli investitori privati, riducendo così il prezzo del rischio e, a sua volta, il premio a termine. È importante rilevare che l'effetto degli acquisti di attività sul premio a termine dipende dall'intero profilo del portafoglio obbligazionario acquistato ponderato per la durata. Per un titolo decennale, un minor rischio aggregato di durata finanziaria tra cinque anni, ad esempio, riduce la remunerazione richiesta per il rischio in futuro e pertanto anche il premio a termine ad oggi.

L'impatto del PAA sul premio a termine può essere stimato usando un modello di struttura per scadenza senza arbitraggio⁶⁵. Le determinanti dei tassi obbligazionari sono riassunte da tre fattori, uno dei quali rispecchia la “libera fluttuazione del rischio di durata finanziaria” tra gli operatori di mercato ritenuti disposti a riequilibrare i loro portafogli obbligazionari quando variano i prezzi dei titoli⁶⁶. Il modello correla le variazioni attuali e future nella libera fluttuazione alle variazioni nei premi a

⁶⁴ Cfr. l'articolo *L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

⁶⁵ Il modello è descritto in maggior dettaglio in Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. e Vladu, A., *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*, in via di pubblicazione come Working Paper della BCE nel 2019. È simile al modello di Li, C. e Wei, M., “*Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large-Scale Asset purchase Programs*”, *International Journal of Central Banking*, 9(1), 3-39, 2013, usato dalla Federal Reserve per stimare l'impatto sul rendimento di acquisti di titoli sovrani su vasta scala.

⁶⁶ Si considera che le società non finanziarie, le famiglie, i fondi di mercato monetario e le istituzioni finanziarie monetarie (ad eccezione dell'Eurosistema) risentano dei prezzi. Al contrario, si considera che le disponibilità del settore ufficiale dell'Eurosistema – in termini sia di portafogli di politica monetaria che di politica non monetaria – (in particolare le riserve valutarie della banca centrale), le disponibilità di titoli di Stato all'interno dell'area dell'euro e quelle delle compagnie di assicurazioni e fondi pensioni siano insensibili all'andamento dei prezzi.

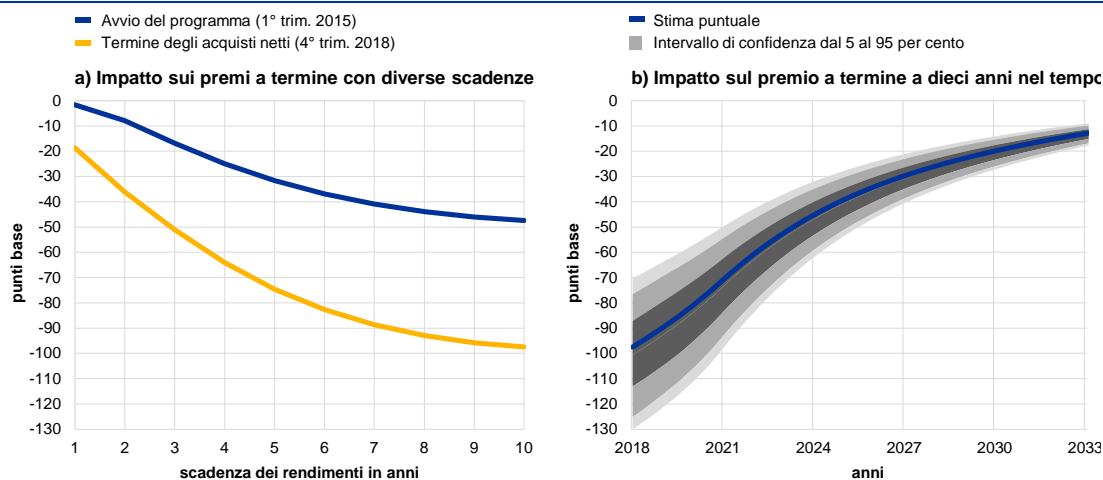
termine attuali e può così illustrare in che modo i volumi attuali e quelli futuri attesi degli acquisti nell'ambito del PAA influenzino la curva dei rendimenti⁶⁷.

Si stima che la compressione nei rendimenti sovrani dovuta alla riduzione indotta dal PAA nella libera fluttuazione attuale e attesa delle obbligazioni si collochi all'incirca a 100 punti base per una scadenza decennale (grafico A, riquadro di sinistra). Il grafico mostra l'effetto del PAA sul premio a termine lungo la struttura per scadenze quando il PSPP è stato annunciato e al termine degli acquisti netti a dicembre 2018. L'effetto sul premio a termine è maggiore per le scadenze più lunghe.

In prospettiva, le notevoli consistenze di attività acquistate e i reinvestimenti futuri indicano che si continuerà a assorbire un volume considerevole di rischio di durata finanziaria, anche dopo l'interruzione degli acquisti netti (grafico A, riquadro di destra). Il grafico traccia l'evoluzione della compressione del premio a termine a dieci anni, basandosi sulla libera ricollocazione attesa al termine degli acquisti netti. L'impatto sul premio a termine viene gradualmente meno nel tempo, a segnalare la maturazione del portafoglio – ovvero la diminuzione graduale della sua durata al raggiungimento della maturazione dei titoli detenuti nel portafoglio – così come la riduzione del portafoglio che gli operatori di mercato prevedono finirà per seguire la conclusione dell'orizzonte atteso dei reinvestimenti.

Grafico A

Impatto atteso del PAA sui rendimenti sovrani nell'area dell'euro



Fonte: sulla base di Eser, Lemke, Nyholm, Radde e Vladu (2019).

Note: il riquadro di sinistra mostra di quanto si stima che venga compressa, a causa del PAA, la componente del premio a termine dei rendimenti sovrani dell'area dell'euro con maturità da uno a dieci anni, al momento del lancio del PPA (1° trim. 2015) così come alla fine della fase degli acquisti netti a dicembre 2018. Il riquadro di destra mostra le stime puntuali della compressione del premio di rendimento a termine nel tempo. Gli intervalli di confidenza, costruiti usando tecniche di ricampionamento bootstrap/Monte Carlo, riflettono l'incertezza sui valori dei parametri rispetto a queste stime puntuali. I rendimenti dell'area dell'euro sono approssimati da rendimenti di titoli a cedola zero ponderati per il PIL dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro.

La quantificazione dell'impatto del PAA sulla curva dei rendimenti presenta diversi livelli di incertezza. Se si tiene conto dell'incertezza dei valori dei parametri nella stima del modello emerge che l'impatto del PAA sui premi a termine decennali attualmente ricade in un intervallo compreso fra

⁶⁷ Le necessarie proiezioni sulla libera fluttuazione in qualsiasi momento si basano sui parametri relativi al PAA diffusi dal Consiglio direttivo e sulle aspettative del settore privato approssimate dalle informazioni ricavate dalle indagini.

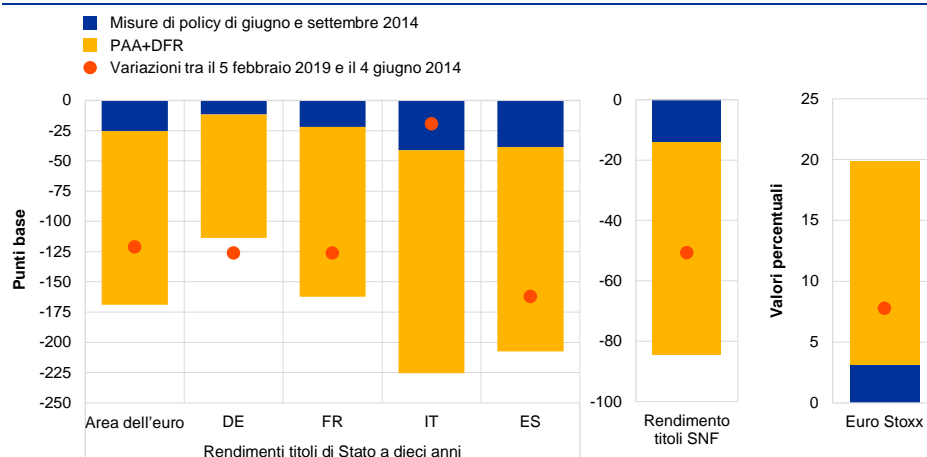
70 e 130 punti base⁶⁸. Le fonti aggiuntive di incertezza riguardano la definizione del modello, l'intervallo della stima e la quantificazione delle misure di libera ricollocazione.

Il PAA ha allentato le condizioni di finanziamento in tutte le categorie di attività.

La liquidità immessa dal PAA ha vincolato i tassi di interesse del mercato monetario a livelli prossimi al tasso sui depositi della BCE e, insieme ai tassi negativi e alle indicazioni prospettiche, ha ancorato le attese relative al profilo dei tassi del mercato monetario in linea con l'indirizzo monetario desiderato. Il grafico 7 mostra l'effetto stimato di allentamento accumulato del PAA in varie categorie di attività, assieme a quello derivato da altre misure di allentamento, relativo a effettive variazioni di prezzi di attività registrate dal 2014⁶⁹. Si stima che il PAA abbia diminuito i rendimenti sovrani, spinto verso il basso i rendimenti di obbligazioni emesse da società non finanziarie (SNF) e contribuito a un aumento dei prezzi delle azioni.

Grafico 7

Impatto delle misure di policy su prezzi e rendimenti di attività finanziarie



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'impatto delle misure di policy di giugno e settembre 2014, del PAA e dei tagli al tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) su prezzi e rendimenti di attività finanziarie. L'impatto delle misure di policy di giugno e settembre 2014 è stato stimato sulla base di una metodologia di event study che si concentra sugli effetti determinati dagli annunci di tali misure; cfr. l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino. L'impatto dei tagli al tasso sui depositi presso la banca centrale si basa sugli effetti dell'annuncio di settembre 2014 riguardo i medesimi, mentre è difficile isolare l'impatto dei successivi tagli al DFR dai contemporanei aggiustamenti al PAA. Entrambi gli effetti sono pertanto rappresentati congiuntamente. Il PAA racchiude gli effetti delle misure di acquisto di attività adottate durante gli incontri del Consiglio direttivo di gennaio e dicembre 2015, marzo e dicembre 2016 e ottobre 2017. L'impatto del PAA di gennaio 2015 è calcolato sulla base di due esercizi di event study che prendono in considerazione un ampio insieme di eventi che, a partire da settembre 2014, hanno influenzato le aspettative di mercato circa il programma; cfr. Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., op. cit., e De Santis, R., op. cit. La quantificazione dell'impatto del pacchetto di policy di dicembre 2015 sui prezzi delle attività si basa su una valutazione di ampio respiro che comprende esercizi di event study e controfattuali basati su modelli. L'impatto dei pacchetti di policy di marzo e dicembre 2016 è valutato mediante esercizi controfattuali basati su modelli. L'impatto del pacchetto di policy di ottobre 2017 viene valutato attraverso due modelli: una tipologia di modello della struttura per scadenza simile a quello usato nel riquadro 3 e un modello di regressione per ogni codice ISIN assimilabile a quello in D'Amico, S. e King, T.B., "Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n. 2, 2013, pagg. 425-448.

Le banche hanno svolto un ruolo fondamentale nella trasmissione degli acquisti netti di attività alle condizioni di finanziamento.

L'intermediazione finanziaria di tipo bancario resta molto importante, nonostante si sia manifestata una tendenza a orientarsi verso il finanziamento sul mercato all'interno della struttura di

⁶⁸ Il grafico 7 presenta ulteriori prove usando quadri metodologici aggiuntivi, assieme all'impatto di altre misure assunte a partire da giugno 2014.

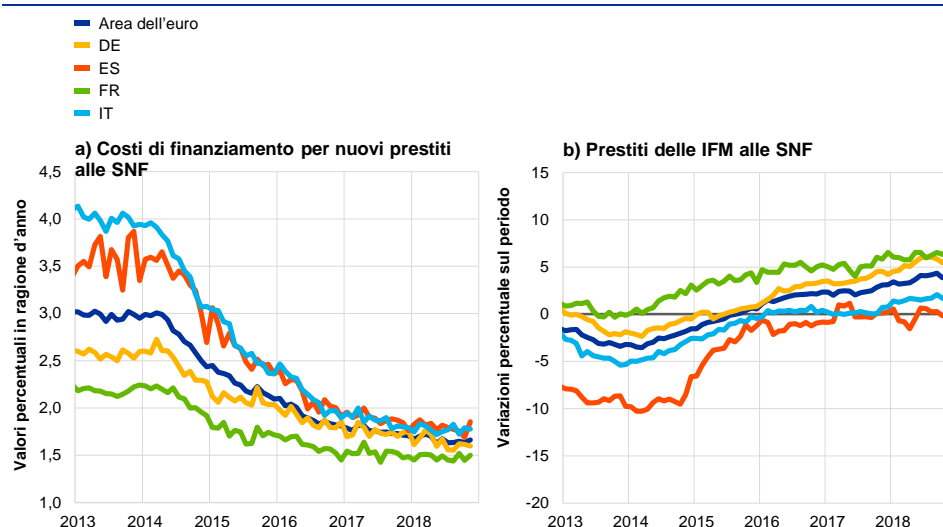
⁶⁹ Il riquadro 3 presenta ulteriori evidenze dell'impatto del PAA.

finanziamento delle SNF dell'area dell'euro nel corso dell'ultimo decennio. Il PAA, di concerto con i tassi di interesse negativi sui depositi presso la banca centrale e le OMRLT, ha fornito alle banche l'incentivo per reinvestire gli introiti derivanti dalla vendita delle attività in erogazione di prestiti (cfr. riquadro 4).

Di conseguenza, nei paesi dell'area dell'euro, i tassi sui prestiti bancari sono andati progressivamente riducendosi e convergendo a partire dalla metà del 2014. I tassi compositi sui prestiti alle SNF attualmente sono prossimi ai minimi storici (cfr. il riquadro di sinistra del grafico 8). Risultati basati su modello indicano che, da giugno 2014, il PAA e i tagli alla DFR hanno portato a una riduzione di circa 50 punti base dei tassi sui prestiti alle SNF, per effetto dell'impatto sulla curva dei rendimenti⁷⁰. Le dispersioni dei costi di indebitamento fra paesi dell'area dell'euro, in precedenza ampie, si sono progressivamente ridotte fino a essere quasi del tutto riassorbite.

Grafico 8

Costi di finanziamento per nuovi prestiti alle SNF e prestiti delle IFM alle SNF



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. IFM sta per istituzioni finanziarie monetarie. Le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2018.

Si è inoltre riscontrato che il PAA ha fornito un contributo significativo alla ripresa della crescita dei prestiti. Il volume dei prestiti alle SNF ha ricominciato a crescere con tassi positivi a metà del 2015. Le simulazioni basate su modello indicano che circa la metà della crescita annuale dei volumi dei prestiti alle SNF nel terzo trimestre del 2018 (il 4,3 per cento, cfr. il riquadro di destra del grafico 8) può essere

⁷⁰ Questa stima si delinea a fronte di una complessiva riduzione di 129 punti base dei tassi sui prestiti alle SNF intervenuta fra giugno 2014 e ottobre 2018. Tale stima si basa su meccanismi di trasmissione dei tassi sui prestiti che agiscono attraverso la relazione fra rendimenti dei titoli di Stato e costi del finanziamento bancario, compresi: (a) meccanismi di trasmissione standard usati per le proiezioni e (b) modelli di trasmissione che impiegano informazioni granulari sui bilanci bancari. Su (b), cfr. Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, 2019, di prossima pubblicazione. Inoltre, le OMRLT hanno esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sui tassi sui prestiti bancari.

attribuito agli effetti del PAA⁷¹. Il riquadro 4 fornisce ulteriori dettagli sulla trasmissione del PAA ai prestiti attraverso il canale bancario.

Riquadro 4

Impatto del PAA sui prestiti alle imprese

a cura di Miguel Boucinha e Sarah Holton

Tutte le misure di politica monetaria adottate dalla metà del 2014 hanno contribuito a sostenere le condizioni del credito, il che rende difficile distinguere l'impatto di ciascuna misura. Questo problema di identificazione può essere affrontato con l'ausilio dei dati granulari. È possibile identificare il contributo del PAA al credito per le imprese associando le informazioni qualitative a livello di singole banche provenienti dall'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) con le caratteristiche dei bilanci e dei flussi di prestiti delle singole banche.

I dati granulari mostrano che le banche hanno avuto afflussi diversificati di liquidità collegati al PAA⁷². L'acquisto di attività accresce la liquidità delle banche direttamente attraverso le vendite di obbligazioni e indirettamente attraverso un aumento dei depositi derivante dalle vendite di obbligazioni dei propri clienti. Collegando i risultati della BLS ai dati dei bilanci si ottiene conferma del fatto che, in media, le banche detentrici di maggiori quantità di titoli di Stato appena prima dell'avvio del PAA hanno riferito un più forte impatto sulla liquidità dovuto al programma (riquadro di sinistra del grafico A). In media, poco più del 20 per cento delle banche ha riferito un impatto positivo sulla liquidità derivante dal programma, in termini di percentuale netta, mentre per le banche che detenevano quantità relativamente maggiori di titoli di Stato alla fine del 2014, la percentuale netta che registra un effetto positivo aumenta di 10 punti percentuali, fin oltre il 30 per cento. Le banche che hanno sperimentato un aumento della liquidità dovuto al PAA hanno poi potuto riorientarsi a favore di altre attività, come i prestiti.

Si è rilevato che le banche con maggiori afflussi di liquidità associati al PAA hanno registrato una più robusta crescita dei prestiti alle imprese a seguito dell'attuazione del programma.

Usando i dati della BLS sugli afflussi di liquidità per identificare le banche maggiormente interessate da tale strumento, il riquadro di destra del grafico A mostra che, a seguito dell'introduzione del PAA, questo gruppo di banche ha avuto una maggiore crescita cumulata dei prestiti rispetto ad altre banche. Mentre il grafico A implica che la policy è stata efficace, l'andamento potrebbe essere determinato da altri fattori di disturbo quali il contesto macroeconomico, i modelli operativi delle banche e le condizioni della domanda cui si trovano a far fronte le banche maggiormente esposte alla policy. Per determinare un nesso causale tra l'impatto del programma e l'offerta di credito, è necessario tenere conto di questi fattori. L'analisi basata su modelli mostra che, anche dopo aver tenuto conto delle caratteristiche delle banche (sia variabili nel tempo che fisse e non osservabili), delle condizioni della domanda e delle variazioni macroeconomiche, si continua a rilevare il forte

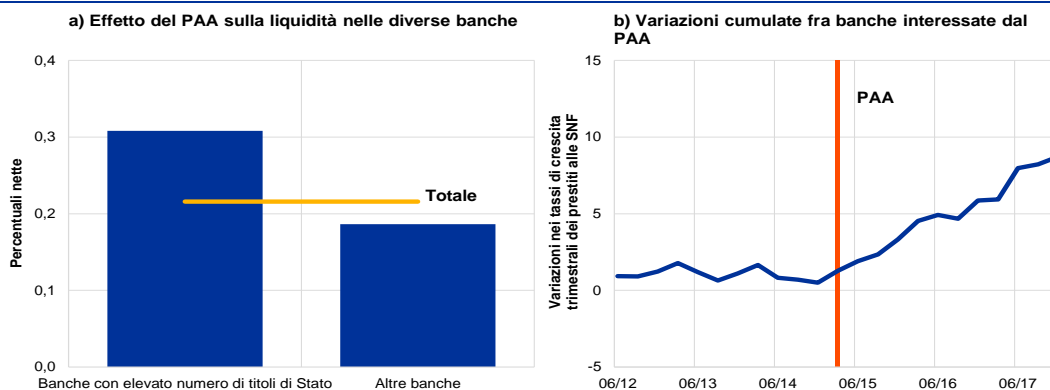
⁷¹ La cifra riportata corrisponde alla media delle stime alternative: (a) simulazioni DGSE mirate a cogliere l'impatto del PAA, basate su Darracq Pariès, M. e Kühl, M., "The optimal conduct of central bank asset purchases," *Working Paper Series*, n. 1973, BCE, 2016; (b) stime dell'impatto del PAA basate su un modello VAR con parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica che si fonda su un testo di Gambetti, L. e Musso, A., "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)," *Working Paper Series*, n. 2075, BCE, 2017; (c) stime per i singoli paesi dell'impatto degli shock della politica monetaria non convenzionale basate sul modello BVAR multi-country di Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements," *International Journal of Central Banking*, vol. 12(3), settembre 2016, pp. 29-57.

⁷² Cfr. anche Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., op. cit.; Albertazzi, U., Becker, B. e Boucinha, M., "Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset purchase programmes: evidence from the euro area", *Working Paper Series*, n. 2125, BCE, 2018.

impatto del PAA quale determinante di una maggiore offerta di credito per le banche più esposte agli afflussi di liquidità associati al PAA⁷³.

Grafico A

Impatto del PAA su liquidità e credito bancario



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE; Altavilla, Boucinha, Holton e Ongena (2018).

Note: il grafico a sinistra mostra le percentuali nette, ovvero la differenza fra le percentuali di banche che riferiscono un impatto positivo e negativo. Le banche che detengono ingenti quantità di titoli di stato sono quelle nel 75° percentile, in termini di titoli di stato detenuti rispetto alle attività principali a dicembre 2014. Le altre banche sono gli istituti restanti. Il grafico a destra mostra le differenze cumulative nei tassi di crescita trimestrali fra le banche che, in media, hanno riferito un impatto maggiormente positivo del PAA sulla loro posizione di liquidità e le altre banche. La linea rossa indica l'inizio degli acquisti nell'ambito del PAA a marzo 2015.

4.2 L'impatto su economia e inflazione dell'area dell'euro e i progressi verso un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi

Il PAA, di concerto con altre misure di politica monetaria, ha fornito un notevole contributo alla ripresa economica e alla formazione delle aspettative di inflazione. Secondo le stime degli esperti dell'Eurosistema l'impatto complessivo delle misure di policy adottate dalla metà del 2014 sul tasso di inflazione dell'area dell'euro sarebbe, cumulativamente, pari a circa 1,9 punti percentuali fra il 2016 e il 2020, con picchi percepiti nel 2016 e nel 2017 (cfr. tavola 1). L'impatto sulla crescita del PIL in termini reali è di dimensioni analoghe.

⁷³ Cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, n. 2202, BCE, 2018.

Tavola 1

Impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria sull'inflazione nell'area dell'euro e sulla crescita del PIL in termini reali

	Inflazione (punti percentuali)						Crescita del PIL in termini reali (punti percentuali)					
	2016	2017	2018	2019	2020	Cumulativo (2016-2020)	2016	2017	2018	2019	2020	Cumulativo (2016-2020)
Tutte le misure attuate da giugno 2014	0,85	0,49	0,22	0,21	0,16	1,9	0,79	0,48	0,31	0,2	0,08	1,9

Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE e modelli delle BCN basati sui singoli paesi.

Note: la tavola riporta l'impatto stimato di tutte le misure di policy adottate dalla metà del 2014. La valutazione prende come riferimento l'insieme dei dati del BMPE di dicembre 2018. Le stime sono desunte da varie tipologie di modello, incluso l'insieme di modelli sviluppati dagli esperti della BCE e delle BCN, oltre ai modelli sviluppati dalle BCN per i singoli paesi. Eventuali discrepanze fra la somma dei singoli importi e i totali sono dovute agli arrotondamenti.

A giugno 2018, il Consiglio direttivo ha indicato che si prevedeva di porre fine agli acquisti netti alla fine dell'anno e a dicembre 2018 la decisione di terminarli è stata confermata. Le decisioni assunte dal Consiglio direttivo nelle diverse fasi del programma di acquisto di attività di prorogare, espandere, ridurre e infine terminare gli acquisti netti di attività sono state costantemente guidate dalla valutazione dei progressi compiuti verso il conseguimento di un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi. Dopo un'analisi dei progressi ottenuti, a giugno 2018 il Consiglio direttivo aveva espresso la previsione secondo cui, se i dati più recenti avessero confermato le sue prospettive per l'inflazione a medio termine, si sarebbe posta fine agli acquisti netti di attività a dicembre 2018. La cessazione degli acquisti netti di attività è stata infatti confermata a dicembre 2018.

La valutazione di un significativo progresso si basa su un'analisi approfondita che ha preso in considerazione, fra gli altri elementi, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, le misure delle pressioni su prezzi e salari e le incertezze circa le prospettive per l'inflazione. La valutazione positiva del Consiglio direttivo dei progressi compiuti in direzione di un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, svoltasi a giugno e a dicembre 2018, è stata sostenuta dal solido ancoraggio delle aspettative di inflazione nel lungo periodo, dal vigore di fondo della domanda interna e dal perdurare dell'ampio grado di accomodamento monetario, che hanno rassicurato sul fatto che una convergenza sostenuta dovrebbe proseguire e mantenersi anche dopo la conclusione degli acquisti netti di attività.

Nel corso del 2018, le proiezioni di medio termine per l'inflazione complessiva hanno raggiunto valori più vicini al 2 per cento (cfr. grafico 1). Inoltre, l'incertezza circa le prospettive per l'inflazione è notevolmente diminuita e il rischio di deflazione è praticamente scomparso. Le aspettative di inflazione, misurate utilizzando fonti diverse, sono gradualmente migliorate e si sono avvicinate maggiormente ai livelli individuati dall'obiettivo della BCE. La distribuzione previsionale, derivata da valutazioni basate su modello, misure di compensazione dell'inflazione basate sul mercato (cfr. grafico 9) e misure di aspettative di inflazione basate sulle indagini, ha evidenziato sostanziali progressi. Inoltre, mentre l'inflazione di fondo si è mantenuta generalmente contenuta, le pressioni sul costo del lavoro si sono rafforzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei

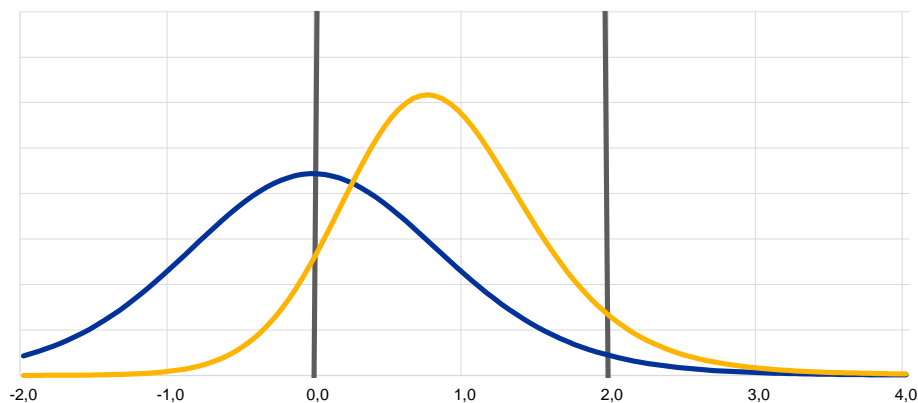
mercati del lavoro, fornendo pertanto ulteriore evidenza a sostegno del fatto che il riavvicinamento dell'inflazione complessiva all'obiettivo della BCE sia sostenibile.

Grafico 9

La funzione di densità di distribuzione implicita nelle opzioni di compensazione dell'inflazione dell'area dell'euro nei prossimi due anni

(variazioni percentuali sui dodici mesi, densità)

■ 31 dicembre 2014
■ 31 dicembre 2018



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra la funzione di densità di distribuzione implicita nelle opzioni che si basa sulle opzioni per l'inflazione zero coupon a due anni. Queste probabilità neutrali al rischio possono differire notevolmente da quelle fisiche o reali. Sono calcolate sulla base di opzioni call ("caplet") e put ("floorlet") con differenti tassi strike sull'inflazione (ritardata a tre mesi) misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei tabacchi (HICPX) per l'area dell'euro, supponendo una determinazione del prezzo delle opzioni di tipo Black-Scholes e volatilità implicite che variano nei diversi tassi strike (il cosiddetto sorriso di volatilità o "volatility smile").

Infine, si è valutato che il profilo futuro dell'inflazione avesse acquisito una maggiore capacità di tenuta nel tempo, riducendo la sua dipendenza dagli acquisti netti di attività. In linea con i profili di propagazione tipici degli interventi di policy convenzionali e non convenzionali, il profilo stimato dell'impatto delle aggiunte nette al portafoglio del PAA ha avuto la tendenza a diminuire progressivamente nel tempo. Sulla base di questa evidenza, gli andamenti attuali e futuri dell'inflazione hanno potuto essere valutati come meno dipendenti dagli acquisti netti di attività.

5 Conclusioni

La decisione presa dal Consiglio direttivo a dicembre 2018 di terminare gli acquisti netti è stata accompagnata dalla scelta di continuare a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA e dal rafforzamento delle indicazioni prospettiche su tassi di riferimento e reinvestimenti. A dicembre 2018 il Consiglio direttivo ha completato il passaggio dagli acquisti netti di attività ai tassi di riferimento come nuovo principale strumento di policy. Per quanto riguarda il primo elemento base delle indicazioni prospettiche, e in modo analogo alla struttura implementata durante il periodo degli acquisti netti di attività, le indicazioni sui tassi di riferimento fornite dal Consiglio direttivo a partire da dicembre 2018 includono una componente dipendente dal tempo (ovvero i tassi di interesse di riferimento della BCE dovrebbero "mantenersi sui livelli attuali almeno fino all'estate del 2019") e una componente dipendente dalle condizioni, che collega

l'evoluzione dei tassi di riferimento all'obiettivo di stabilità dei prezzi ("e in ogni caso, finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine"). Il secondo elemento base delle indicazioni prospettiche collega l'orizzonte di reinvestimento al principale strumento di policy in concatenazione diretta. In linea con questo approccio, attualmente il Consiglio direttivo afferma la sua intenzione di continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un periodo di tempo prolungato dopo il possibile innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Durante la fase di reinvestimento, l'Eurosistema continuerà ad attenersi al principio di neutralità rispetto al mercato, che si basa su un'attuazione ordinata e flessibile. A tal fine, i rimborsi del capitale saranno reinvestiti con l'obiettivo di consentire una presenza sul mercato regolare ed equilibrata. Nel 2019, il valore dei rimborsi raggiungerà i 203 miliardi di euro, il che implica reinvestimenti mensili medi di circa 17 miliardi di euro. Limitate deviazioni temporanee nella dimensione e nella composizione complessive del PAA potrebbero verificarsi per ragioni operative nel corso della fase di reinvestimento. Eventuali aggiustamenti alla ripartizione del portafoglio fra diverse giurisdizioni avverranno in maniera graduale e calibrata, in modo da preservare le regolari condizioni del mercato.

Nel complesso il PAA ha aiutato la BCE ad adempiere al proprio mandato relativo alla stabilità dei prezzi e ha quindi rappresentato un efficace elemento dello strumentario di policy della banca centrale. Accanto ad altre misure adottate a partire dal 2014, il PAA ha dimostrato di essere uno strumento di politica monetaria adattabile ed efficace, che ha sostenuto la BCE nell'adempimento del proprio mandato.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 1° trim.	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
2° trim.	1,0	1,0	0,4	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
3° trim.	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
4° trim.	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 set.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
ott.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
dic.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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 ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9
2018 1° trim.	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7
2° trim.	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4
3° trim.	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
4° trim.	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3
2018 set.	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7
ott.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6
nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5
dic.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3
2019 gen.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.
feb.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	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
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	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 ago.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
set.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
ott.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
dic.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2018 gen.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

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 ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 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
set.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
ott.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
dic.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 gen.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2018 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
set.	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3
ott.	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8
nov.	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9
dic.	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4
2018 gen.	340,5	3.088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2.607,4	20.460,5
feb.	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

		Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
				fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2018	feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	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	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	mag.	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
	giu.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
	lug.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
	ago.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
	set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
	ott.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	nov.	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	dic.	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	gen. ^(p)	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82

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 (TAE³⁾).

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

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

		Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
		A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2018	feb.	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71
	mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	apr.	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
	mag.	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	1,22	1,65	1,62
	giu.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68
	lug.	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64
	ago.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
	set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
	ott.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
	nov.	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
	dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019	gen. ^(p)	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
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 lug.	1.313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
ago.	1.311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
set.	1.295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
ott.	1.280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
nov.	1.270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
dic.	1.200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
A lungo termine														
2015	15.250	3.786	3.270	.	1.075	6.481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15.380	3.695	3.234	.	1.126	6.684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15.362	3.560	3.109	.	1.185	6.865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 lug.	15.555	3.570	3.158	.	1.203	7.003	621	220	54	55	.	16	87	8
ago.	15.564	3.578	3.167	.	1.186	7.010	622	131	50	38	.	2	38	3
set.	15.683	3.616	3.183	.	1.206	7.055	623	254	79	60	.	29	82	4
ott.	15.719	3.672	3.188	.	1.205	7.026	628	215	60	61	.	14	69	10
nov.	15.802	3.697	3.215	.	1.208	7.054	629	223	67	70	.	8	72	7
dic.	15.747	3.694	3.194	.	1.212	7.020	626	175	60	74	.	14	24	3

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche					
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze												
2015	16.518,8	4.303,2	3.417,2	.	1.137,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9	
2016	16.621,2	4.213,3	3.369,3	.	1.185,3	7.149,9	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6	
2017	16.602,8	4.079,7	3.264,5	.	1.255,2	7.303,6	699,8	7.954,7	612,5	1.249,4	6.092,8	
2018 lug.	16.867,9	4.095,9	3.335,9	.	1.299,3	7.455,8	681,0	8.168,5	576,1	1.293,6	6.298,8	
ago.	16.874,8	4.102,8	3.345,2	.	1.281,6	7.457,7	687,5	8.019,9	521,1	1.282,5	6.216,3	
set.	16.978,4	4.147,2	3.361,8	.	1.295,4	7.499,3	674,8	7.955,7	543,5	1.293,9	6.118,4	
ott.	16.999,6	4.197,4	3.358,4	.	1.296,9	7.464,9	682,0	7.546,6	515,4	1.201,8	5.829,4	
nov.	17.072,6	4.214,6	3.381,3	.	1.296,7	7.499,0	681,0	7.475,0	512,1	1.179,2	5.783,6	
dic.	16.947,3	4.192,7	3.353,5	.	1.283,7	7.444,7	672,7	7.030,7	465,1	1.099,0	5.466,6	
Tasso di crescita												
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6	
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4	
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 lug.	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6	
ago.	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5	
set.	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5	
ott.	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6	
nov.	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5	
dic.	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4	

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	.	.	.	117,9	93,7
2018 1° trim.	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
2° trim.	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
3° trim.	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
4° trim.	98,5	92,8	93,0	.	.	.	118,4	93,6
2018 set.	99,5	93,7	93,7	-	-	-	120,4	95,4
ott.	98,9	93,2	93,3	-	-	-	119,0	94,2
nov.	98,3	92,7	92,8	-	-	-	117,9	93,4
dic.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 gen.	97,8	92,0	92,5	-	-	-	117,3	92,5
feb.	97,4	91,5	92,2	-	-	-	116,6	91,8
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2019 feb.	-0,4	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,6	-0,8
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2019 feb.	-2,2	-2,4	-2,4	-	-	-	-0,6	-1,8

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
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
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
3° trim.	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
4° trim.	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 set.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
ott.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
dic.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 gen.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
feb.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2019 feb.	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2019 feb.	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2017 4° trim.	24.840,3	25.526,8	-686,5	10.675,3	8.735,2	8.550,4	10.967,5	-55,7	5.000,6	5.824,1	669,7	13.890,4
2018 1° trim.	24.898,2	25.761,3	-863,1	10.643,9	8.825,8	8.532,1	10.933,7	-75,8	5.124,8	6.001,8	673,2	14.134,5
2° trim.	25.526,6	26.196,4	-669,8	10.828,6	8.922,0	8.743,6	11.010,0	-83,1	5.347,4	6.264,4	690,0	14.369,5
3° trim.	25.832,2	26.425,6	-593,5	10.939,9	9.011,5	8.883,2	11.099,3	-61,4	5.396,5	6.314,8	673,9	14.450,1
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2018 3° trim.	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
<i>Transazioni</i>												
2018 1° trim.	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
2° trim.	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
3° trim.	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
4° trim.	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-
2018 lug.	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
ago.	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
set.	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
ott.	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-
nov.	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-
dic.	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2018 dic.	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2018 dic.	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	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 ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2015	10.534,3	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4.866,6	4.392,3
2016	10.827,7	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,8	1.053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4.942,9	4.464,9
2017	11.206,0	10.682,9	6.058,2	2.279,5	2.302,8	1.121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5.295,5	4.772,5
2017 4° trim.	2.844,1	2.702,4	1.530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1.361,5	1.219,8
2018 1° trim.	2.865,2	2.725,4	1.543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1.357,4	1.217,7
2° trim.	2.889,4	2.757,3	1.553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1.379,2	1.247,1
3° trim.	2.904,4	2.788,1	1.562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1.392,3	1.276,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	-1,2	1,3
3° trim.	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	-0,1	1,0
4° trim.	0,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2018 1° trim.	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
2° trim.	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
3° trim.	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
4° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018 1° trim.	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
2° trim.	2,2	1,5	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
3° trim.	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
4° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.461,6	159,5	1.901,2	468,0	1.784,9	433,4	470,2	1.078,0	1.031,0	1.805,1	330,3	1.072,6
2016	9.715,8	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,2	1.849,8	337,4	1.111,7
2017	10.048,5	171,3	2.032,8	512,8	1.916,8	469,4	455,8	1.129,7	1.118,5	1.897,1	344,4	1.157,3
2017 4° trim.	2.551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 1° trim.	2.568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
2° trim.	2.589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
3° trim.	2.603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 1° trim.	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,1	0,3	0,1	0,3
2° trim.	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
3° trim.	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 4° trim.	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 1° trim.	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,5	1,4	1,2	1,6
2° trim.	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
3° trim.	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 4° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	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	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2° trim.	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018	.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018 1° trim.	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
2° trim.	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
3° trim.	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
4° trim.	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018 ago.	.	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
set.	.	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
ott.	.	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
nov.	.	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
dic.	.	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019 gen.	.	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

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													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018 1° trim.	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
2° trim.	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
3° trim.	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
4° trim.	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018 ago.	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
set.	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
ott.	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
nov.	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
dic.	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2018 ago.	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
set.	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
ott.	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
nov.	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
dic.	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,0	-5,5	80,6	-12,5	-14,5	-9,3	7,0	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 1° trim.	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2° trim.	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
3° trim.	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
4° trim.	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 set.	110,4	5,5	-	-6,2	8,3	2,7	15,2	-	53,2	52,7	54,7	54,1
ott.	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
nov.	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
dic.	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2018 gen.	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
feb.	106,1	-0,4	-	-7,4	6,4	-1,6	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12,4	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017 4° trim.	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018 1° trim.	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
2° trim.	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
3° trim.	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

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 ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 1° trim.	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
2° trim.	1.020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
3° trim.	1.029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
4° trim.	1.003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018 lug.	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
ago.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
set.	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
ott.	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
nov.	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
dic.	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 dic.	4.046,9	3.704,3	342,6	2.340,7	2.051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 dic.	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	0,3

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 1° trim.	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2
2° trim.	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6
3° trim.	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4
4° trim.	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.
2018 lug.	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
ago.	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0
set.	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7
ott.	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2
nov.	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2
dic.	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 1° trim.	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3
2° trim.	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7
3° trim.	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 giu.	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5
lug.	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3
ago.	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4
set.	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6
ott.	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1
nov.	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4	
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2018 1° trim.	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8	
2° trim.	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7	
3° trim.	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3	
4° trim.	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6	
2018 set.	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3	
ott.	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7	
nov.	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7	
dic.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5	
2019 gen.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3	
feb. ³⁾	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include 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	22	23	24	25	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 1° trim.	1,7	2,2	0,2	0,8	0,3	2,2	1,3	1,3	1,7	-0,2	1,9	1,2
2° trim.	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3
3° trim.	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3
4° trim.	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2018 set.	2,6	2,1	4,3	2,6	0,2	9,6	1,1	1,1	1,3	0,0	2,0	1,3
ott.	2,2	2,1	2,4	3,0	0,2	10,8	1,2	1,1	1,8	-0,2	2,5	1,7
nov.	1,9	2,0	1,8	2,6	0,2	9,1	1,2	1,1	1,6	-0,5	1,5	1,7
dic.	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7
2019 gen.	1,8	1,8	1,8	0,9	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5
feb. ³⁾	2,4	2,2	2,9	.	0,3	3,5	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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 ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.
2018 1° trim.	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7
2° trim.	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2
3° trim.	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.
4° trim.	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.
2018 ago.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-
set.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-
ott.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-
nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-
dic.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	-	-	-
2019 gen.	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 1° trim.	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
2° trim.	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
3° trim.	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7

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
1999-15	4,7	-	-	-3,0	33,7	57,2	56,5	-	49,8
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 1° trim.	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9
2° trim.	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
3° trim.	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
4° trim.	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 set.	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8
ott.	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
nov.	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
dic.	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 gen.	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
feb.	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 1° trim.	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
2° trim.	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
3° trim.	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1
4° 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).

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2015	104,6	0,4	0,4	-1,4	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,1
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,8
2017 4° trim.	106,4	0,8	-1,3	-0,6	-0,1	-0,1	1,7	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 1° trim.	107,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,6	0,8	3,3	2,2	1,7	1,6
2° trim.	107,6	1,6	1,0	1,3	0,3	0,9	0,4	0,6	3,1	2,5	2,2	2,5
3° trim.	108,4	2,2	1,9	2,6	1,1	1,7	1,4	0,2	3,6	3,0	2,4	2,6
Redditi per occupato												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 4° trim.	112,1	1,9	2,4	1,9	1,6	1,8	2,4	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 1° trim.	112,6	1,9	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,7	3,3	2,5	1,9	2,2
2° trim.	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,2	2,9	1,9	2,8	2,8	2,3	2,4
3° trim.	114,1	2,5	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	3,9	3,0	2,3	4,0
Produttività del lavoro per occupato												
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	105,3	0,9	2,7	1,5	1,7	1,4	2,2	0,9	0,0	0,3	0,2	0,7
2° trim.	105,3	0,6	1,6	0,8	1,2	1,3	2,4	1,3	-0,3	0,3	0,0	-0,1
3° trim.	105,3	0,3	0,0	-0,3	1,3	0,7	0,9	2,2	0,3	0,1	-0,1	1,3
4° trim.	105,2	-0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Redditi per ora lavorata												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 4° trim.	113,2	1,5	1,6	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,1	2,7	1,4	1,8
2018 1° trim.	113,8	1,8	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,8	2,0	2,2	1,9	2,0
2° trim.	114,3	1,9	1,1	1,8	0,9	2,1	2,2	1,5	2,3	2,1	2,0	1,9
3° trim.	114,8	2,0	1,9	1,7	1,5	2,2	2,1	2,2	2,7	2,3	2,2	2,2
Produttività per ora lavorata												
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,3	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1
2017 4° trim.	107,1	0,9	3,1	1,9	0,7	1,9	0,7	1,8	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 1° trim.	107,2	0,9	2,8	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
2° trim.	107,0	0,4	0,9	0,5	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
3° trim.	106,7	0,0	-0,1	-0,7	0,4	0,8	0,6	2,0	0,0	-0,6	-0,2	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	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	6					7	8		9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9
2017	1.111,6	6.637,8	7.749,4	1.197,0	2.261,2	3.458,2	11.207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11.866,0
2018	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 1° trim.	1.116,9	6.743,6	7.860,5	1.170,4	2.260,2	3.430,6	11.291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11.935,4
2° trim.	1.133,6	6.892,3	8.025,8	1.178,1	2.270,8	3.448,9	11.474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,8
3° trim.	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
4° trim.	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 ago.	1.143,8	6.951,5	8.095,3	1.140,1	2.281,1	3.421,2	11.516,5	71,8	501,7	63,5	637,0	12.153,5
set.	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
ott.	1.154,4	7.044,8	8.199,3	1.137,8	2.290,3	3.428,1	11.627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12.266,0
nov.	1.158,2	7.091,6	8.249,7	1.125,8	2.295,1	3.420,9	11.670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12.306,1
dic.	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2019 gen. ^(p)	1.167,5	7.127,1	8.294,6	1.124,2	2.298,5	3.422,7	11.717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12.374,3
Transazioni												
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018	50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0
2018 1° trim.	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
2° trim.	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
3° trim.	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
4° trim.	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4
2018 ago.	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4
set.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
ott.	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7
nov.	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
dic.	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3
2019 gen. ^(p)	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8
Variazioni percentuali												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 1° trim.	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
2° trim.	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
3° trim.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
4° trim.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 ago.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5
set.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
ott.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
dic.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019 gen. ^(p)	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,6	3.698,9	561,9	2.044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 1° trim.	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,3	3.787,0	543,5	2.044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
2° trim.	2.296,8	1.855,2	277,9	156,7	7,0	6.462,2	3.870,0	535,2	2.055,9	1,1	1.010,3	220,0	425,6
3° trim.	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
4° trim.	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 ago.	2.305,8	1.872,8	268,8	157,5	6,7	6.515,4	3.921,6	528,2	2.063,8	1,8	974,8	214,4	434,2
set.	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
ott.	2.316,3	1.892,2	271,1	147,1	5,9	6.587,5	3.984,3	520,9	2.081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
nov.	2.322,4	1.892,2	275,6	146,5	8,1	6.610,7	4.005,1	517,9	2.086,6	1,2	1.001,0	208,3	443,8
dic.	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2019 gen. (p)	2.324,7	1.899,7	271,7	145,6	7,8	6.680,5	4.068,5	517,4	2.093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
Transazioni													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 1° trim.	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
2° trim.	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
3° trim.	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
4° trim.	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 ago.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
set.	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
ott.	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
nov.	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
dic.	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 gen. (p)	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
Variazioni percentuali													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 1° trim.	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
2° trim.	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
3° trim.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
4° trim.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 ago.	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
set.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
ott.	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
nov.	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
dic.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 gen. (p)	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	5,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.171,2	4.326,5	5.598,8	839,2	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 1° trim.	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.195,9	10.941,2	11.233,7	4.343,8	5.633,0	851,7	112,8	1.467,4	787,4
2° trim.	4.602,9	1.017,7	3.571,0	13.276,2	10.990,8	11.328,3	4.358,1	5.659,7	853,2	119,8	1.496,6	788,7
3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
4° trim.	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 ago.	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,8	11.054,9	11.383,1	4.394,3	5.693,2	847,2	120,2	1.515,3	782,6
set.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
ott.	4.612,0	1.000,6	3.597,4	13.394,2	11.090,4	11.423,6	4.404,2	5.716,2	849,3	120,8	1.524,7	779,1
nov.	4.612,6	1.003,4	3.594,3	13.411,9	11.112,4	11.446,1	4.421,2	5.731,8	838,7	120,7	1.516,8	782,8
dic.	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2019 gen. ^(p)	4.685,7	1.006,7	3.667,6	13.453,2	11.157,5	11.499,9	4.409,3	5.758,5	862,1	127,7	1.523,5	772,2
Transazioni												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2
2018 1° trim.	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
2° trim.	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
3° trim.	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
4° trim.	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5
2018 ago.	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5
set.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
ott.	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3
nov.	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2
dic.	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 gen. ^(p)	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8
Variazioni percentuali												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
2° trim.	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
3° trim.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
4° trim.	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 ago.	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8
set.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
ott.	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5
nov.	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8
dic.	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 gen. ^(p)	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.326,5	4.364,8	987,7	820,4	2.518,4	5.598,8	5.865,5	654,0	4.217,0	727,9
2018	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 1° trim.	4.343,8	4.381,2	997,8	820,8	2.525,2	5.633,0	5.904,5	663,3	4.243,8	725,9
2° trim.	4.358,1	4.425,0	986,0	828,3	2.543,8	5.659,7	5.940,5	669,8	4.273,2	716,6
3° trim.	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
4° trim.	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 ago.	4.394,3	4.453,8	1.001,3	835,0	2.558,0	5.693,2	5.972,2	677,3	4.300,9	715,0
set.	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
ott.	4.404,2	4.469,7	985,0	844,1	2.575,0	5.716,2	5.996,5	681,7	4.324,0	710,4
nov.	4.421,2	4.486,5	989,2	850,9	2.581,0	5.731,8	6.010,7	685,6	4.336,4	709,8
dic.	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2019 gen. ^(p)	4.409,3	4.489,3	980,1	846,7	2.582,5	5.758,5	6.037,0	687,5	4.367,5	703,5
Transazioni										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	122,4	170,3	19,0	33,1	70,3	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2
2018 1° trim.	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
2° trim.	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
3° trim.	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
4° trim.	15,4	35,4	-2,9	7,2	11,1	42,6	51,3	8,1	39,4	-4,9
2018 ago.	13,6	12,5	3,8	1,7	8,1	18,0	17,2	4,0	14,0	0,0
set.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
ott.	5,6	3,3	-16,9	8,0	14,5	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
nov.	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
dic.	-12,7	9,4	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019 gen. ^(p)	3,0	-0,8	-13,6	2,3	14,2	18,2	15,1	4,1	14,1	0,0
Variazioni percentuali										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 1° trim.	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
2° trim.	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
3° trim.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
4° trim.	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 ago.	3,1	4,1	3,1	5,3	2,5	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
set.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
ott.	2,8	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
nov.	3,0	4,0	1,3	5,2	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
dic.	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019 gen. ^(p)	2,2	3,3	-0,4	3,5	2,8	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 1° trim.	340,8	6.744,7	1.952,7	59,4	2.014,7	2.717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
2° trim.	330,4	6.708,6	1.950,7	58,4	2.025,6	2.673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
3° trim.	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
4° trim.	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 ago.	391,6	6.676,1	1.942,9	57,3	2.016,1	2.659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
set.	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
ott.	398,1	6.795,5	1.936,3	56,6	2.104,4	2.698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
nov.	390,3	6.782,9	1.929,9	55,8	2.098,7	2.698,5	1.036,3	418,5	196,1	204,4
dic.	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2019 gen. ^(p)	377,2	6.859,1	1.939,8	55,6	2.112,5	2.751,2	1.066,7	405,1	199,2	208,4
Transazioni										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018 1° trim.	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
2° trim.	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
3° trim.	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
4° trim.	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018 ago.	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
set.	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
ott.	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
nov.	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
dic.	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019 gen. ^(p)	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
Variazioni percentuali										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 1° trim.	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
3° trim.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
4° trim.	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 ago.	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
set.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
ott.	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
nov.	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
dic.	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 gen. ^(p)	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

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	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 4° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 1° trim.	-0,8	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,4
3° trim.	-0,4	.	.	.	.	1,5

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	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 4° trim.	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 1° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7
2° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7
3° trim.	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6

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	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 4° trim.	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017 4° trim.	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9
2018 1° trim.	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8
2° trim.	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,3	0,5
3° trim.	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2017 4° trim.	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2018 1° trim.	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5
2° trim.	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0
3° trim.	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0
Debito pubblico									
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2017 4° trim.	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2018 1° trim.	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4
2° trim.	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0
3° trim.	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 4° trim.	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 1° trim.	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
2° trim.	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
3° trim.	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 4° trim.	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 1° trim.	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
2° trim.	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
3° trim.	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank, 2019

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 6 marzo 2019.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-19-002-IT-N (online)