



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2019



Indice

Andamenti economici e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	15
3 Attività economica	21
4 Prezzi e costi	26
5 Moneta e credito	32
6 Andamenti della finanza pubblica	38
Riquadri	41
1 Gli effetti degli aumenti dei dazi in un mondo caratterizzato da catene globali del valore	41
2 Reazioni del mercato al sistema a due livelli	47
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 luglio al 29 ottobre 2019	51
4 Indicatori delle condizioni relative al mercato del lavoro nell'area dell'euro	57
5 Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro	62
6 L'attività di esportazione delle PMI dell'area dell'euro: evidenze dall'indagine sull'accesso al credito delle imprese (SAFE)	66
7 La valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2020: alcune implicazioni ai fini della riforma della governance delle finanze pubbliche	71
Articoli	75
1 Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario	75
2 Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro	91
3 La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi	114
Statistiche	S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Sulla base dell'analisi delle prospettive economiche e di inflazione, e tenendo conto delle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, nella riunione di politica monetaria del 12 dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e di confermare le proprie indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento, sugli acquisti netti di attività e sui reinvestimenti. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la scorsa riunione del Consiglio direttivo, tenutasi a fine ottobre, indicano il protrarsi di pressioni inflazionistiche contenute e deboli dinamiche di crescita nell'area dell'euro, malgrado i primi segnali di stabilizzazione del rallentamento economico e di lieve incremento dell'inflazione di fondo, in linea con le aspettative precedenti. La perdurante crescita dell'occupazione e l'aumento delle retribuzioni continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia dell'area. In tale contesto generale, e alla luce delle modeste prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo ha ribadito la necessità di mantenere un orientamento di politica monetaria altamente accomodante per un prolungato periodo di tempo, al fine di sostenere le spinte inflazionistiche di fondo e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Inoltre, le indicazioni prospettiche formulate dal Consiglio direttivo fanno sì che le condizioni finanziarie si adattino al mutare delle prospettive di inflazione. In ogni caso, il Consiglio direttivo continua a essere pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con l'approccio simmetrico adottato.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 12 dicembre 2019

La crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) si è indebolita nella prima metà del 2019, sebbene intorno alla fine dell'anno abbiano iniziato a manifestarsi alcuni segnali di stabilizzazione. La dinamica di crescita debole è stata caratterizzata da un'espansione in rallentamento sia nelle manifatture che negli investimenti, aggravata da crescenti incertezze nel quadro politico e delle politiche economiche, in un contesto caratterizzato, segnatamente, dal riesacerbarsi delle tensioni commerciali e dagli sviluppi legati alla Brexit. Le informazioni più recenti, tuttavia, segnalano una stabilizzazione della crescita mondiale, che trova conferma anche nei dati desunti dalle indagini. In particolare, gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) evidenziano una moderata ripresa della crescita del prodotto nel settore manifatturiero e un'attenuazione della dinamica espansiva della produzione nel settore dei servizi. Sulla base delle proiezioni, in prospettiva, la ripresa dell'attività economica mondiale dovrebbe essere contenuta, di riflesso a una moderazione della crescita nelle economie avanzate e a una ripresa stagnante in talune economie emergenti. Nel 2019 il commercio internazionale si è indebolito e, secondo le proiezioni, nel medio periodo dovrebbe crescere a un ritmo più contenuto rispetto all'attività mondiale. Le spinte inflazionistiche a livello

mondiale rimangono modeste, mentre il quadro complessivo dei rischi per l'attività economica internazionale continua a rimanere orientato al ribasso, sebbene i rischi si stiano attenuando.

Dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre 2019 i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati e la curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto, in assenza di aspettative di mercato circa una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. In linea con il miglioramento del clima di fiducia a livello mondiale, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono aumentate e i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ristretti. I differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro a lungo termine riflettono in ampia misura anche l'aumento dei tassi privi di rischio. Sui mercati dei cambi il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

Per il terzo trimestre del 2019 la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali si è confermata allo 0,2 per cento sul periodo precedente, invariata rispetto al secondo trimestre. La perdurante debolezza del commercio internazionale in un contesto di persistenti incertezze a livello mondiale continua a pesare sul settore manifatturiero dell'area dell'euro e frena la crescita degli investimenti. Allo stesso tempo, i dati economici più recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali, pur rimanendo nel complesso modesti, indicano una certa stabilizzazione del rallentamento economico nell'area. I settori dei servizi e delle costruzioni continuano a mostrare capacità di tenuta, malgrado una qualche moderazione nella seconda metà del 2019. In prospettiva, la crescita dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'ulteriore aumento dell'occupazione affiancato da un incremento delle retribuzioni, da un orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio nell'area, nonché dal perdurare dell'espansione dell'attività mondiale, seppur a un ritmo lievemente meno sostenuto.

Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2019 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,1 per cento nel 2020 e dell'1,4 per cento nel 2021 e nel 2022. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2019 dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali per il 2020 sono state lievemente riviste al ribasso. I rischi per le prospettive di crescita dell'area, connessi a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti, restano orientati al ribasso, sebbene siano ora lievemente meno marcati.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è passata dallo 0,7 per cento di ottobre all'1,0 per cento di novembre, principalmente di riflesso all'andamento più vigoroso dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio è probabile che nei prossimi mesi l'inflazione complessiva registri un certo incremento. Gli indicatori delle aspettative di inflazione si collocano su livelli bassi. Le misure dell'inflazione di fondo restano generalmente contenute, sebbene vi siano alcuni segnali di un lieve aumento in linea con le aspettative precedenti. Se da un lato le pressioni sul costo del lavoro si sono intensificate a fronte di condizioni più tese nei mercati del lavoro, dall'altro la dinamica più debole della crescita sta ritardando la loro trasmissione all'inflazione. Ci si

attende che nel medio periodo l'inflazione aumenti, sostenuta dalle misure di politica monetaria del Consiglio direttivo, dall'espansione economica in atto e dalla vigorosa crescita salariale.

Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,1 nel 2020, dell'1,4 nel 2021 e dell'1,6 nel 2022.

Rispetto all'esercizio condotto lo scorso settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state lievemente corrette al rialzo per il 2020 e al ribasso per il 2021, soprattutto per effetto dell'evoluzione attesa dei prezzi dell'energia. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere pari all'1,0 per cento nel 2019, all'1,3 nel 2020, all'1,4 nel 2021 e all'1,6 nel 2022.

A ottobre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta solida, mentre è proseguita la graduale ripresa dei prestiti al settore privato.

La crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è attestata al 5,6 per cento lo scorso ottobre, invariata rispetto al mese precedente. L'espansione sostenuta dell'aggregato monetario ampio riflette la continua erogazione di credito bancario al settore privato e il basso costo-opportunità di detenere M3. Contemporaneamente, condizioni favorevoli per la raccolta bancaria e per la concessione del credito hanno continuato a sostenere i flussi di prestiti e, di conseguenza, la crescita economica. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 3,8 per cento dal 3,6 per cento di settembre. L'orientamento accomodante di politica monetaria espresso dal Consiglio direttivo contribuirà a preservare condizioni molto favorevoli del credito bancario e seguirà a sostenere l'accesso al finanziamento in tutti i settori economici, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Ci si attende che nell'area dell'euro l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio rimanga moderatamente espansivo nel 2020, dando così sostegno all'attività economica. L'orientamento dovrebbe rimanere espansivo nel 2021 e stabilizzarsi nel 2022, principalmente per effetto di un saldo primario decrescente, ma ancora positivo. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche, i governi che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero essere pronti ad agire in maniera efficace e tempestiva. I governi dei paesi con un debito pubblico elevato devono perseguire politiche prudenti e conseguire gli obiettivi di saldo strutturale, così da creare le condizioni affinché gli stabilizzatori automatici operino liberamente. Tutti i paesi dovrebbero intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione di politica monetaria del 12 dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e di confermare le proprie indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento, sugli acquisti netti di attività e sui reinvestimenti:

- In primo luogo, il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.
- Inoltre, dopo la ripresa il 1° novembre degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività della BCE (PAA) a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, il Consiglio direttivo si attende che gli acquisti proseguano finché necessario a rafforzare l'effetto accomodante dei tassi di interesse di riferimento della BCE e che essi terminino poco prima del momento in cui inizierà a innalzare tali tassi.
- Come terzo punto, il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivo alla data in cui inizierà ad aumentare 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.

L'insieme articolato delle misure di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo a settembre fornisce un considerevole stimolo monetario, che assicura condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori dell'economia. In particolare, l'allentamento delle condizioni per la concessione di credito a famiglie e imprese sostiene la spesa per consumi e gli investimenti delle imprese. Ciò favorirà l'espansione dell'area dell'euro, il continuo accumularsi di pressioni interne sui prezzi e, di conseguenza, una salda convergenza dell'inflazione sull'obiettivo perseguito dal Consiglio nel medio termine. In prospettiva, il Consiglio direttivo continuerà pertanto a seguire attentamente l'andamento dell'inflazione e l'impatto del dispiegarsi delle misure di politica monetaria sull'economia. Il Consiglio direttivo resta pronto ad adeguare tutti gli strumenti a sua disposizione, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con l'approccio simmetrico adottato.

Contesto esterno

Sebbene la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) si sia indebolita nella prima metà del 2019, gli ultimi dati disponibili segnalano una stabilizzazione nella seconda metà dell'anno. La dinamica di crescita debole è stata caratterizzata da un rallentamento della crescita sia nelle manifatture che negli investimenti, aggravata da crescenti incertezze nel quadro politico e delle politiche economiche, in un contesto caratterizzato dal riesacerbarsi delle tensioni commerciali e dagli sviluppi legati alla Brexit. Le informazioni più recenti, tuttavia, segnalano una stabilizzazione della crescita mondiale nel terzo trimestre, confermata anche dai dati ricavati dalle ultime indagini. In particolare, gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) evidenziano una moderata ripresa della crescita del prodotto nel settore manifatturiero e una moderata espansione nel settore dei servizi. In prospettiva, le proiezioni indicano una ripresa dell'attività economica mondiale contenuta, di riflesso a una moderazione della crescita nelle economie avanzate e a una ripresa stagnante nelle economie emergenti. Nel 2019 il commercio internazionale si è indebolito e, secondo le proiezioni, nel medio periodo dovrebbe crescere a un ritmo più moderato rispetto all'attività mondiale. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono contenute, mentre i rischi per l'attività economica internazionale, sebbene meno pronunciati nel complesso, restano orientati al ribasso.

Attività economica e commercio a livello mondiale

Sebbene nella prima metà del 2019 la crescita a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) si sia indebolita, verso la fine dell'anno hanno iniziato a emergere segnali di stabilizzazione. Dopo il picco di metà 2018, la crescita a livello mondiale è stata caratterizzata da una fase di debolezza che è proseguita nella prima metà del 2019, corrispondente al periodo di minore slancio dalla crisi finanziaria mondiale. Il rallentamento è stato caratterizzato da debolezze dell'attività manifatturiera e degli investimenti a livello internazionale ed esacerbato da un aumento delle incertezze sulle politiche, dovute all'aggravarsi delle tensioni commerciali¹ e degli sviluppi legati alla Brexit. I dati recenti, tuttavia, indicano una stabilizzazione dell'attività a livello mondiale, sebbene su livelli bassi. Il PIL in termini reali ha continuato a espandersi negli Stati Uniti e in Giappone, mentre la crescita dell'attività reale ha ripreso vigore nel Regno Unito. Negli Stati Uniti, nel terzo trimestre, la solidità del mercato del lavoro e della spesa per consumi, e le condizioni finanziarie favorevoli hanno continuato a sostenere la crescita, mentre in Giappone il principale motore espansivo è stato una robusta domanda interna. Nel Regno Unito si è registrata una ripresa della crescita grazie a un'espansione sorprendente delle esportazioni nette e di una solida dinamica dei consumi privati. In Cina, i dati relativi al terzo trimestre hanno confermato il graduale rallentamento dell'attività, trainato da quello degli investimenti, mentre la crescita si è stabilizzata in altre economie emergenti.

Gli indicatori basati sulle indagini segnalano che nel quarto trimestre è proseguita la stabilizzazione dell'attività mondiale. L'indice mondiale composito dei responsabili degli

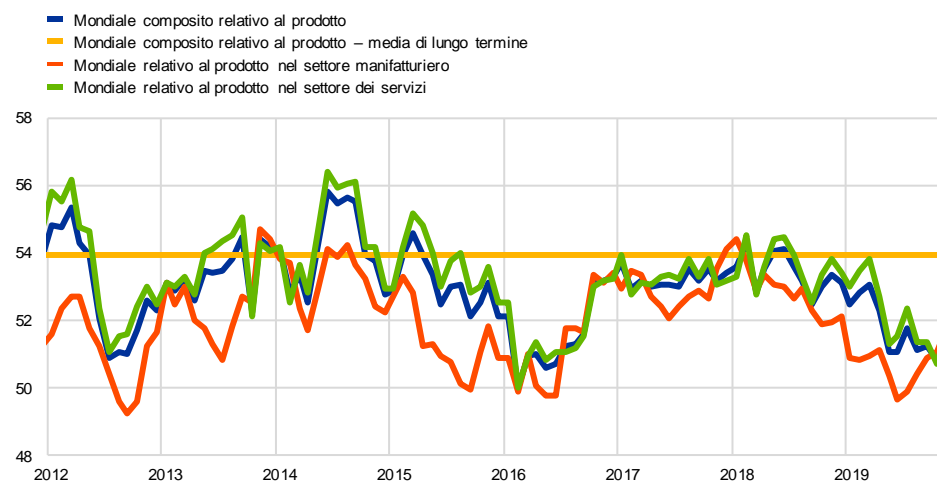
¹ Cfr. il riquadro 1 per un'analisi dell'impatto dei dazi commerciali sull'attività economica nel contesto delle catene globali del valore.

acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, nel terzo trimestre è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente, a indicare una stabilizzazione dell'attività mondiale. Anche i dati disponibili per ottobre e novembre confermano una stabile, seppur modesta, crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) nel quarto trimestre. A livello settoriale, a partire da luglio/agosto il divario tra i PMI relativi al prodotto nelle manifatture e nei servizi a livello mondiale si è progressivamente ridotto, evidenziando una graduale ripresa della crescita del prodotto nelle manifatture e una certa moderazione della dinamica espansiva nel settore dei servizi.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2019. "Media di lungo termine" si riferisce al periodo compreso tra gennaio 1999 e novembre 2019. Gli indici riportati nel grafico fanno riferimento al dato aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

Le condizioni finanziarie globali hanno subito un ulteriore allentamento.

Dopo la finalizzazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2019, le condizioni finanziarie si sono allentate sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti. Nelle economie emergenti, il miglioramento delle condizioni finanziarie si è concretizzato, principalmente, in un calo dei rendimenti obbligazionari e nella compressione dei loro differenziali. Le economie avanzate, dal canto loro, hanno beneficiato delle più elevate valutazioni dei titoli azionari (in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito) e della riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie. L'allentamento delle tensioni commerciali, le minori incertezze legate alla Brexit e l'ulteriore accomodamento monetario hanno contribuito a generare tali andamenti.

In prospettiva, le proiezioni indicano un recupero soltanto lieve dell'espansione a livello mondiale; ciò riflette un rallentamento della crescita nelle economie avanzate e in Cina, compensato da una moderata ripresa nelle economie emergenti.

Gli andamenti della crescita mondiale sono determinati da tre principali fattori. Un rallentamento dello slancio congiunturale nella maggior parte delle economie avanzate e la graduale transizione della Cina verso un percorso di minore crescita graveranno sulla dinamica espansiva mondiale. Per contro, un effetto base favorevole dovuto a una stabilizzazione dell'attività nelle economie emergenti che hanno vissuto una (grave) recessione contribuirà alla ripresa. Rispetto all'esercizio macroeconomico di proiezione di

settembre 2019, le prospettive di crescita mondiali sono state riviste al ribasso nell'orizzonte temporale di proiezione, riflettendo una ripresa più debole delle attese in alcune economie emergenti, anche alla luce dell'instabilità interna in alcune di esse (ad esempio Hong Kong e Cile).

L'attività economica dovrebbe rimanere solida negli Stati Uniti nel breve termine, per poi rallentare nel medio periodo.

Su base annualizzata, l'attività è cresciuta, nel terzo trimestre del 2019, a un ritmo del 2,1 per cento, sostanzialmente invariato rispetto al secondo trimestre. A trainare la crescita sono stati, ancora una volta, il mercato del lavoro forte, la buona tenuta dei consumi e le condizioni finanziarie favorevoli, mentre gli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale hanno continuato a contrarsi. Il contributo netto del commercio internazionale è stato neutrale, con una crescita moderata sia delle importazioni che delle esportazioni. A ottobre, l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo sui dodici mesi è salita lievemente all'1,8 per cento, dall'1,7 per cento del mese precedente, soprattutto a causa dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. L'inflazione al consumo al netto di tali componenti, invece, è scesa lievemente, portandosi al 2,3 per cento in ottobre. Secondo le proiezioni, nel medio periodo la crescita dovrebbe gradualmente ritornare al tasso di crescita potenziale appena sotto il 2 per cento, coerentemente con la maturazione del ciclo economico e con i sempre più stringenti vincoli di capacità, mentre l'inflazione al consumo dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento.

In Cina l'attività economica rimane su una traiettoria di graduale rallentamento.

Nel terzo trimestre del 2019 la crescita del PIL sui dodici mesi è scesa al 6,0 per cento, dal 6,2 del secondo trimestre, trainata dalle esportazioni nette più deboli. Gli investimenti, che hanno deluso le aspettative, dovrebbero mantenersi deboli, mentre la disputa commerciale con gli Stati Uniti continua a gravare sul commercio internazionale. In prospettiva, nel 2020 la crescita dovrebbe subire un ulteriore ridimensionamento dovuto al rallentamento delle esportazioni e alla debolezza degli investimenti, per poi risalire lievemente nel 2021 e nel 2022, sostenuta da interventi di policy. Nel complesso, il rallentamento dell'attività economica riflette la precedente riduzione della leva finanziaria finalizzata a contenere i rischi finanziari, l'attenzione dell'amministrazione pubblica al riequilibrio dell'economia a discapito degli investimenti e l'impatto delle attuali tensioni commerciali con gli Stati Uniti. L'attuazione delle riforme strutturali dovrebbe condurre a una transizione ordinata verso un percorso di crescita più moderato, meno dipendente da investimenti ed esportazioni.

In Giappone, l'attività economica rimane modesta e dovrebbe continuare a crescere moderatamente nel medio periodo.

Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2019 (sul periodo corrispondente), rispetto allo 0,5 per cento del trimestre precedente. La solida domanda interna, sostenuta dagli investimenti privati delle aziende in settori diversi dall'edilizia residenziale e dall'anticipo della spesa che ha preceduto l'aumento dell'IVA entrato in vigore il 1° ottobre, è stata in parte compensata dalle esportazioni deboli e dalla correzione delle scorte, nonché da rimborsi per il risultato relativamente forte conseguito nel secondo trimestre (in parte in conseguenza del prolungato periodo di vacanza legato ai festeggiamenti per la successione imperiale). Sebbene si preveda un temporaneo indebolimento della crescita dovuto all'aumento dell'IVA e alle calamità naturali di ottobre, l'attività dovrebbe gradualmente tornare su un percorso di crescita moderata mentre il Giappone continua a beneficiare di una politica monetaria ampiamente accomodante, di solide condizioni del mercato del lavoro e dei preparativi per le Olimpiadi

del 2020 a Tokyo. Anche il recente annuncio di un consistente pacchetto di misure di stimolo fiscale da parte del governo giapponese (non ancora approvato dal parlamento) contribuirà probabilmente a sostenere la crescita nel futuro. Allo stesso tempo, ci si attende che la maturazione del ciclo economico in un contesto caratterizzato da vincoli di forza lavoro e capacità sempre più stringenti intervenga a rallentare il ritmo di crescita.

Nel Regno Unito, la crescita del PIL in termini reali ha evidenziato un modesto recupero nel terzo trimestre, tuttavia le prospettive rimangono moderate, malgrado l'attenuazione dei rischi legati a una Brexit disordinata. Dopo la contrazione subita nel secondo trimestre (-0,2 per cento sul periodo corrispondente), il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento nel terzo trimestre, rafforzato da un'espansione delle esportazioni nette inaspettatamente forte. La crescita dei consumi privati è rimasta solida (0,4 per cento sul trimestre precedente), alla luce di una più forte espansione dei salari reali nel corso del 2019 e grazie all'ulteriore sostegno dei consumi collettivi (0,3 per cento sul trimestre precedente), mentre gli investimenti e le scorte hanno continuato a esercitare un freno sulla dinamica espansiva. Le incertezze legate alla Brexit sono rimaste elevate, vincolando la crescita nel breve periodo. Le prospettive di crescita a più lungo termine rimangono strettamente correlate alla natura degli accordi commerciali finali conseguenti la Brexit, non ancora stipulati tra il Regno Unito e l'UE. L'inflazione ha registrato un forte calo all'inizio del quarto trimestre, con il dato relativo all'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC nel Regno Unito che è sceso all'1,5 per cento a ottobre, dall'1,8 per cento del terzo trimestre. Il calo riflette l'impatto dei più bassi prezzi del petrolio denominati in sterline rispetto allo scorso anno, dei minori prezzi all'importazione dovuti all'apprezzamento della sterlina britannica a partire da settembre e un forte effetto al ribasso sui prezzi dei beni energetici in ambito nazionale conseguente la riduzione del massimale dei prezzi dell'energia applicato dalle autorità competenti, che probabilmente subirà un'inversione di tendenza nella primavera del 2020.

Nell'orizzonte temporale di proiezione, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe mantenersi sostenuta nei paesi dell'Europa centrale e orientale. L'attività economica continua a essere sostenuta da una solida spesa per consumi, supportata da condizioni favorevoli dei mercati del lavoro; tuttavia gli investimenti dovrebbero subire un rallentamento a fronte di una fase più avanzata del ciclo di fondi dell'UE. Nell'orizzonte temporale della proiezione, ci si attende un rallentamento della crescita rispetto agli attuali tassi superiori al potenziale; l'espansione, tuttavia, dovrebbe confermarsi solida.

Secondo le proiezioni, l'attività economica nei grandi paesi esportatori di materie prime dovrebbe registrare una modesta ripresa rispetto ai deboli risultati ottenuti nel corso del 2019. In Russia, l'afflusso di petrolio contaminato in uno dei principali oleodotti destinati all'esportazione ha prodotto disservizi su ampia scala; tuttavia un ripristino della produzione più rapido del previsto ha consentito di conseguire risultati migliori rispetto alle attese in merito al PIL e alle esportazioni nel terzo trimestre del 2019. Per il futuro, le prospettive a medio termine saranno informate principalmente dall'attuazione di politiche strutturali e di bilancio, dagli andamenti del mercato petrolifero su scala mondiale (nello specifico, dall'impegno del gruppo dei più importanti paesi produttori di petrolio dell'OPEC+ a sostenere i tagli alla produzione) e dall'ambito di applicazione delle sanzioni internazionali comminate alla Russia. In Brasile, nonostante i miglioramenti registrati sin dall'inizio del 2019, la crescita resta fragile a causa della tensione dei bilanci pubblici (compresi

congelamenti dei bilanci), di un contesto esterno incerto (con tensioni commerciali e crisi in Argentina e altri paesi dell'America latina) e di shock idiosincratici (come il crollo di una diga). Sebbene la riforma del sistema pensionistico approvata di recente assuma rilevanza critica nel migliorare il clima di fiducia, il livello di attuazione di ulteriori, necessarie riforme di natura fiscale inciderà in maniera significativa sulla crescita nel medio e lungo periodo.

In Turchia la crescita dovrebbe rimanere moderatamente positiva nel 2019, per poi intraprendere un graduale recupero nel medio termine. Dopo la forte contrazione del PIL nella seconda metà del 2018, l'economia ha registrato una ripresa nella prima metà del 2019 grazie allo stimolo fiscale attuato in vista delle elezioni di marzo, ai maggiori consumi da parte delle famiglie e alle esportazioni nette; gli investimenti, invece, hanno continuato a contrarsi. La crescita dovrebbe mantenersi moderatamente positiva nel 2019, a patto che i consumi delle famiglie continuino a mostrarsi solidi, mentre il contesto esterno potrebbe rivelarsi lievemente meno favorevole. È attesa una graduale accelerazione dell'attività economica verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione.

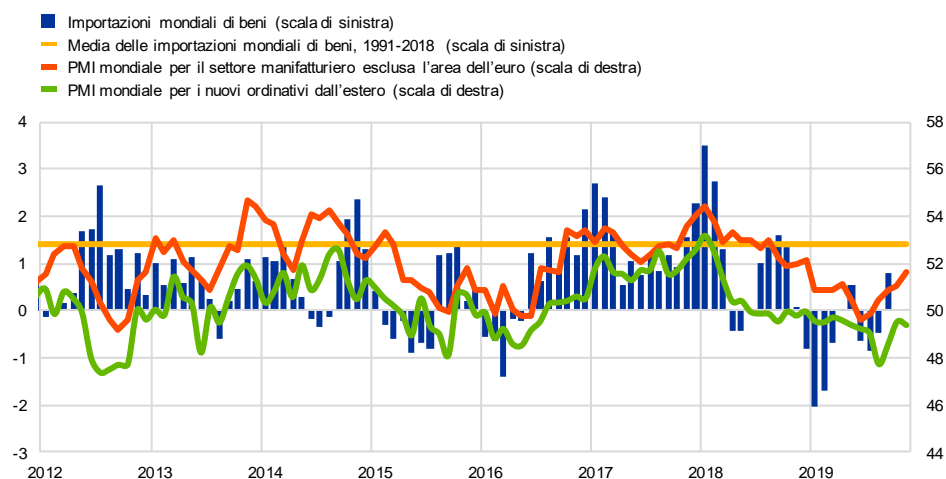
Nel corso del 2019, il commercio mondiale ha registrato un calo significativo, in un contesto caratterizzato da recrudescenze delle tensioni commerciali e da un rallentamento dell'attività industriale. Dopo una contrazione nella prima metà del 2019, gli ultimi dati disponibili segnalano una stabilizzazione del commercio mondiale per il resto dell'anno, sebbene su livelli molto modesti. Tra le economie avanzate, gli scambi sono tornati a crescere moderatamente nel terzo e nel quarto trimestre del 2019, sostenuti da una normalizzazione delle importazioni nel Regno Unito (dopo l'eccezionale accumulo di scorte di inizio anno)² e da un rialzo delle importazioni negli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale, dopo un temporaneo rallentamento nel secondo trimestre. Tra le economie emergenti, gli scambi hanno continuato a contrarsi nel terzo trimestre a causa di fattori avversi in Cina, del rallentamento dell'economia in India e delle turbolenze politiche in America latina; nel quarto trimestre, tuttavia, si sono registrati segnali di stabilizzazione. Secondo i dati del CPB, nel terzo trimestre del 2019 le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) sono aumentate dello 0,8 per cento rispetto al secondo trimestre, dopo aver registrato una contrazione per tre trimestri consecutivi e nonostante il brusco calo mensile intervenuto a settembre (cfr. grafico 2). Mentre gli indicatori delle indagini sui nuovi ordinativi dall'estero continuano a segnalare una contrazione (nonostante un lieve recupero), l'attuale debolezza del commercio mondiale sembra destinata a protrarsi nel breve periodo.

² Nel primo trimestre del 2019 le importazioni nel Regno Unito sono aumentate del 10 per cento circa, in termini congiunturali, per via dell'accumulo di scorte in vista della prima scadenza prevista per la Brexit, il 29 marzo 2019. Il successivo riassorbimento di tali scorte, nel secondo trimestre del 2019, ha portato a una contrazione delle importazioni del 13 per cento.

Grafico 2

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

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



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

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2019 per i PMI e a settembre 2019 per le importazioni mondiali di beni. Indici e dati fanno riferimento al dato aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

I recenti sviluppi nell'orientamento delle politiche commerciali degli Stati Uniti forniscono segnali contrastanti sul potenziale dissolvimento delle tensioni commerciali.

La ripresa dei negoziati bilaterali sugli scambi commerciali tra Stati Uniti e Cina all'inizio di ottobre ha spianato la strada per la "Fase 1" di un eventuale accordo commerciale, destando speranze di un allentamento delle tensioni commerciali. Tuttavia, alla data di ultimo aggiornamento del presente documento, il dibattito sugli scambi commerciali prosegue tra le schermaglie politiche dei due paesi coinvolti e resta da chiarire il quadro temporale di un eventuale accordo³. In attesa di tali sviluppi, gli Stati Uniti hanno prorogato a tempo indeterminato l'aumento dei dazi del 15 ottobre⁴. Inoltre, la decisione degli Stati Uniti circa l'eventuale imposizione di dazi su autovetture (e parti di ricambio) provenienti dall'UE, la cui scadenza iniziale era prevista per la metà di novembre, è stata differita. Tuttavia sono recentemente emerse tensioni commerciali nei confronti di altri paesi. All'inizio di dicembre l'amministrazione statunitense ha minacciato di ripristinare i dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio dall'Argentina e dal Brasile, in risposta alle politiche valutarie di tali paesi. Contemporaneamente, a conclusione di un'indagine condotta dall'Office of United States Trade Representative sull'imposta sui servizi digitali introdotta in Francia nel 2019, gli Stati Uniti hanno minacciato l'imposizione di dazi sull'importazione di alcuni prodotti francesi poiché tale imposta era ritenuta discriminante nei confronti delle imprese statunitensi. Sebbene il volume complessivo delle importazioni potenzialmente colpite da questi dazi non sia particolarmente ampio, tali recenti sviluppi non depongono a favore di un eventuale dissolvimento delle tensioni commerciali.

³ Sebbene non se ne conoscano ancora i dettagli, l'accordo attualmente oggetto di negoziazione dovrebbe riguardare vari aspetti della relazione tra i due paesi. Secondo le informazioni disponibili, nella fase 1 dell'accordo la Cina si impegnerebbe, tra l'altro, ad aumentare le proprie importazioni di prodotti agricoli dagli Stati Uniti (ripristinando, sostanzialmente, i volumi di importazione prevalenti prima dell'imposizione di dazi su tali prodotti da parte della Cina, pari a circa 20 miliardi di dollari statunitensi all'anno), a migliorare la trasparenza sul mercato dei cambi e a rafforzare i presidi a tutela della proprietà intellettuale.

⁴ L'aumento dei dazi del 15 ottobre (di 5 punti percentuali, dal 25 al 30 per cento) è stato imposto su importazioni dalla Cina del valore di 250 miliardi di dollari statunitensi.

Secondo le proiezioni, le importazioni a livello globale dovrebbero aumentare gradualmente nel medio periodo ed espandersi a un ritmo più moderato rispetto all'attività economica. L'ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali, i cui effetti continueranno a farsi sentire anche nel 2020, unito a una ripresa delle economie emergenti più graduale rispetto alle attese e al riequilibrio strutturale dell'economia cinese concorreranno a ritardare la ripresa del commercio. Di conseguenza, l'elasticità del commercio all'attività economica dovrebbe mantenersi sotto il valore unitario nell'orizzonte temporale della proiezione. Stando alle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2019 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, le importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbero evidenziare un marcato rallentamento, passando da una crescita del 4,6 per cento nel 2018 a una crescita pari a zero nel 2019, per poi raggiungere lo 0,8 per cento nel 2020, il 2,4 per cento nel 2021 e il 2,7 per cento nel 2022. La domanda estera nell'area dell'euro, che è cresciuta del 3,7 per cento lo scorso anno, dovrebbe scendere allo 0,7 per cento nel 2019, per poi aumentare gradualmente fino all'1,0 per cento nel 2020, al 2,3 per cento nel 2021 e al 2,6 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio di proiezione macroeconomico di settembre 2019, gli esperti della BCE hanno rivisto al ribasso il dato sulla domanda estera di 0,3 punti percentuali per il 2019, di 0,9 punti percentuali per il 2020 e di 0,4 punti percentuali per il 2021. Oltre all'impatto dei dazi annunciati alla fine di agosto e alla maggiore debolezza dei dati rilevati, tali revisioni riflettono un generalizzato ridimensionamento dello slancio delle importazioni, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, per effetto delle modeste prospettive di crescita.

Il quadro complessivo dei rischi per l'attività mondiale rimane orientato al ribasso, sebbene i rischi si siano lievemente attenuati. Un ulteriore inasprimento delle dispute commerciali agirebbe a discapito degli scambi e della crescita a livello mondiale e causerebbe malfunzionamenti all'interno delle catene produttive mondiali. Inoltre, lo scenario di una Brexit senza accordo potrebbe avere ulteriori ripercussioni, soprattutto in Europa. Un rallentamento ancora più marcato dell'economia cinese potrebbe essere difficile da compensare con misure di stimolo efficaci e potrebbe ostacolare il processo di correzione degli squilibri attualmente in atto nel paese. La rivalutazione del rischio sui mercati finanziari potrebbe compromettere la propensione al rischio a livello mondiale, mentre un ulteriore inasprimento delle tensioni geopolitiche potrebbe produrre, dal suo canto, un impatto negativo sull'attività e sul commercio mondiale. I rischi al rialzo riguardano una più rapida ripresa degli scambi a livello mondiale e una migliore risoluzione delle attuali incertezze in ambito politico.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

I corsi petroliferi sono aumentati nel contesto di un clima di mercato in miglioramento. Le preoccupazioni relative a una debole domanda di petrolio su scala internazionale hanno continuato a rappresentare una delle principali determinanti del mercato fino a metà ottobre, quando il dialogo commerciale tra Stati Uniti e Cina è ripreso. Da allora il prezzo del petrolio ha registrato una ripresa, a fronte di un clima del mercato più positivo, ed è stato coadiuvato dall'accordo sottoscritto dall'OPEC+ il 6 dicembre, in cui quest'ultima si impegna ad apportare più sostanziosi tagli alla produzione.

Secondo le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2019, il prezzo del petrolio dovrebbe diminuire nell'orizzonte temporale della

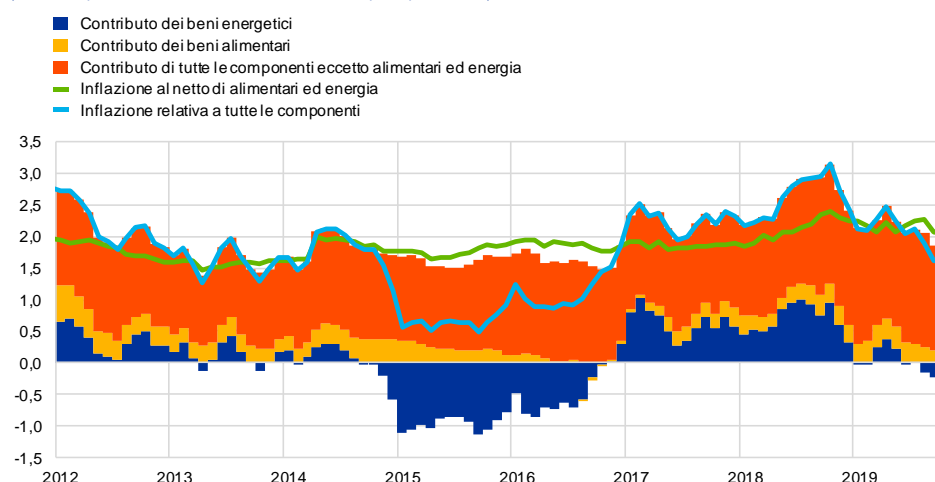
proiezione. In seguito all'aumento delle quotazioni a pronti, la curva dei future sul greggio si è spostata lievemente verso l'alto nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2019, mentre l'inclinazione è rimasta sostanzialmente invariata. Pertanto, le ipotesi sui prezzi del petrolio alla base delle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2019 degli esperti dell'Eurosistema erano più elevate del 2,1 per cento, del 4,6 per cento e del 2,1 per cento (rispettivamente per il 2019, 2020 e 2021) rispetto a quelle di settembre 2019. Dalla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di dicembre, i corsi petroliferi sono ulteriormente aumentati e l'11 dicembre le quotazioni del greggio di qualità Brent si attestavano sui 65,2 dollari al barile.

Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono contenute. Nei paesi appartenenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo sui dodici mesi si è collocata all'1,6 per cento a ottobre 2019, rimanendo invariata rispetto al mese precedente. I prezzi dei beni energetici hanno continuato a incidere negativamente sull'inflazione complessiva (che è scesa ulteriormente, al -3,0 per cento dal 2,7 per cento di settembre), mentre l'inflazione dei prezzi dei beni alimentari ha registrato una lieve ripresa, compensando in tal modo il calo dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC al netto di alimentari ed energia è diminuita lievemente, al 2,0 per cento, dal 2,1 per cento di settembre (cfr. grafico 3). Le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute nelle principali economie avanzate, malgrado l'allentamento intervenuto nell'orientamento di politica monetaria e le condizioni tese del mercato del lavoro, che non si sono pienamente tradotti in un aumento dei salari. Nel complesso, ciò sembra indicare che le pressioni inflazionistiche di fondo siano destinate a rimanere modeste nel prossimo futuro.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a ottobre 2019.

In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. Nel medio periodo, ci si attende una sostanziale stabilizzazione della crescita

dei prezzi delle esportazioni dei concorrenti dell'area dell'euro (in valuta nazionale), mentre il contributo offerto da una curva dei future dei corsi petroliferi con andamento discendente dovrebbe essere ampiamente compensato dal deprezzamento dell'euro nell'orizzonte temporale della proiezione.

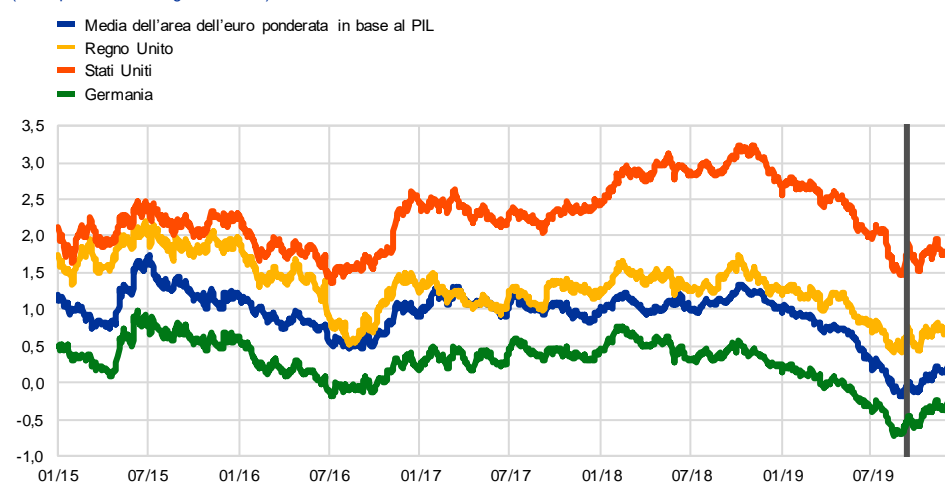
Dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre 2019 i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati e la curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto, in assenza di aspettative di mercato circa una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. In linea con un lieve miglioramento del clima di fiducia a livello mondiale, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono aumentate e i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono contratti. I rendimenti sovrani dell'area dell'euro hanno rispecchiato in ampia misura l'aumento dei tassi privi di rischio e i differenziali di rendimento dei titoli sovrani hanno mostrato variazioni contenute; solo il differenziale sui titoli di Stato italiani è aumentato in maniera significativa, principalmente per effetto di tensioni politiche interne. Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

Nell'area dell'euro i rendimenti sovrani a lungo termine sono aumentati, segno di un'inversione rispetto alla tendenza al ribasso osservata fra la fine del 2018 e agosto 2019 (cfr. grafico 4). Nel periodo in esame (dal 12 settembre all'11 dicembre 2019) il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un aumento di 25 punti base, collocandosi allo 0,20 per cento, sulla scorta di tassi privi di rischio più elevati a fronte di una maggiore tolleranza per il rischio e di una parziale stabilizzazione delle prospettive macroeconomiche. Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati anche nel Regno Unito, attestandosi intorno allo 0,78 per cento, mentre negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli equivalenti sono rimasti pressoché immutati, all'1,79 per cento.

Grafico 4

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 dicembre 2019.

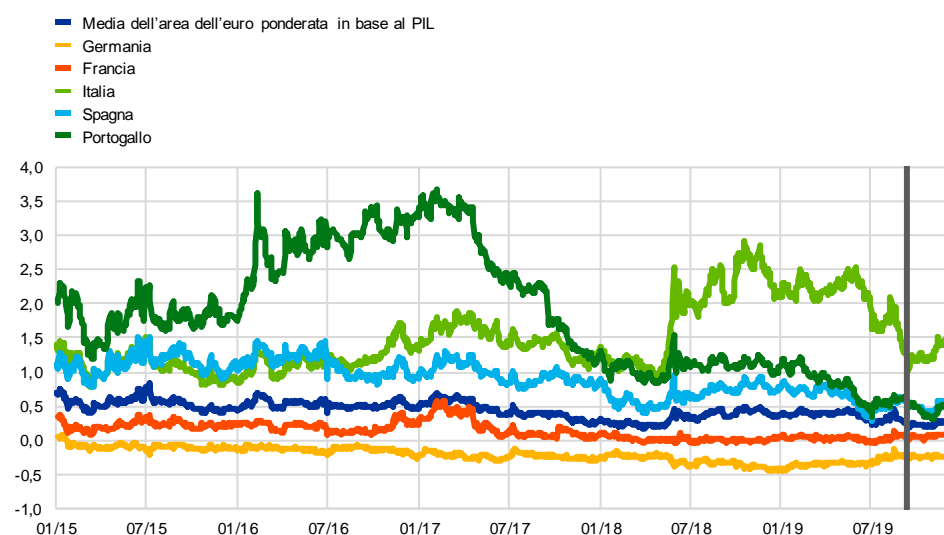
Nel periodo in esame i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro hanno rispecchiato in ampia misura l'aumento del tasso OIS (Overnight Index Swap) privo di rischio, tanto che i differenziali rispetto al tasso OIS sono rimasti sostanzialmente invariati, eccezion fatta per l'Italia (cfr. grafico 5). Il differenziale sulle

obbligazioni sovrane italiane a dieci anni si è ampliato in misura significativa, di 27 punti base, arrivando a 1,43 punti percentuali, principalmente di riflesso all'intensificarsi di tensioni politiche interne che, in quanto tali, non hanno avuto effetti di propagazione su altri paesi dell'area dell'euro. I differenziali sui titoli analoghi emessi da Germania e Portogallo si sono ridotti di 3 e 4 punti base, collocandosi rispettivamente a -0,23 e 0,46 punti percentuali, mentre i differenziali relativi a Spagna e Francia si sono ampliati rispettivamente di 7 punti base e di 1 punto base, arrivando a 0,53 e 0,09 punti percentuali. Nel complesso, il differenziale ponderato per il PIL relativo all'area dell'euro è aumentato di 6 punti base ed è pari a 0,27 punti percentuali.

Grafico 5

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

(punti percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

Nel periodo in rassegna il tasso Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR

(Euro short-term rate) si sono attestati in media rispettivamente a -45 e -54 punti

base. Entrambi i tassi si sono collocati circa 10 punti base al di sotto dei livelli medi registrati ad agosto 2019, di riflesso alla riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale del 18 settembre 2019. La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base⁵. Nel periodo in esame la liquidità in eccesso è aumentata di circa 41 miliardi di euro, arrivando a circa 1.800 miliardi, principalmente per effetto di un calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e della ripresa il 1° novembre scorso degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema.

La curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata considerevolmente verso l'alto, a indicare che i mercati non si aspettano ulteriori riduzioni del tasso sui depositi presso la banca centrale (cfr. grafico 6.).

Avendo perso quasi del tutto la propria pendenza negativa nel periodo in esame, la curva raggiunge un punto di minimo all'incirca del -0,49 per cento a cavallo fra il 2020 e il 2021, vale a dire solo alcuni punti base al di sotto

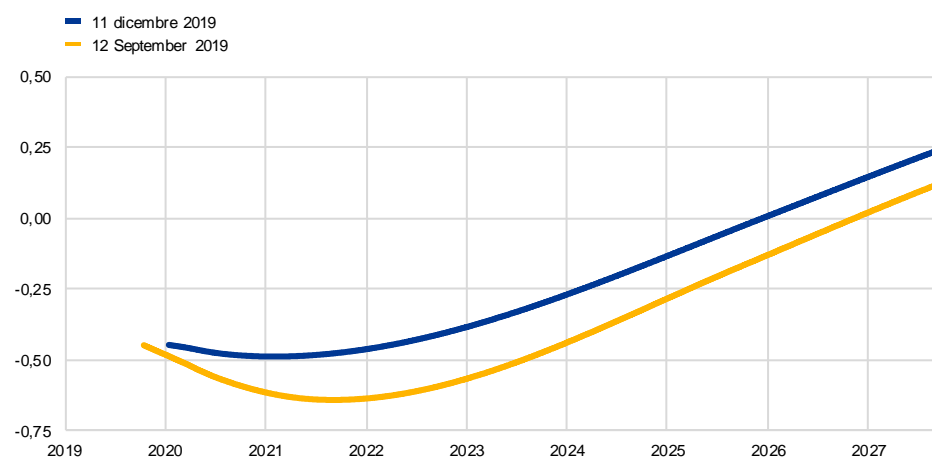
⁵ Cfr. il riquadro "Addio EONIA, benvenuto €STR!", nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

del livello attuale dell'Eonia. Il venir meno dell'inversione della curva a termine dell'Eonia indica che i mercati non si aspettano più una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. Nel complesso, la curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2025, riflettendo il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tempo contrassegnato da tassi di interesse negativi.

Grafico 6

Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



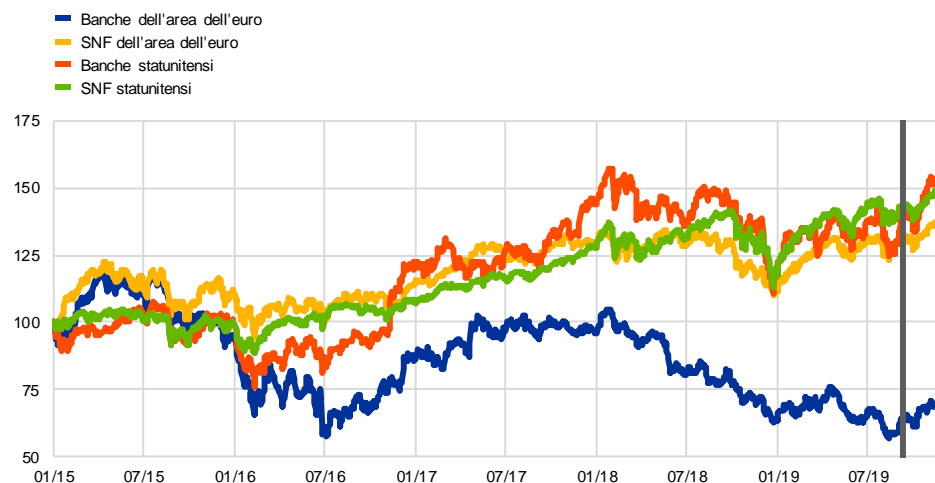
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro sono aumentati sulla scorta di un miglioramento del clima di fiducia a livello mondiale (cfr. grafico 7). Nel periodo di riferimento le quotazioni azionarie delle società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate, rispettivamente, del 6,6 e del 3,0 per cento. L'effetto frenante sulle quotazioni azionarie che deriva dall'incremento dei tassi privi di rischio e dalla lieve diminuzione delle aspettative riguardo agli utili societari di lungo periodo è stato più che compensato dal calo del premio per il rischio azionario, che potrebbe essere in parte riconducibile a una parziale attenuazione delle tensioni commerciali a livello mondiale e a una timida stabilizzazione delle prospettive macroeconomiche.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

I differenziali sulle obbligazioni di società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro si sono ridotti nel periodo in esame (cfr. grafico 8).

A fronte di un migliore clima di fiducia a livello mondiale, che ha fornito un sostegno generalizzato alle attività rischiose, nell'area dell'euro gli incrementi dei corsi azionari si sono riflessi in una riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono scesi rispettivamente di 11 e 13 punti base nel periodo in esame, attestandosi a 61 e 73 punti base. Il calo dei differenziali non è dovuto a variazioni nei dati fondamentali sul credito, misurati dai rating e dalle probabilità di default, dal momento che sono rimasti sostanzialmente invariati. Nel complesso, sebbene al momento si collochino al di sopra dei livelli minimi toccati all'inizio del 2018, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie rimangono ben al di sotto dei valori osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo avvio del programma di acquisto delle attività del settore societario.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

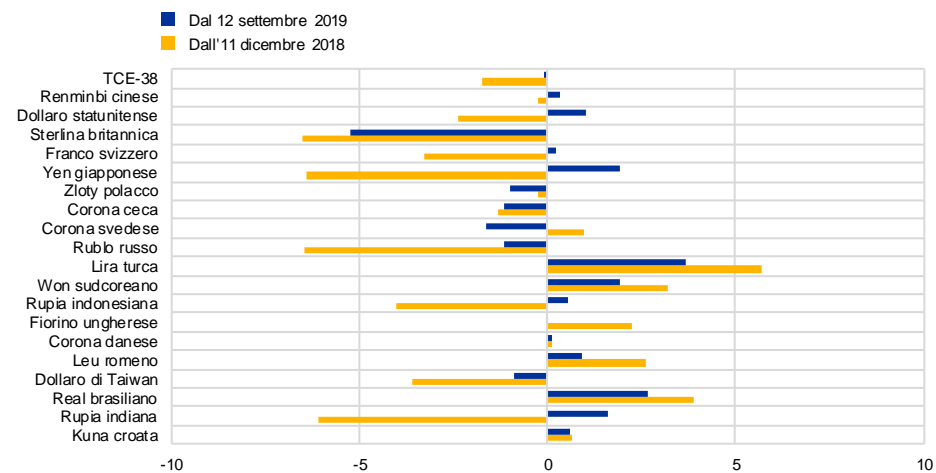
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2019). Le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 dicembre 2019.

Sul mercato dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9), sebbene alcuni tassi di cambio bilaterali si siano mossi in direzioni opposte. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dello 0,1 per cento nel periodo in esame. L'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute, fra cui il dollaro statunitense (dell'1,0 per cento), il renminbi cinese (dello 0,3 per cento), lo yen giapponese (dell'1,9 per cento) e il franco svizzero (dello 0,2 per cento), nonché nei confronti delle valute di Brasile, India e Turchia. Questo andamento è stato compensato principalmente da un deprezzamento dell'euro del 5,3 per cento nei confronti della sterlina britannica, a fronte di notizie che indicano maggiori probabilità di una Brexit ordinata. L'euro si è, inoltre, deprezzato dell'1,2 per cento sulla corona ceca e dell'1,0 per cento sullo zloty polacco.

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: EER-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti l'11 dicembre 2019.

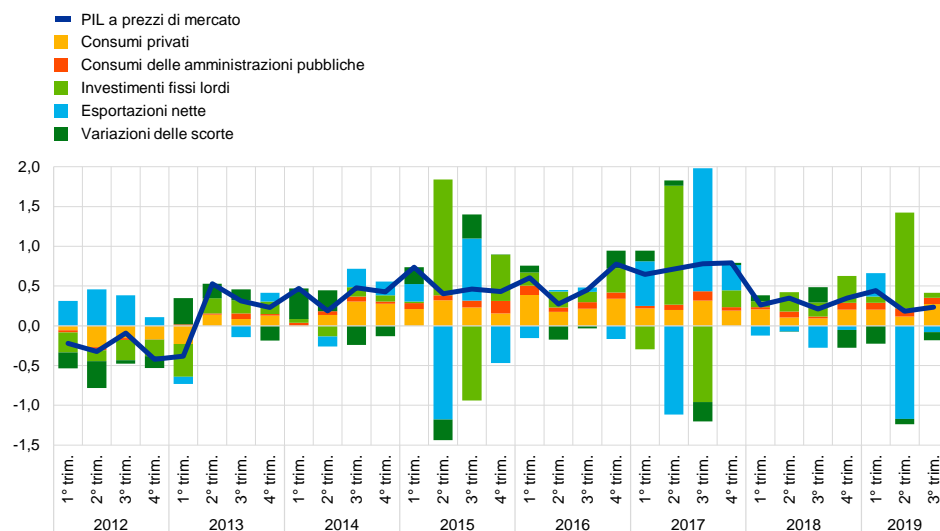
Nel terzo trimestre del 2019 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è rimasta invariata allo 0,2 per cento sul periodo precedente. L'attività economica nell'area è stata sostenuta principalmente dai consumi privati, che hanno rafforzato il contributo positivo fornito alla crescita dalla domanda interna. Di contro, il settore estero ha continuato a pesare sulla crescita dell'area dell'euro, come mostrato dal contributo lievemente negativo dell'interscambio netto. In prospettiva, le informazioni più recenti suggeriscono una crescita moderata, anche se con alcuni rischi al ribasso. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019 prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,1 nel 2020 e dell'1,4 nel 2021 e nel 2022. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2020, date le considerevoli revisioni al ribasso della domanda estera, solo in parte compensate da orientamenti più favorevoli della politica monetaria e delle politiche di bilancio, oltre che da un effettivo deprezzamento dell'euro.

La crescita dell'area dell'euro è proseguita a un ritmo moderato nel terzo trimestre del 2019, sostenuta dalla forte domanda interna. Nell'ultimo trimestre di quest'anno il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, attestandosi a un livello invariato rispetto al trimestre precedente e inferiore allo 0,4 per cento osservato nel primo trimestre dell'anno (cfr. grafico 10). La domanda interna ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre del 2019, mentre la variazione delle scorte ha dato un apporto negativo. L'andamento del settore estero ha continuato a pesare sulla crescita dell'area dell'euro, come mostrato dal contributo leggermente negativo dell'interscambio netto. Per quanto riguarda la produzione, nel terzo trimestre l'attività economica è stata sostenuta principalmente dalla crescita dei servizi e da una ripresa nel settore delle costruzioni, mentre il valore aggiunto nel settore industriale (escluse le costruzioni) ha subito un'ulteriore contrazione.

Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019. La consistente movimentazione degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni nette nel 2015, nel 2017 e nel 2019 riflette gli andamenti specifici legati agli investimenti in beni immateriali in Irlanda e nei Paesi Bassi.

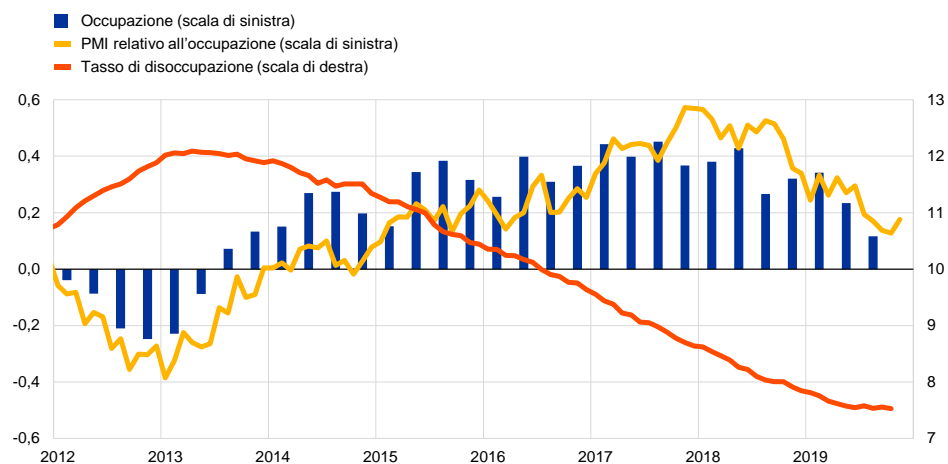
Il mercato del lavoro ha continuato a migliorare, ma a un ritmo moderato (cfr. grafico 11).

L'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2019, in ribasso dallo 0,2 per cento nel secondo trimestre. Tale moderato incremento è stato generalizzato tra i vari settori e paesi. Il livello dell'occupazione è attualmente del 3,9 per cento più alto rispetto al picco pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 7,6 per cento nel terzo trimestre, è sceso al 7,5 per cento nel mese di ottobre e continua ad attestarsi attorno ai bassi livelli osservati prima della crisi. Nel terzo trimestre del 2019 la produttività per occupato è cresciuta dello 0,1 per cento sul trimestre precedente. In prospettiva, gli indicatori ricavati dalle indagini campionarie suggeriscono che la crescita dell'occupazione nel breve termine continuerà a essere positiva. L'analisi delle principali componenti del mercato del lavoro riportata nel riquadro 4 mostra che la dinamica del mercato del lavoro, seppur in lieve diminuzione, resta sostenuta, e suggerisce ulteriori lievi miglioramenti nel prossimo futuro.

Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il Purchasing Managers' Index (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019 per l'occupazione, a novembre 2019 per l'indice PMI e a ottobre 2019 per il tasso di disoccupazione.

I consumi privati continuano a essere trainati dall'incremento del reddito da lavoro e dalla maggiore solidità dei bilanci delle famiglie. Nel terzo trimestre del 2019 i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento lievemente più contenuto nel secondo trimestre. Nel terzo trimestre del 2019 le vendite al dettaglio sono state in media dello 0,5 per cento superiori al livello del secondo trimestre, quando erano aumentate dello 0,6 per cento rispetto al primo. Tuttavia, a ottobre hanno segnato un leggero calo – dello 0,6 per cento rispetto al mese precedente. In una prospettiva di medio termine, l'aumento dei redditi da lavoro continua a sostenere la dinamica di fondo della spesa per consumi. Inoltre, il continuo consolidamento dei bilanci delle famiglie resta un importante fattore alla base di una crescita costante dei consumi.

Nel terzo trimestre del 2019 gli investimenti delle imprese (approssimati dagli investimenti in settori diversi da quello delle costruzioni) sono leggermente aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo il forte incremento del trimestre precedente, trainato dagli investimenti in proprietà intellettuale in Irlanda.

I dati più recenti indicano una crescita contenuta degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro. Il clima di fiducia legato alla produzione dei beni di investimento si è piuttosto stabilizzato a novembre, benché in media abbia continuato a diminuire in termini trimestrali, in un contesto caratterizzato da incertezza a livello mondiale, cui si associano anche diversi fattori strutturali come la normativa ambientale e il cambiamento tecnologico. Anche la diminuzione dei livelli di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, unitamente agli scarsi margini di profitto delle imprese e alle deboli aspettative sugli utili, indicano una crescita contenuta degli investimenti. Come nota positiva, gli investimenti delle imprese continueranno a essere sostenuti da condizioni di finanziamento favorevoli.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono aumentati dello 0,6 per cento nel terzo trimestre del 2019, dopo il modesto incremento dello 0,1 per cento nel trimestre precedente. Sostenuti sia dalla componente residenziale sia da quella non

residenziale, anche gli investimenti in costruzioni sono cresciuti dello 0,3 per cento nel terzo trimestre. Nonostante la costante ripresa nel settore degli immobili residenziali, gli indicatori di breve periodo e quelli ricavati dalle indagini evidenziano divergenze negli andamenti di tali mercati. Dal lato della domanda, l'incremento degli indicatori come quello relativo alle intenzioni di spesa dei consumatori sia per immobili residenziali esistenti sia per quelli di nuova costruzione, lasciano emergere una dinamica in ripresa. Dal lato dell'offerta gli indicatori, tra i quali la produzione nel settore edile, i permessi a costruire e le segnalazioni delle aziende dell'edilizia riguardanti la carenza di forza lavoro, rilevano crescenti vincoli alla produzione. L'andamento positivo, ma in calo, degli investimenti in edilizia residenziale dovrebbe continuare nel quarto trimestre. Nei mesi di ottobre e novembre gli indicatori del clima di fiducia, per quanto ancora al di sopra delle medie storiche, hanno segnato una diminuzione, mentre l'indice PMI per l'edilizia residenziale si è attestato in media a 50,7, in lieve rialzo da 50,1 nel terzo trimestre.

Le esportazioni complessive dell'area dell'euro hanno continuato a crescere a un ritmo contenuto nel terzo trimestre del 2019 (pari allo 0,4 per cento dallo 0,3 per cento del secondo trimestre in termini congiunturali). Le esportazioni complessive di beni dell'area dell'euro hanno registrato una ripresa, accompagnata però da una diminuzione dei servizi esportati e da una certa normalizzazione delle esportazioni verso il Regno Unito e la Turchia. Le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno continuato a crescere, compensando la dinamica negativa di quelle destinate ad altre aree geografiche, in particolare l'Asia. Il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è stato appena negativo (-0,1 punti percentuali). Secondo gli indicatori anticipatori, in prospettiva, le condizioni relative al commercio si stanno stabilizzando nel segno di una dinamica debole. L'andamento meno negativo degli ordinativi dall'estero fornisce un'indicazione preliminare dell'avvio di una ripresa nel quarto trimestre, mentre gli indicatori basati sul trasporto di merci su navi restituiscono un quadro eterogeneo. Anche lo stato delle politiche commerciali a livello internazionale sta avendo conseguenze negative sui recenti andamenti del commercio, dal momento che la forte integrazione delle filiere produttive regionali rende l'area dell'euro particolarmente vulnerabile all'incremento delle misure protezionistiche (cfr. il riquadro 1 dal titolo "Gli effetti degli aumenti dei dazi in un mondo caratterizzato da catene globali del valore").

I più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a segnalare un ritmo di crescita moderato dell'economia nell'area dell'euro. Nel mese di novembre l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è cresciuto raggiungendo un livello superiore alla sua media di lungo periodo, diminuendo tuttavia nella media del quarto trimestre. Complessivamente, l'indice PMI composito relativo al prodotto è rimasto invariato tra ottobre e novembre e ha continuato ad attestarsi su livelli coerenti con la prosecuzione di una crescita moderata, malgrado un calo in termini medi trimestrali.

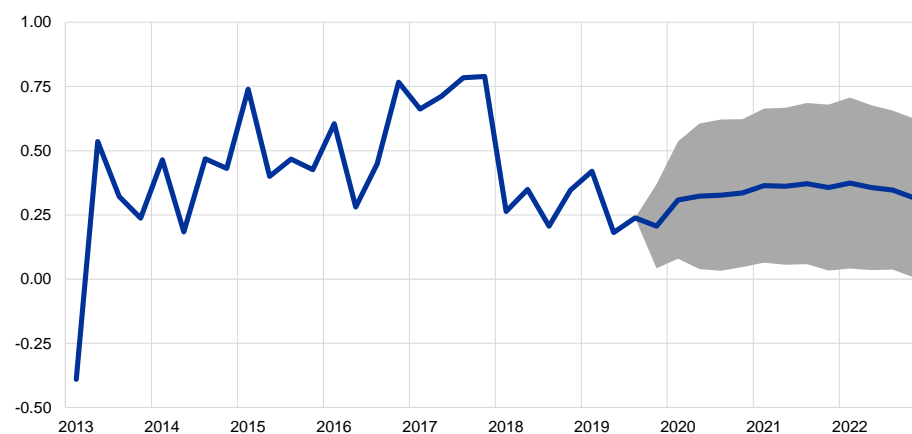
In futuro, le condizioni di finanziamento favorevoli continueranno a dare sostegno all'espansione dell'area dell'euro. L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE continua a sostenere la domanda interna. Gli incrementi dell'occupazione in corso, la crescita delle retribuzioni e la maggiore solidità dei bilanci delle famiglie dovrebbero continuare a favorire i consumi privati. Nel contempo, si prevede che la crescita sarà sospinta dall'espansione dell'attività globale in corso, sebbene a un ritmo più lento.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019 prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,1 nel 2020 e dell'1,4 nel 2021 e nel 2022 (cfr. grafico 12). Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2020, date le correzioni al ribasso relative alla domanda estera, solo in parte compensate dalla politica monetaria e da politiche di bilancio più favorevoli, oltre che da un effettivo deprezzamento dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro legati a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e a vulnerabilità nei mercati emergenti, seppur in attenuazione, 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 articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2019*, pubblicato il 12 dicembre 2019 sul sito Internet della BCE.

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

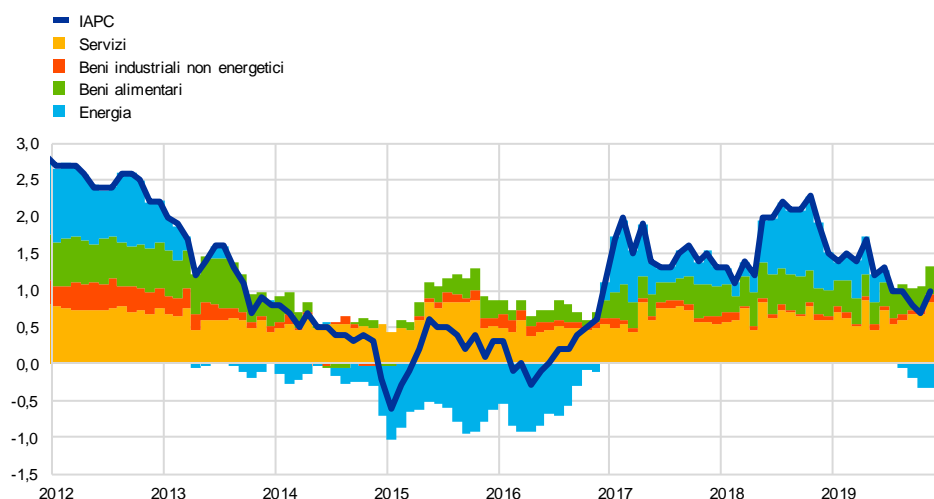
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, tra ottobre e novembre nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata dallo 0,7 all'1,0 per cento, riflettendo soprattutto la dinamica più vigorosa dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari. Sulla base dei prezzi attuali dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva aumenti moderatamente nei prossimi mesi. Gli indicatori relativi alle aspettative di inflazione si collocano su livelli bassi, e anche le misure dell'inflazione di fondo restano in genere contenute, sebbene vi siano alcuni segnali di un lieve aumento in linea con le aspettative precedenti. Se da un lato le pressioni sul costo del lavoro si sono rafforzate a fronte di condizioni più tese nei mercati del lavoro, dall'altro la trasmissione di tali pressioni all'inflazione risente dell'indebolimento della crescita. Nel medio periodo l'inflazione dovrebbe aumentare, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla robusta dinamica salariale. Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,2 per cento nel 2019, dell'1,1 per cento nel 2020, dell'1,4 per cento nel 2021 e dell'1,6 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio di settembre condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al rialzo per il 2020 e al ribasso per il 2021 per via dell'evoluzione attesa dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere pari all'1,0 per cento nel 2019, all'1,3 nel 2020, all'1,4 nel 2021 e all'1,6 nel 2022.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre l'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,0 per cento, dallo 0,7 per cento di ottobre. Questo rialzo è ascrivibile principalmente al rafforzamento della dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari e, in misura minore, ad un aumento dell'inflazione per i beni industriali non energetici, che nel complesso ha più che compensato un ulteriore lieve calo dell'inflazione di quelli energetici.

Grafico 13

Contributo 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.

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

Le misure dell'inflazione di fondo restano nell'insieme moderate. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è ulteriormente salita, portandosi all'1,3 per cento a novembre, rispetto all'1,1 per cento di ottobre e all'1,0 per cento di settembre; tale andamento riflette anche il venir meno degli effetti al ribasso delle variazioni metodologiche⁶. Le misure alternative dell'inflazione di fondo, tendenzialmente meno volatili rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, sono rimaste piuttosto stabili negli ultimi trimestri (i dati sono disponibili solo fino a ottobre; cfr. grafico 14). L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento si è attestata all'1,1 per cento a ottobre, in linea con la tendenza al rialzo molto graduale cominciata all'inizio del 2017. I segnali provenienti da altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore⁷, mostrano il protrarsi dei movimenti laterali che si osservano ormai da diversi trimestri.

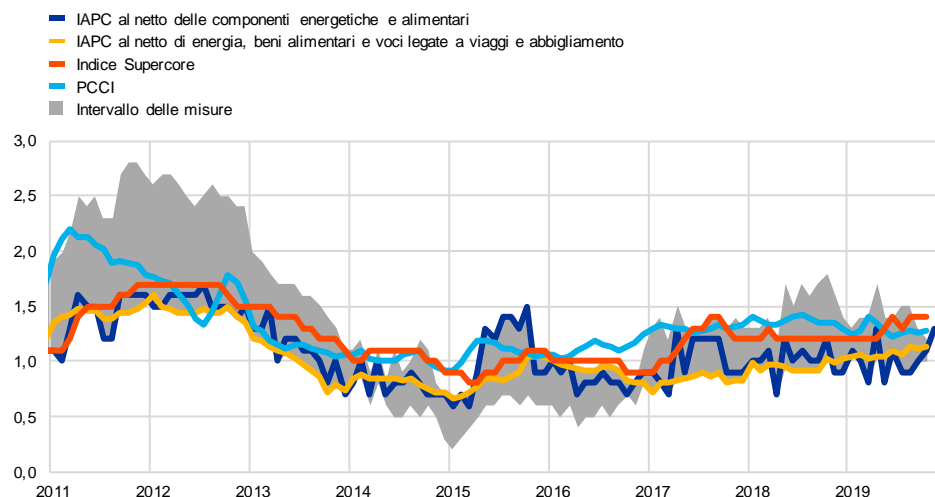
⁶ Le variazioni nella metodologia statistica di calcolo dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania hanno avuto sull'inflazione dei servizi e sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari nell'area dell'euro un effetto al ribasso che ora sta venendo meno. Per maggiori informazioni cfr. il riquadro "Dampening special effect in the HICP in July 2019", all'interno dell'articolo "[Economic conditions in Germany](#)", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto 2019, pagg. 57-59.

⁷ Per ulteriori informazioni su tali misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

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

Le pressioni sui prezzi dei beni industriali non energetici inclusi nello IAPC sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. L'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo diversi dai generi alimentari venduti nel mercato interno, che rappresenta un indicatore delle pressioni sui prezzi negli ultimi stadi della filiera produttiva, a ottobre si è collocata, sui dodici mesi, allo 0,8 per cento, invariata da luglio e al di sopra della media storica. Il tasso di incremento annuo della corrispondente inflazione dei prezzi all'importazione è sceso, e si è collocato a ottobre allo 0,5 per cento, in ribasso rispetto allo 0,9 per cento di settembre. Gli indicatori delle pressioni inflazionistiche ai primi stadi della filiera produttiva si sono lievemente indeboliti, con un calo dell'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni intermedi, scesa sui dodici mesi a -1,0 per cento in ottobre dal -0,7 per cento di settembre, e dell'inflazione dei prezzi all'importazione di tali beni, che a ottobre ha raggiunto -0,5 per cento, rispetto allo 0,4 per cento di settembre. Le più deboli pressioni esterne sui prezzi sono segnalate dall'inflazione dei prezzi alla produzione mondiale al netto dei beni energetici, ulteriormente scesa all'1,1 per cento a ottobre, in ribasso a fronte dell'1,2 per cento di settembre.

La crescita salariale mostra ancora una buona tenuta. Nel terzo trimestre del 2019, la crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è stata pari al 2,1 per cento, un livello lievemente inferiore a quello del secondo e del primo trimestre pari, rispettivamente, al 2,2 e al 2,3 per cento (cfr. grafico 15). I valori relativi al 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi previdenziali in Francia⁸. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, escludendo i contributi previdenziali, è stata del 2,5 per cento nel terzo trimestre, invariata rispetto al secondo trimestre, dopo il 2,6 per cento del primo e un valore medio relativo all'anno precedente pari al 2,3 per cento. Nel terzo trimestre del 2019, la crescita sui

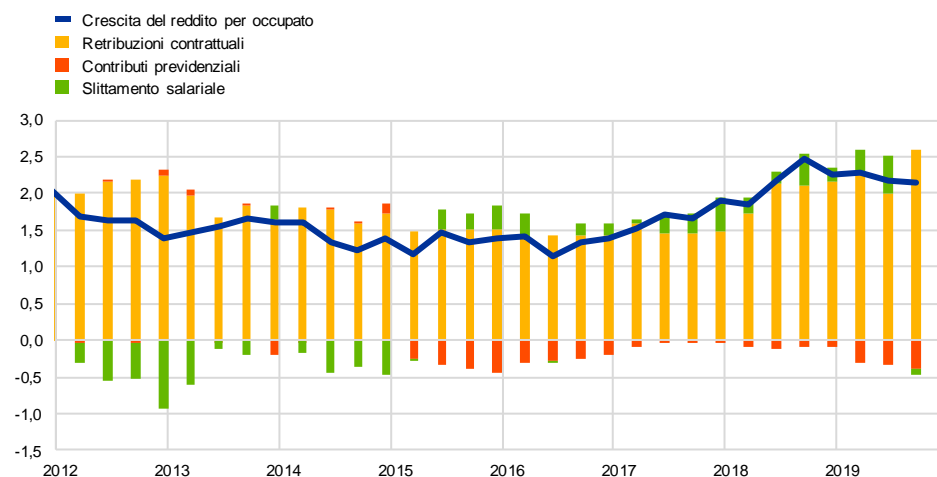
⁸ Per una trattazione, cfr. il riquadro 5 in questo numero del Bollettino economico.

dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro si è attestata al 2,6 per cento, in rialzo rispetto al 2,0 per cento del secondo trimestre, principalmente per via di alcuni pagamenti una tantum nel settore manifatturiero tedesco. A prescindere dai diversi indicatori e dai fattori temporanei, la crescita salariale ha mostrato un andamento sostanzialmente stabile dalla metà del 2018, su livelli pari o lievemente superiori rispetto alle medie storiche.

Grafico 15

Contributi delle componenti del reddito per occupato

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati permangono molto contenute e anche quelle basate sulle indagini si collocano su livelli storicamente bassi.

Gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati sono rimasti sostanzialmente stabili nel periodo in esame, per collocarsi su un valore appena superiore ai minimi storici raggiunti all'inizio di ottobre 2019. L'11 dicembre 2019 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,25 per cento, un livello quasi identico a quello prevalente al momento della riunione del Consiglio direttivo di settembre. Tuttavia, la probabilità di deflazione desunta dalle aspettative di mercato resta bassa, segnando un'inversione nella tendenza al rialzo osservata nel 2019. Nel complesso, il profilo degli indicatori delle aspettative di inflazione così ricavate continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. Sulla base della Survey of Professional Forecasters della BCE relativa al quarto trimestre del 2019 e delle attese censite a novembre da Consensus Economics e Euro Zone Barometer, le aspettative di inflazione a lungo termine misurate dalle indagini si collocano su livelli minimi nel confronto storico.

Grafico 16

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono all'11 dicembre 2019.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2019 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un aumento dell'inflazione di fondo nel medio periodo.

Tali proiezioni, che si basano sulle informazioni disponibili alla fine di novembre, indicano che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media all'1,3 per cento nel 2019, all'1,4 per cento nel 2021 e all'1,6 per cento nel 2022, a fronte, rispettivamente, dell'1,2 per cento, dell'1,5 per cento e dell'1,6 per cento riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2019 dagli esperti della BCE (cfr. grafico 17). Le revisioni sono in gran parte riconducibili all'evoluzione attesa dei prezzi dei beni energetici, rivista al rialzo per il 2020 e al ribasso per il 2021, in ragione dell'aumento dei corsi petroliferi nel breve periodo e di una curva dei future dei corsi petroliferi con andamento lievemente discendente. Dopo un incremento moderato alla fine del 2019, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari resterà pressoché stabile su un livello pari all'1,3 per cento nel corso del 2020 e aumenterà all'1,4 per cento nel 2021 e all'1,6 per cento nel 2022. L'andamento ascendente dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere sospinto dal rafforzamento dell'attività economica, dalla crescita salariale relativamente robusta nel contesto di condizioni tese sul mercato del lavoro e dall'aumento dei margini di profitto dovuto al recupero del ritmo di espansione economica, sostenuto, tra l'altro, dalle misure di politica monetaria adottate a settembre 2019 dalla BCE. L'incremento dei prezzi delle materie prime non energetiche dovrebbe sostenere l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

Grafico 17

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE](#), settembre 2019, pubblicato sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2019.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2019 (dati reali) e al quarto trimestre del 2022 (proiezioni). Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. L'ampiezza degli intervalli è il doppio della media, in valore assoluto, 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 riportati nelle proiezioni sono aggiornati al 27 Novembre 2019.

A ottobre 2019 la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta, mentre è proseguita la graduale ripresa dei prestiti al settore privato. La capacità di tenuta della crescita dell'aggregato M3 riflette soprattutto il basso costo opportunità di detenere moneta. Le favorevoli condizioni per la raccolta bancaria e per il credito hanno continuato a sostenere i flussi di prestiti e, in tal modo, la crescita economica. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle società non finanziarie (SNF) è aumentata nel terzo trimestre del 2019, a partire dalla solida performance del trimestre precedente. Le condizioni del mercato obbligazionario continuano a sostenere l'emissione di titoli di debito.

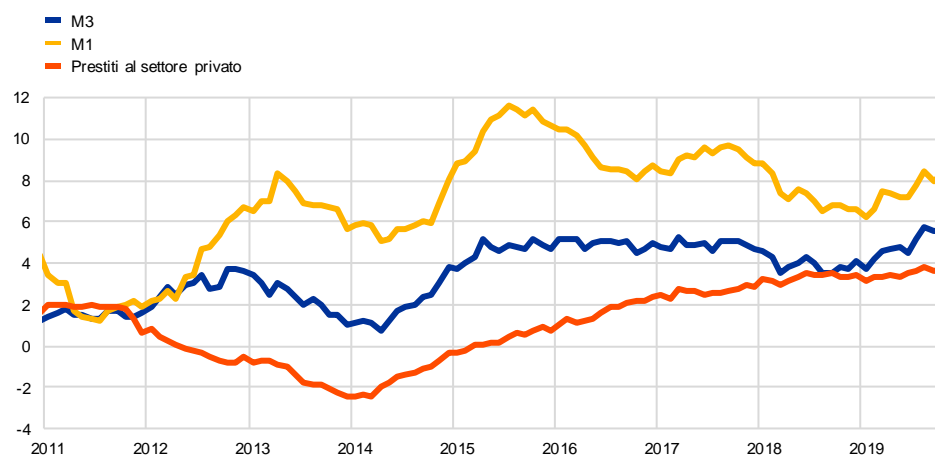
A ottobre la crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata a un ritmo

vigoroso. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto invariato al 5,6 per cento a ottobre (cfr. grafico 18), superando lievemente il livello del 5 per cento circa osservato tra il 2015 e il 2018, in presenza di acquisti netti di attività positivi nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). La crescita dell'aggregato monetario è stata da un lato sostenuta dal molto contenuto costo opportunità di detenere gli strumenti monetari, e dall'altro frenata dalla crescita economica debole. La configurazione dei tassi di interesse influenza anche la composizione di M3, incentivando la concentrazione dei volumi negli strumenti più liquidi. Come nei trimestri precedenti, infatti, la crescita di M3 continua ad essere trainata dall'aggregato ristretto M1, che comprende i depositi overnight e il circolante. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito, a ottobre, all'8,4 per cento, dal 7,8 per cento di settembre, continuando la ripresa osservata da inizio anno.

Grafico 18

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

La crescita di depositi overnight ha fornito il principale contributo alla crescita dell'aggregato monetario.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di tali depositi è aumentato ulteriormente al 9,0 per cento a ottobre, dall'8,5 di settembre. La stabile dinamica del circolante non segnala alcuna repentina sostituzione dei depositi con contanti in un contesto caratterizzato da tassi di interesse negativi. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) a ottobre hanno contribuito positivamente alla crescita di M3,

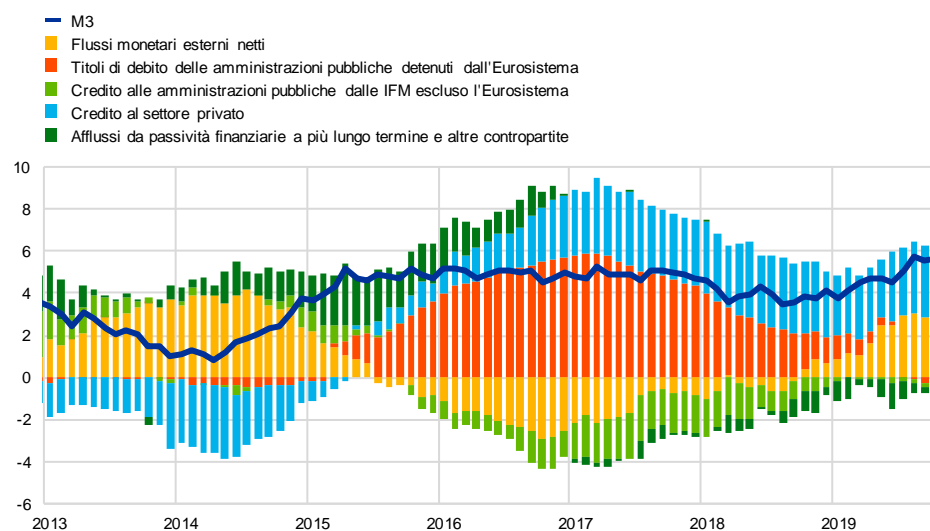
attribuibile soprattutto all'aumento più sostenuto nei depositi a risparmio. Contemporaneamente, gli strumenti negoziabili (M3 meno M2), per effetto della loro remunerazione relativamente bassa, hanno continuato ad avere un lieve effetto negativo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio.

A ottobre il credito al settore privato è rimasto la fonte principale di creazione di moneta, fornendo un contributo considerevole alla crescita dell'aggregato monetario (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 19). L'accelerazione della crescita di tale aggregato a partire dall'inizio del 2019, tuttavia, è dovuta soprattutto agli andamenti nei flussi monetari esterni (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 19), che riflettono il maggior interesse da parte degli investitori esteri per le attività dell'area dell'euro. Nel contempo, la fine degli acquisti netti nell'ambito del PAA alla fine del 2018 ha implicato che il contributo da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema sia stato marginale (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 19). Inoltre, il contributo negativo delle passività finanziarie a più lungo termine è rimasto contenuto (cfr. le aree verde scuro degli istogrammi nel grafico 19).

Grafico 19

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle 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 ottobre 2019.

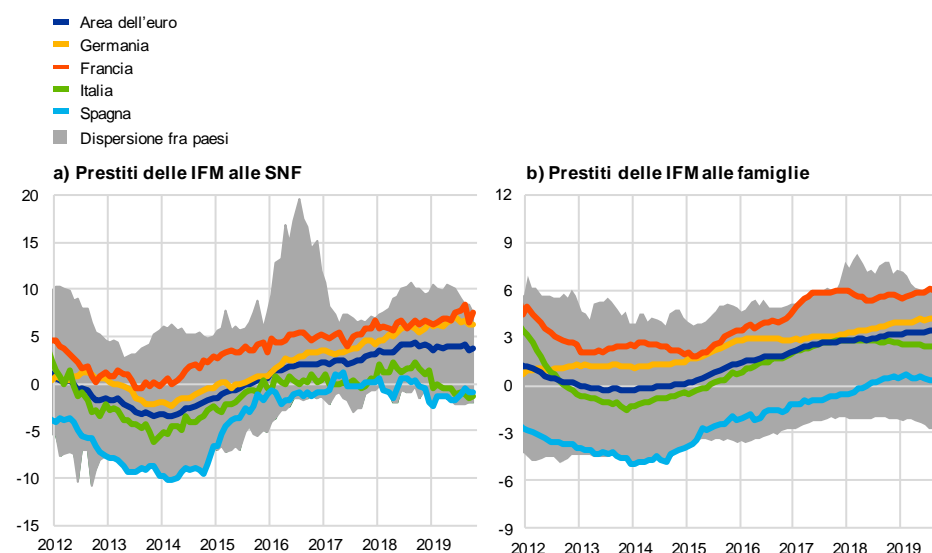
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha registrato un lieve aumento, consolidando la sua graduale ripresa. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è salito lievemente al 3,7 per cento, rispetto al 3,6 per cento di settembre (cfr. grafico 18). Ciò è riconducibile soprattutto all'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF, salito in ottobre al 3,8 per cento, rispetto al 3,6 per cento di settembre, consolidando così la sua stabilizzazione su livelli prossimi al 4 per cento a partire dalla metà del 2018. I prestiti erogati alle imprese dei servizi, fra cui quelle che offrono servizi immobiliari, rappresentano la quota più significativa della crescita dei prestiti alle SNF. La crescita sull'anno dei prestiti alle

famiglie ha proseguito la sua tendenza a un graduale rialzo, beneficiando soprattutto di condizioni di erogazione del credito favorevoli e dell'andamento del mercato immobiliare. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è lievemente salito al 3,5 per cento a ottobre, dal 3,4 per cento di settembre. La dinamica dei prestiti alle imprese e alle famiglie continua ad essere caratterizzata da una notevole eterogeneità fra i paesi (cfr. grafico 20), che riflette, fra l'altro, le differenze fra paesi nella crescita economica nel corso del tempo, la diversa disponibilità di fonti di finanziamento alternative, il livello di indebitamento delle famiglie e delle società non finanziarie e l'eterogeneità nelle dinamiche dei prezzi delle abitazioni nei vari paesi.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce a ottobre 2019.

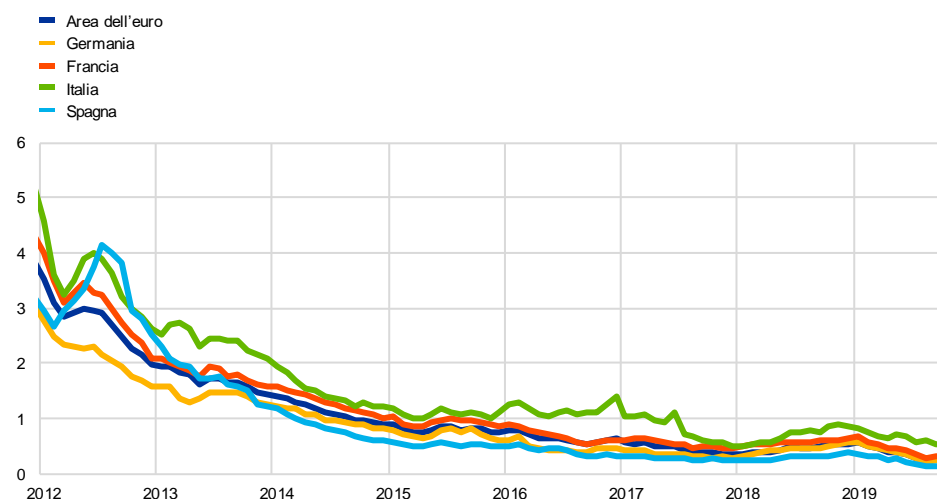
Le condizioni di finanziamento della provvista bancaria sono rimaste favorevoli. Nel terzo trimestre del 2019, il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro, diminuito dall'inizio dell'anno in linea con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato, è rimasto a livelli molto contenuti (cfr. grafico 21). Tale andamento è da attribuirsi a un considerevole calo tendenziale dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie, nonostante una lieve ripresa dei rendimenti obbligazionari registrata a partire da settembre, che riflette un aumento dei tassi privi di rischio. Allo stesso tempo, i tassi dei depositi bancari dell'area dell'euro hanno raggiunto a ottobre un minimo in termini storici. Sebbene, riflettendo le misure di politica monetaria della BCE, gli andamenti del costo del finanziamento bancario sono stati simili fra i maggiori paesi dell'area dell'euro, il livello dei costi della provvista bancaria si è mantenuto eterogeneo. Secondo le risposte all'indagine sul credito bancario della BCE di ottobre, le banche dell'area dell'euro prevedono che la ripresa degli acquisti netti nell'ambito del PAA faciliti un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento sul mercato, contribuendo così a migliorare ulteriormente le condizioni di raccolta. Inoltre, la pressione al ribasso sui margini tra prestiti e depositi per tali banche, che influenza negativamente la redditività degli enti

creditizi, è controbilanciata dall'aumento dei volumi erogati, e l'effetto complessivo sul reddito netto da interessi (prodotto tra margini e volumi di intermediazione) è stato lievemente positivo. Nonostante i progressi compiuti sul piano del consolidamento dei bilanci, ad esempio attraverso la riduzione dei crediti deteriorati, il livello di redditività delle banche dell'area dell'euro rimane basso nel confronto storico e internazionale, e questo può porre una sfida alla loro capacità di intermediazione e di trasmissione dei segnali di politica monetaria. In tale contesto, alcune delle misure di politica monetaria non convenzionali introdotte di recente dalla BCE, come le OMRLT III e il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, sono rivolte a sostenere l'intermediazione bancaria.

Grafico 21

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

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

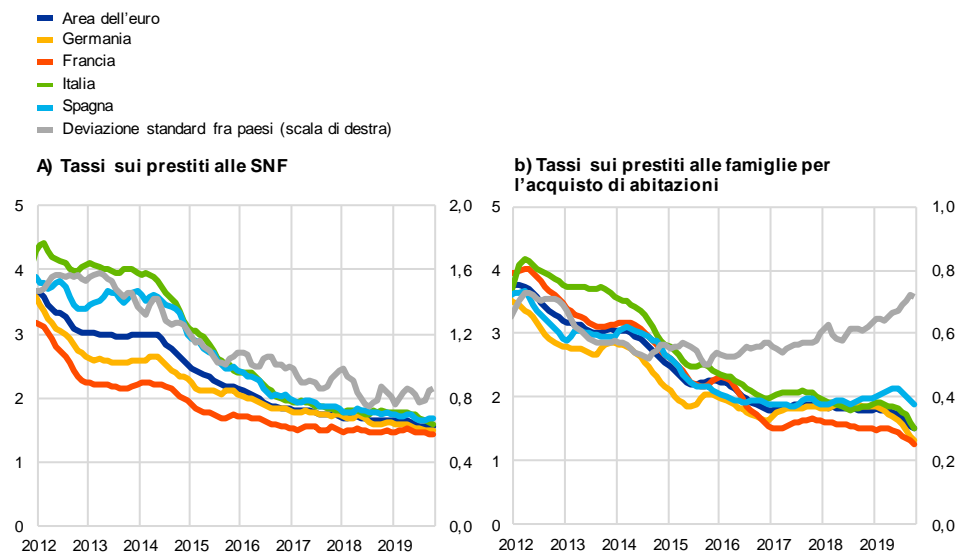
Le condizioni di finanziamento favorevoli continuano a sostenere la crescita

economica. Negli ultimi mesi, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF sono rimasti sostanzialmente invariati, in linea con gli andamenti dei tassi di riferimento di mercato, mentre è proseguito il calo dei tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. A ottobre 2019, il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF (cfr. grafico 22) si è attestato all'1,56 per cento, solo lievemente al di sopra del suo minimo storico, mentre il tasso composito sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto un nuovo minimo storico, toccando l'1,44 per cento (cfr. grafico 22). Le pressioni concorrenziali e i costi della provvista bancaria più favorevoli hanno influenzato al ribasso i tassi sui finanziamenti alle SNF e alle famiglie nell'area dell'euro. Nel complesso i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa a seguito dell'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014. Tra maggio 2014 e ottobre 2019 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti rispettivamente di circa 140 e 150 punti base.

Grafico 22

Tassi compositi sui prestiti

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



Fonte: BCE.

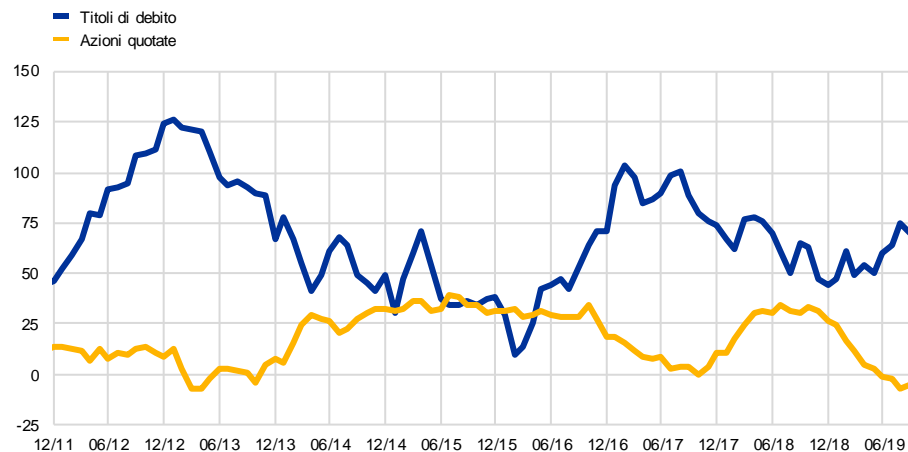
Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione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

Il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle SNF dell'area dell'euro è rimasto solido nel terzo trimestre del 2019. Nel complesso, grazie alle condizioni di finanziamento al momento favorevoli, i flussi di finanziamento alle SNF mediante ricorso diretto al debito hanno dato prova di una discreta tenuta a fronte dell'attuale debolezza economica. A tal proposito, nell'[indagine sull'accesso al credito delle imprese \(SAFE\)](#) le piccole e medie imprese, che dipendono in misura cruciale dai finanziamenti bancari, segnalano un'alta propensione da parte delle banche ad accordare loro prestiti. I finanziamenti esterni a favore delle SNF sono aumentati nel terzo trimestre del 2019, beneficiando di costi contenuti e in diminuzione sugli strumenti di finanziamento. Nel terzo trimestre del 2019 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è aumentata, portando l'emissione registrata finora nel 2019 prossima ai massimi in termini storici. L'accelerazione dell'emissione netta di titoli di debito nel terzo trimestre del 2019 si inserisce in un contesto di graduale ripresa del credito complessivo alle SNF, inclusi i prestiti delle IFM, e di un ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento delle obbligazioni societarie, più pronunciato rispetto a quello delle condizioni del credito bancario. Da una prospettiva di medio periodo, la ripresa delle emissioni di titoli di debito nel 2019 ha condotto il flusso annuale di emissioni nette registrato a settembre ai livelli raggiunti nella primavera del 2018 e ben al di sopra del livello minimo toccato a dicembre 2018 (cfr. grafico 23). L'emissione netta di azioni quotate a settembre è stata positiva ma per il complesso del terzo trimestre del 2019 è rimasta in territorio negativo, riflettendo una stagnazione delle attività di fusione e acquisizione e un aumento del costo del finanziamento azionario durante tale periodo. Dati di mercato recenti suggeriscono che a ottobre e novembre le emissioni nette di titoli di debito si siano mantenute elevate e restino dominate dagli emittenti di qualità più elevata (investment-grade), per quanto sarebbero aumentate anche le emissioni ad alto rendimento (high-yield).

Grafico 23

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

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: dati mensili basati su finestre mobili di 12 mesi. L'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2019.

A settembre 2019 i costi di finanziamento per le SNF si sono mantenuti prossimi al minimo storico raggiunto ad aprile 2019. A settembre il costo nominale complessivo del finanziamento esterno alle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,6 per cento. Tale livello, superiore di 9 punti base rispetto al punto minimo toccato lo scorso aprile, è ancora molto favorevole. Si stima che a fine novembre i costi di finanziamento complessivi siano rimasti sostanzialmente invariati rispetto al valore di settembre. Tale andamento è attribuibile a un più contenuto costo del capitale di rischio, compensato da un lieve aumento del costo del debito sul mercato. La più bassa stima del costo del capitale di rischio è stata determinata soprattutto dalla riduzione dei premi per il rischio, dovuta a sua volta al miglioramento del clima di fiducia a livello mondiale. Nel contempo, il lieve incremento del costo del debito sul mercato è stato dovuto all'aumento nei tassi privi di rischio, mentre nel medesimo periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie sono diminuiti.

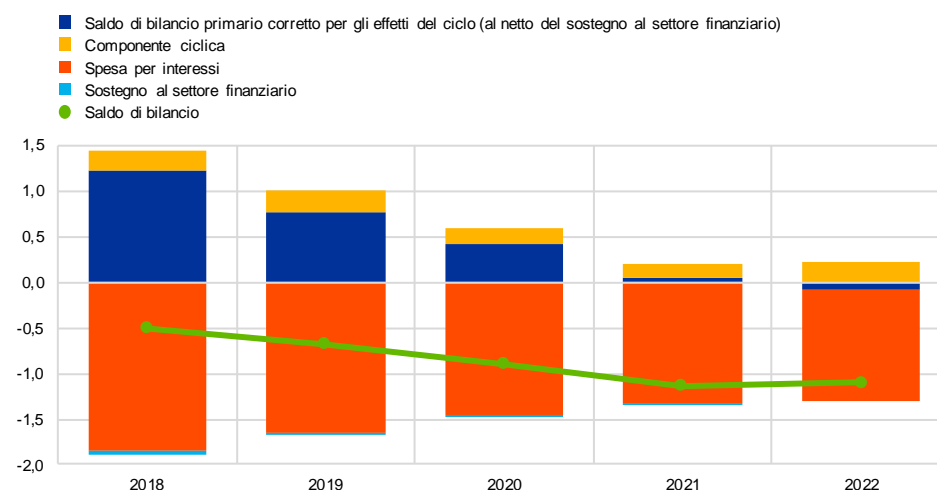
Il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in maniera costante nel periodo 2019-2020, in ragione di avanzi primari più contenuti. La contrazione del saldo primario è riconducibile soprattutto a un orientamento della politica fiscale che secondo le proiezioni dovrebbe essere espansivo e fornire sostegno all'attività economica. Il rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro dovrebbe rimanere su una traiettoria discendente per effetto di un differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse e di un saldo primario positivo, seppur in calo. Ciononostante, in molti paesi i livelli del debito rimangono elevati. I governi di tali paesi devono perseguire politiche prudenti e conseguire gli obiettivi di saldo strutturale, che contribuiranno a creare le condizioni affinché gli stabilizzatori automatici operino liberamente. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche, i governi che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero essere pronti ad agire in maniera efficace e tempestiva.

Secondo le proiezioni il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare un calo costante nel periodo 2019-2021, per poi stabilizzarsi nel 2022⁹. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019 il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe essere salito dallo 0,5 per cento nel 2018 allo 0,7 per cento nel 2019. Sulla base delle proiezioni il disavanzo dovrebbe seguire a crescere nel 2020 e nel 2021, per poi stabilizzarsi all'1,1 per cento del PIL (cfr. grafico 24). Il calo del saldo di bilancio nel periodo 2019-2021 è principalmente dovuto a un più contenuto saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, controbilanciato in parte da una minore spesa per interessi, mentre la componente ciclica rimane sostanzialmente invariata nell'orizzonte di proiezione.

Grafico 24

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2019.

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

⁹ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2019*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 dicembre 2019.

Le prospettive di bilancio nell'area dell'euro per il periodo 2020-2021 scontano una politica di bilancio lievemente più espansiva rispetto a quanto evidenziato nelle proiezioni formulate a settembre scorso dagli esperti della BCE. Dopo una lieve revisione al rialzo nel 2019, il saldo di bilancio più contenuto previsto per il 2020 e 2021 riflette un ulteriore allentamento delle politiche di bilancio, mentre le proiezioni sulla componente ciclica e sulla spesa per interessi rimangono sostanzialmente invariate.

Si ritiene che in termini aggregati l'orientamento della politica di bilancio per l'area dell'euro sarà espansivo nel 2019-21 e sostanzialmente neutro nel 2022¹⁰.

L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe subire un allentamento nel 2019 e, secondo le proiezioni, rimanere espansivo nel periodo 2020-2021, fornendo così sostegno all'attività economica. Ciò è riconducibile soprattutto alle riduzioni della tassazione diretta in Francia e nei Paesi Bassi, ai maggiori trasferimenti e investimenti pubblici in Italia e in Germania, e ai maggiori consumi collettivi in Germania, nei Paesi Bassi e in Spagna. Nel 2022 le proiezioni indicano un orientamento di bilancio sostanzialmente neutro, con alcune ulteriori riduzioni delle imposte dirette, di modesta entità, in Francia e spese aggiuntive in Germania e Spagna.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe confermare un andamento discendente. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel mese di dicembre, il rapporto tra debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro dovrebbe scendere dall'85,8 per cento del 2018¹¹ all'81,1 per cento nel 2022. Tale riduzione è sostenuta da un differenziale tra tassi di interesse e crescita favorevole¹² e dagli avanzi primari che sono, tuttavia, in diminuzione (cfr. grafico 25). Rispetto all'esercizio dello scorso settembre si prevede un lieve innalzamento della traiettoria del rapporto debito pubblico/PIL per effetto delle revisioni al rialzo dei dati storici (0,5 per cento del PIL nel 2018), di avanzi primari che si prospettano più contenuti e di differenziali tra tassi di interesse e crescita meno favorevoli per il periodo 2020-2021.

¹⁰ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, 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.

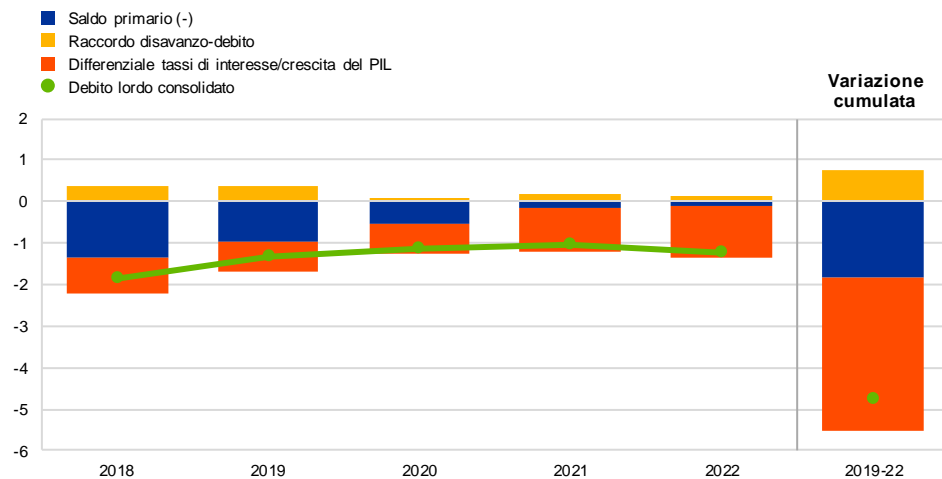
¹¹ Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche, di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

¹² Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro [Differenziale fra crescita e tassi di interesse e dinamica del debito pubblico](#), nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

Grafico 25

Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2019.

Nota: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

Sebbene una riduzione del rapporto tra debito e PIL sia attesa nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, in alcuni di questi tale rapporto continuerà a superare in misura significativa il valore di riferimento del 60 per cento del PIL. I governi dei paesi con un debito pubblico elevato devono perseguire politiche prudenti e conseguire gli obiettivi di saldo strutturale, creando così le condizioni affinché gli stabilizzatori automatici operino liberamente. Alla luce dell'indebolimento delle prospettive economiche e del perdurare prevalere di rischi al ribasso, i governi che dispongono di margini per interventi di bilancio dovrebbero essere pronti ad agire in maniera efficace e tempestiva. Al tempo stesso, tutti i paesi dovrebbero intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita.

Riquadri

1 Gli effetti degli aumenti dei dazi in un mondo caratterizzato da catene globali del valore

a cura di Philipp Meinen

Nel contesto del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, le catene globali del valore (Global Value Chains, GVC) rappresentano un fattore capace di amplificare l'impatto dell'aumento dei dazi sull'attività economica. In un mondo globalizzato, caratterizzato da catene di approvvigionamento su scala internazionale, l'aumento dei dazi può avere notevoli ripercussioni negative sull'attività economica. In generale, il fatto che l'approvvigionamento da parte delle imprese avvenga a livello mondiale fa sì che un aumento dei dazi, solitamente imposto per proteggere un'industria nazionale, può comportare maggiori costi legati ai fattori di produzione per i produttori nazionali. Inoltre, gli effetti di un aumento dei dazi possono essere amplificati dalle GVC, in particolare nel caso di processi produttivi articolati in più fasi, in cui i beni si spostano in modo sequenziale da monte a valle con un incremento del valore aggiunto in corrispondenza di ciascuna fase¹³. In tale contesto, il presente riquadro presenta alcune evidenze degli effetti negativi dei dazi sull'attività economica nel contesto dell'approvvigionamento globale e delle GVC.

Gli scambi legati alle GVC, qui definiti come i beni scambiati che attraversano almeno due frontiere a livello internazionale, sono aumentati nel decennio precedente la crisi finanziaria (in percentuale del totale degli scambi) per stabilizzarsi in seguito e poi diminuire negli ultimi anni per i quali sono disponibili dati (cfr. grafico A)¹⁴. Gli scambi legati alle GVC possono essere scomposti nei cosiddetti legami a monte e a valle. I legami a valle fanno riferimento alle esportazioni con valore aggiunto di un paese che non sono assorbite dalla domanda finale dei partner commerciali diretti, ma vengono ulteriormente esportate verso mercati terzi (generalmente dopo essere state lavorate). I legami a monte, invece, comprendono il contenuto estero utilizzato per produrre i beni esportati da un determinato paese¹⁵. I settori produttivi ancora più a monte nella catena di approvvigionamento (come le attività estrattive e lo sviluppo di nuovi prodotti) si caratterizzano generalmente per un maggior numero di legami a valle, mentre i settori più a valle, come molte industrie manifatturiere, tendono a evidenziare una maggiore dipendenza

¹³ Tali catene del valore organizzate in sequenza sono vengono definite anche "serpenti", in contrapposizione alle catene di approvvigionamento talvolta chiamate "raghi", in cui più diramazioni (o parti) confluiscono in un corpo centrale (insieme di vari elementi) senza uno specifico ordine sequenziale. Baldwin, R. e Venables, A.J., "Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy", *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, pagg. 245-254.

¹⁴ I beni scambiati nell'ambito delle GVC, pertanto, sono nuovamente esportati almeno una volta prima di essere assorbiti nella domanda finale (Borin e Mancini, 2019). Tali flussi commerciali possono essere calcolati sulla base delle tavole input-output tra paesi (inter-country input-output, ICIO). Il presente riquadro utilizza le tavole ICIO pubblicate dall'OCSE. Si noti che il livello degli scambi correlati alle GVC può dipendere dalla fonte delle tavole ICIO (ad esempio i dati OCSE piuttosto che quelli del World Input-Output Database), mentre le dinamiche evidenziate nel tempo (grafico A) tendono a essere piuttosto simili. Vengono qui allineate nel tempo due versioni delle tavole ICIO dell'OCSE al fine di estendere il periodo campione. Borin, A. e Mancini, M., "Measuring What Matters in Global Value Chains and Value Added Trade", *Policy Research working paper*, WPS 8804, Banca mondiale, 2019.

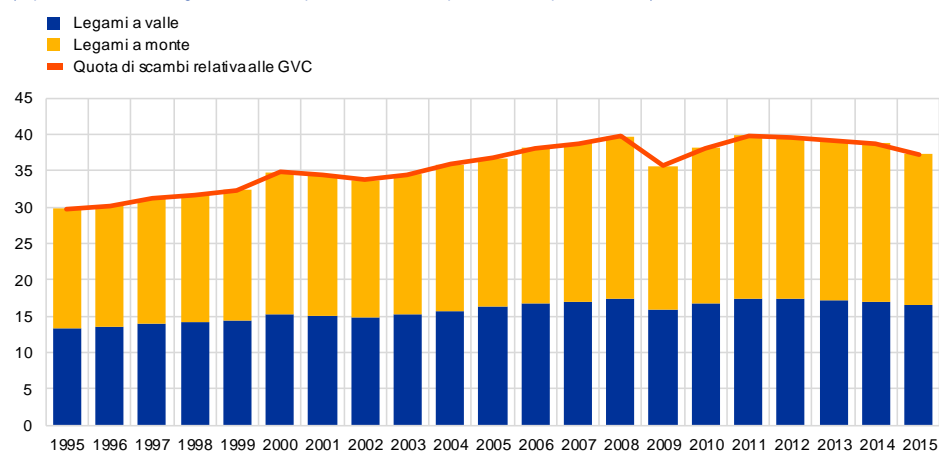
¹⁵ Tra i legami a monte rientra anche il valore aggiunto nazionale che viene conteggiato due volte nella scomposizione delle esportazioni lorde. I termini conteggiati due volte sono generalmente esigui.

dai legami a monte. Considerazioni di questo tipo sono rilevanti nel valutare gli effetti di amplificazione di un aumento dei dazi legati alle GVC, poiché tali effetti dipendono, tra l'altro, dalla quota di valore aggiunto estero presente nelle esportazioni.

Grafico A

Andamento degli scambi legati alle GVC tra il 1995 e il 2015

(esportazioni mondiali legate alle GVC in percentuale delle esportazioni complessive lorde)



Fonti: tavole di input-output tra paesi (ICIO) dell'OCSE ed elaborazioni della BCE basate sull'approccio adottato da Borin e Mancini (2019).
 Note: gli scambi legati alle GVC comprendono tutti i beni commercializzati che attraversano almeno due frontiere internazionali. Il grafico rappresenta la media ponderata degli indicatori in 64 paesi.

Gli scambi di beni intermedi possono amplificare l'impatto dei dazi sull'economia, ancor più in presenza di processi produttivi articolati in più fasi a livello internazionale.

I modelli del commercio internazionale che includono legami settoriali e scambi di beni intermedi indicano maggiori vantaggi derivanti dalla liberalizzazione del commercio, in termini di benessere, rispetto ai modelli che non tengono in considerazione tali aspetti. Ciò è dovuto al fatto che, in un contesto caratterizzato da processi di approvvigionamento globali, il contenimento degli attriti commerciali riduce non soltanto il prezzo dei beni finali ma anche i costi di produzione a carico delle imprese¹⁶. Inoltre, una struttura produttiva mondiale articolata in più fasi, in cui i diversi passaggi sono organizzati in modo sequenziale a livello transfrontaliero, può amplificare l'effetto dei dazi¹⁷. In primo luogo perché, attraversando i confini nazionali più volte nell'ambito dei processi produttivi internazionali in più fasi, i beni possono essere tassati in occasione di ogni attraversamento. In secondo luogo perché i dazi vengono comunemente imposti sul valore di importazione complessivo (lordo) di un bene, anziché sul valore aggiunto apportato nella fase più recente del processo produttivo. Di conseguenza, tanto più contenuto è il valore aggiunto fornito

¹⁶ Cfr. ad esempio Caliendo, L. e Parro, F., "Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA", *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, pagg. 1-44. Cfr. anche Jones, C.I., "Intermediate goods and weak links in the theory of economic development", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, pagg. 1-28, che esamina più in generale il modo in cui i beni intermedi creano legami tra le imprese in grado di produrre effetti moltiplicatori.

¹⁷ La rilevanza quantitativa di tali effetti amplificatori viene generalmente esaminata attraverso modelli di equilibrio generale (per il commercio), con esiti eterogenei. Ad esempio, sia Yi che Antràs e de Gortari rilevano che tali effetti di amplificazione dei processi produttivi articolati in più fasi possono essere considerevoli, mentre Johnson e Moxnes suggeriscono che questi effetti hanno un'importanza limitata se raffrontati a un modello che prevede l'approvvigionamento globale. Cfr. Yi, K.M., "Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?", *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, pagg. 52-102; Yi, K.M., "Can multistage production explain the home bias in trade?", *American Economic Review*, 100, 2010, pagg. 364-393; Antràs, P., e de Gortari, A., "On the Geography of Global Value Chains", mimeo, Harvard University, 2019; Johnson, R.C. and Moxnes, A., "GVCs and trade elasticities with multistage production", *NBER Working Paper*, n. 26108, 2019.

dall'ultimo processo produttivo (rispetto al valore lordo), tanto maggiore è il dazio effettivamente applicato a tale fase di produzione.

L'analisi empirica suggerisce che l'aumento dei dazi può, nel medio termine, frenare in modo significativo l'attività economica nei settori che si avvalgono di fattori di produzione esteri. Le attività di approvvigionamento globale delle imprese fanno sì che i dazi destinati a proteggere settori specifici dell'economia possano al contempo danneggiare i produttori nazionali in altri settori, incrementando i costi di produzione. Nei processi produttivi internazionali articolati in più fasi, inoltre, i costi degli input non sono influenzati unicamente dalle barriere tariffarie del paese stesso, ma anche dai dazi applicati agli stadi produttivi più a monte. Ad esempio, un dazio imposto dagli Stati Uniti sulle esportazioni cinesi potrebbe danneggiare le imprese messicane a valle se queste utilizzano fattori di produzione statunitensi con componenti di origine cinese. Di conseguenza, l'impatto dei dazi sull'attività economica dipende dalla posizione in termini di paese e settore nella catena di approvvigionamento. Il grafico B riproduce le risposte a impulso della produzione industriale reale a un aumento pari a una deviazione standard di una variabile che misura i dazi a monte per le combinazioni paese-settore con legami a monte rispettivamente a bassa ed elevata intensità¹⁸. Se è vero che un aumento dei dazi a monte non incide in modo significativo sull'attività reale dei settori con scarsi legami a monte, si riscontrano effetti negativi considerevoli per i settori a valle della catena del valore (ovvero con forti legami a monte); ciò appare intuitivo se si considera che nel processo produttivo si utilizzano input esteri¹⁹. Per tali settori, a un aumento dei dazi a monte pari a una deviazione standard corrisponde un calo della produzione industriale di un punto percentuale dopo tre anni. Questo effetto diviene statisticamente irrilevante dopo sei anni.

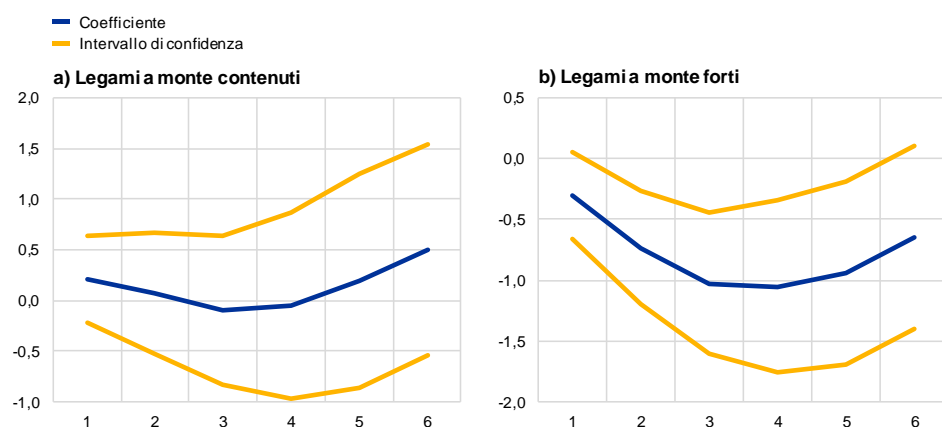
¹⁸ I dazi a monte sono calcolati come la media ponderata dei dazi applicati ai beni intermedi utilizzati in una combinazione paese-settore, con ponderazioni relative all'incidenza dei fattori di produzione sul prodotto complessivo di tale combinazione. Tale misura viene estesa anche ai dazi imposti dai paesi più a monte della catena di approvvigionamento, sulla base di approfondimenti sulle tariffe cumulative presentati da Rouzet e Miroudot tramite l'impiego delle tavole ICIO dell'OCSE. Le fonti dei dati sui dazi a livello dettagliato di prodotto sono la banca dati TRAINS e l'OMC; essi sono stati elaborati mediante il tool WITS (World Integrated Trade Solution) della Banca mondiale e poi aggregati a livello di settore sulla base delle quote di interscambio costanti ricavate dalla serie di dati BACI del CEPIL. Si noti che i dazi imposti a valle nella catena del valore potrebbero anche incidere sul prodotto dei settori a monte, che esulano dall'ambito di indagine del presente riquadro. Cfr. Rouzet, D. & S. Miroudot, "The cumulative impact of trade barriers along the value chain", *June 2013 Conference paper*, GTAP Resource n. 4184, 2013.

¹⁹ Le risposte a impulso sono ottenute utilizzando le *local projections* di Jorda con errori standard raggruppati a livello di paese-settore. L'unità di osservazione è una combinazione paese-settore in un determinato anno. La variabile di risultato di interesse è la produzione industriale reale (quale definita in base ai dati dell'Organizzazione delle Nazioni Unite per lo sviluppo industriale, UNIDO), che varia a livello di settore ISIC a due cifre. Le *local projections* implicano che lo scostamento di questa variabile viene regredito sulle modifiche ai dazi e su un vettore di variabili di controllo che include due ritardi (di ciascuno degli) scostamenti della variabile dipendente, variabili relative a fattori di produzione e dazi protettivi e crescita del valore aggiunto nominale. Il modello contiene inoltre effetti fissi paese-settore, settore-tempo e paese-tempo che tengono conto di vari altri tipi di fattori in grado di dare impulso all'attività industriale. Le variabili tariffarie sono interagite con una misura dei legami a monte in termini di paese-settore calcolata in base alla tavola ICIO dell'OCSE relativa all'anno 2005, che si colloca a metà del periodo campione. Il campione copre il periodo dal 1995 al 2017 e include 54 paesi e 22 settori. Sebbene eventuali timori circa l'endogeneità della variabile tariffaria possano essere attenuati ponendo l'accento sui dazi a monte, va osservato che l'analisi non presenta necessariamente effetti causali. Cfr. Jorda, O., "Estimation and inference of impulse responses by local projections", *American Economic Review*, 95(1), 2005, pagg. 161-182.

Grafico B

Risposte a impulso della produzione industriale reale a un aumento delle tariffe a monte (input) su un orizzonte di sei anni

(risposte in punti percentuali e intervalli di confidenza del 90 per cento)



Fonti: UNIDO, OCSE, WITS, BACI ed elaborazioni della BCE.

Note: le risposte a impulso si riferiscono a uno shock tariffario pari a una deviazione standard. Le combinazioni paese-settore con legami a monte forti (o contenuti) sono quelle che si collocano all'80° (o al 20°) percentile della distribuzione della variabile. I legami a monte misurano il contenuto estero nelle esportazioni di una combinazione paese-settore e sono calcolati utilizzando l'approccio di Borin e Mancini (2019). Maggiori informazioni sui dati e sull'approccio adottato per la stima sono riportate alla nota 7.

Gli effetti di amplificazione dei dazi, riconducibili a processi produttivi su scala internazionale articolati in più fasi, fanno sì che i flussi commerciali associati ai settori a valle siano particolarmente sensibili alle barriere tariffarie, coerentemente con le stime ottenute a partire da un modello gravitazionale.

Poiché il valore del prodotto subisce un processo di accumulazione lungo la catena del valore, i costi commerciali ad valorem (come i dazi) sono più elevati, in termini assoluti, per i produttori a valle. Inoltre una struttura produttiva internazionale articolata in più fasi, implica che i risparmi sui costi derivanti da processi di delocalizzazione si applichino solo al valore aggiunto della specifica fase di produzione che viene trasferita, mentre i costi commerciali ad valorem vengono applicati all'intero valore del prodotto della fase produttiva interessata. Entrambi gli aspetti sembrerebbero indicare che i settori a valle siano particolarmente sensibili ai dazi, un'ipotesi coerente con gli effetti di amplificazione riconducibili alla produzione in più fasi²⁰. Ciò può essere verificato empiricamente tramite l'impiego di un modello gravitazionale empirico che tenga conto dei dazi, in cui le esportazioni bilaterali settoriali vengono regredite sulle tariffe bilaterali a livello di settore variabili nel tempo e su una serie di effetti fissi che consentono di tenere conto di altre componenti dei costi commerciali²¹. Al coefficiente dei dazi è consentita una variazione in rapporto al contenuto estero delle esportazioni bilaterali al fine di verificare se a una più ampia quota di contenuto

²⁰ Per ulteriori dettagli, cfr. Johnson, R.C. e Moxnes, A., "GVCs and trade elasticities with multistage production", *NBER Working Paper*, n. 26108, 2019.

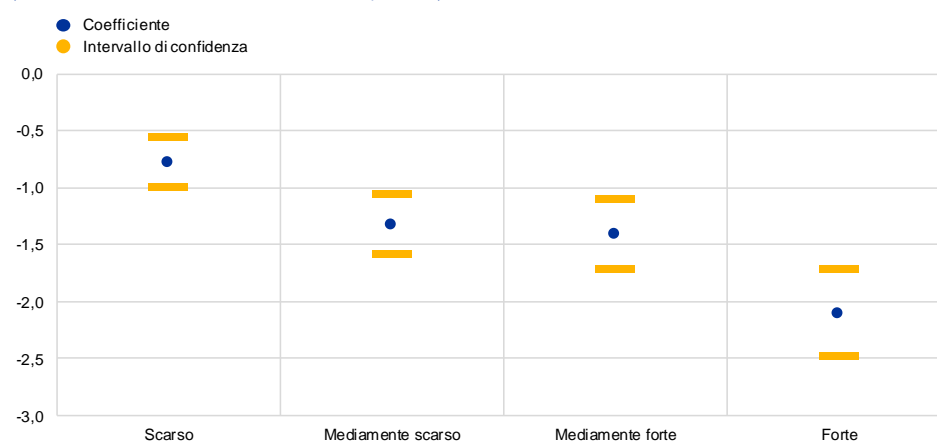
²¹ La configurazione empirica applicata è simile a quella di Bergder et al., che analizzano i metodi di stima per i modelli gravitazionali strutturali. Ad esempio, il modello contiene effetti fissi di tipo esportatore-settore-tempo e di tipo importatore-settore-tempo, ma anche di tipo esportatore-importatore-settore. Il modello è stimato sui dati settoriali relativi al commercio e alla produzione ricavati dalle tavole ICIO dell'OCSE per il periodo 1995-2015, che comprendono 62 paesi e 18 settori manifatturieri. I dati relativi ai dazi provengono dal tool WITS. Gli errori standard sono raggruppati a livello di settore bilaterale. I risultati presentati nel grafico C si riferiscono a un modello stimato in base al metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS). La stima del modello tramite l'impiego del parametro Poisson Pseudo Maximum Likelihood porta a risultati qualitativamente simili, mentre le stime dell'elasticità sono generalmente più ampie. Cfr. Bergstrand, J. H., Larch, M., e Yotov, Y.V., "Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation", *European Economic Review*, 78, 2015, pagg. 307-327.

estero (più a monte) corrisponda una maggiore sensibilità ai costi commerciali. I risultati empirici suggeriscono, in effetti, che la sensibilità degli scambi commerciali ai dazi aumenta notevolmente in funzione del contenuto estero nei flussi commerciali bilaterali (cfr. grafico C). Mentre i settori con scarsi legami a monte presentano un'elasticità ai dazi prossima al $-0,8$, tale valore ammonta a circa $-1,4$ per i settori con contenuto estero di livello medio e tocca $-2,1$ per i flussi commerciali con forti legami a monte²². Tali risultati sono pertanto coerenti con significativi effetti di amplificazione dei dazi in presenza di catene di approvvigionamento internazionali organizzate in modo sequenziale.

Grafico C

Sensibilità delle esportazioni ai dazi in base al livello di legame a monte

(coefficienti stimati e intervalli di confidenza del 95 per cento)



Fonti: OCSE, WITS, BACI ed elaborazioni della BCE.

Note: i livelli di collegamento a monte (basso, medio-basso, medio-alto e alto) fanno riferimento ai quattro quartili della distribuzione della variabile dei legami a monte. I legami a monte misurano il contenuto estero nelle esportazioni di un paese-settore e sono calcolati utilizzando l'approccio di Borin e Mancini (2019). La variabile dipendente si riferisce alle esportazioni bilaterali a livello di settore, che vengono regredite sui tassi tariffari bilaterali specifici di ciascun settore, tenendo conto di altri fattori che incidono sulle esportazioni tramite opportuni effetti fissi. Maggiori informazioni sui dati e sull'approccio adottato per la stima sono riportate alla nota 9.

Alla luce di quanto precede, è opinione diffusa che le GVC svolgano un ruolo nell'attuale conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, poiché amplificano gli effetti dell'aumento dei dazi. Da un lato, i risultati che precedono indicano che i dazi che fanno aumentare i costi di produzione possono compromettere in misura significativa il prodotto di settori i cui processi produttivi si basano su beni intermedi esteri. Poiché i dazi imposti alla Cina dagli Stati Uniti riguardano un gran numero di beni intermedi, questo canale potrebbe effettivamente essere rilevante nell'attuale controversia commerciale²³. Dall'altro lato, l'importanza degli effetti di amplificazione dovuti ai processi produttivi globali articolati in più fasi è meno chiara e dipende dalla preponderanza degli scambi legati alle GVC nelle relazioni commerciali bilaterali. I dati OCSE per il 2015 suggeriscono che, nel complesso, circa il 25 per cento degli scambi commerciali tra Stati Uniti e Cina si colloca nel contesto delle GVC (parti di colore diverso dal blu degli istogrammi nel grafico D)²⁴. Per entrambi i

²² Il modello gravitazionale offre una prospettiva di lungo termine. Un'elasticità pari a -1 indica che un aumento del 10 per cento dei dazi bilaterali ridurrebbe le esportazioni bilaterali del 10 per cento.

²³ I beni intermedi rappresentano più della metà del valore dei prodotti interessati dai dazi che gli Stati Uniti hanno imposto sulle importazioni dalla Cina (per un valore di 250 miliardi di USD) nel corso del terzo trimestre del 2018. Cfr. ad esempio, Bown, C. P., Jung, E. e Lu, Z., Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase, *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, 20 settembre 2018.

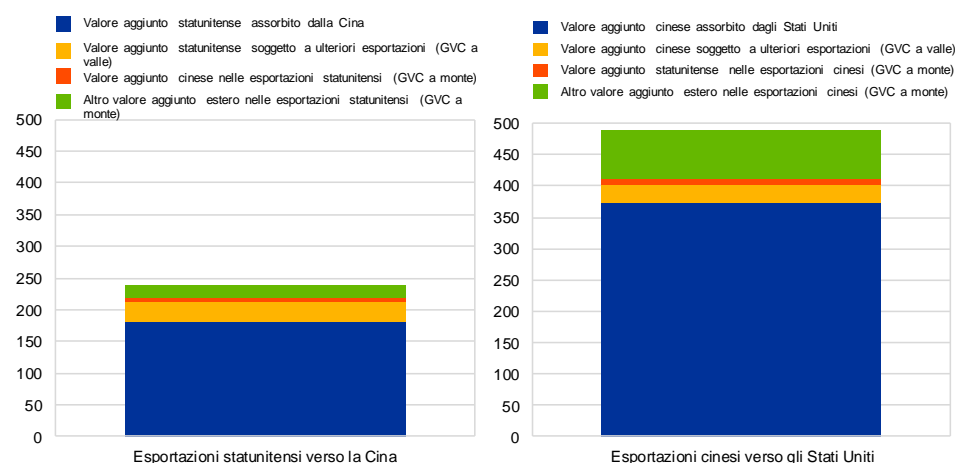
²⁴ Si noti che il valore aggiunto cinese e statunitense assorbito dall'importatore (parti blu degli istogrammi nel grafico D) comprende beni intermedi e finali.

paesi, il dato si colloca al di sotto della quota totale di scambi relativi alle GVC nelle esportazioni totali nonché della quota media (ponderata) degli scambi legati alle GVC nel commercio mondiale (grafico A); ciò potrebbe essere a sua volta riconducibile alla grande distanza tra i due paesi. Inoltre, per le esportazioni statunitensi verso la Cina, i legami a valle (parti gialle degli istogrammi nel grafico D) assumono una maggiore rilevanza in termini relativi, a indicare che le esportazioni statunitensi verso la Cina si collocano piuttosto a monte della catena del valore²⁵. Per contro, per le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, l'incidenza dei legami a monte è maggiore (parti verdi e arancioni degli istogrammi nel grafico D), circostanza che rende i flussi commerciali potenzialmente più sensibili agli effetti di amplificazione di un aumento dei dazi legati ai processi produttivi articolati in più fasi che sono stati descritti in precedenza²⁶.

Grafico D

Scomposizione delle esportazioni bilaterali tra Cina e Stati Uniti nel 2015

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: tavole di input-output tra i paesi (ICIO) dell'OCSE ed elaborazioni della BCE basate sull'approccio adottato da Borin e Mancini (2019). Note: le parti blu degli istogrammi comprendono sia i prodotti intermedi che quelli finali. GVC a valle e GVC a monte fanno riferimento ai legami a valle e a monte. Le esportazioni includono beni e servizi.

²⁵ Tali legami a monte possono comportare che il costo dei dazi venga trasmesso a mercati terzi più a valle nella catena del valore. Cfr., ad esempio, Mao, H. & H. Görg (2019), Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains. Kiel Center for Globalization Working Paper n. 17.

²⁶ In termini di scomposizione settoriale degli scambi bilaterali lordi, secondo i dati OCSE per il 2015, il 90 per cento delle esportazioni cinesi complessive (beni e servizi) verso gli Stati Uniti proviene dal settore manifatturiero, mentre meno del 10 per cento è riconducibile ai servizi e il ruolo del settore agricolo è trascurabile. Per contro, il 50 per cento circa delle esportazioni statunitensi complessive verso la Cina proviene dal settore manifatturiero, mentre il 7 per cento circa è originato dall'agricoltura e il restante è legato principalmente ad attività legate ai servizi. Considerando solo gli scambi di beni, quasi il 55 per cento delle esportazioni lorde cinesi verso gli Stati Uniti è costituito da beni di consumo (tra cui telefoni cellulari, personal computer e autovetture), mentre i beni intermedi e di investimento rappresentano, rispettivamente, circa il 30 e il 15 per cento. Le esportazioni di beni dagli Stati Uniti alla Cina sono costituite principalmente da beni intermedi (oltre il 55 per cento), mentre i beni di consumo e di investimento rappresentano circa il 15 per cento (con un ulteriore 15 per cento circa riconducibile ad altri prodotti di vario tipo).

a cura di Luca Baldo, Cristina Coutinho e Nick Lighthart

Il 30 ottobre 2019 la BCE ha introdotto un sistema a due livelli in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dagli istituti di credito presso l'Eurosistema è esente da remunerazione a tassi negativi. Tale sistema si applica alla sola liquidità in eccesso detenuta dalle banche nei conti correnti presso l'Eurosistema e non a quella presente nei depositi overnight presso la BCE²⁷. La liquidità in eccesso (ossia l'ammontare di riserve eccedenti le riserve obbligatorie minime) che beneficia dell'esenzione è remunerata allo 0 per cento, anziché al tasso sui depositi presso la banca centrale, attualmente pari al -0,5 per cento.

L'obiettivo del sistema a due livelli è quello di sostenere la trasmissione della politica monetaria basata sul sistema bancario, mantenendo al contempo il contributo positivo dei tassi di interesse negativi all'orientamento accomodante della politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha stabilito che l'ammontare massimo di liquidità in eccesso a cui si applica l'esenzione (riserva esente) sia pari a sei volte il requisito di riserva minima di un intermediario. Il moltiplicatore è il medesimo per tutti gli istituti di credito ed è stato scelto al fine di sostenere la trasmissione del tasso negativo sui depositi ai tassi sui prestiti bancari, compensando parte dell'impatto avverso esercitato dai tassi negativi sulla redditività delle banche e assicurando, nel contempo, che i tassi del mercato monetario nell'area dell'euro rimangano prossimi a tale tasso di riferimento. Il moltiplicatore e il tasso di remunerazione sulla liquidità eccedente che beneficia dell'esenzione possono essere modificati nel tempo per garantire che le banche continuino a concedere prestiti ai loro clienti a condizioni che riflettono pienamente l'orientamento di politica monetaria desiderato.

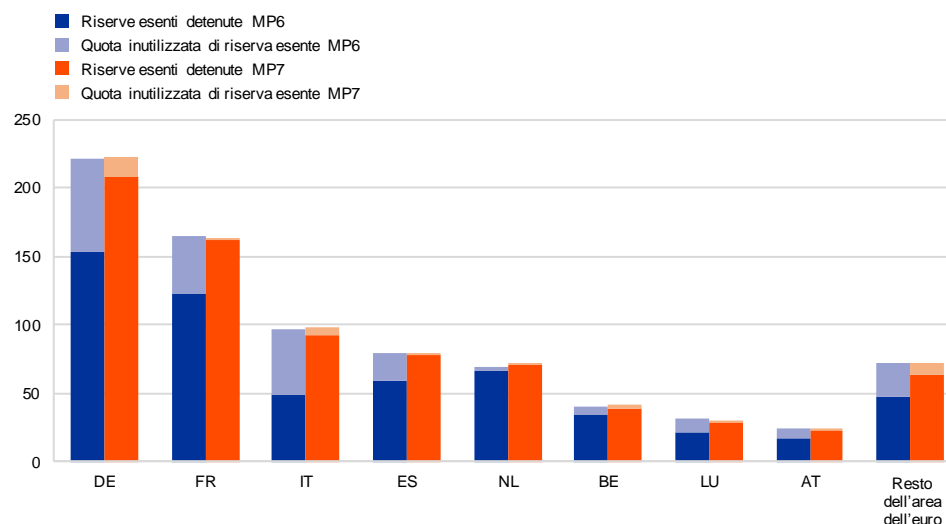
Con l'introduzione del sistema a due livelli, le banche che detenevano un eccesso di liquidità inferiore alla loro soglia di esenzione hanno incrementato le proprie consistenze di liquidità ricorrendo a prestiti dalle banche con giacenze superiori al rispettivo ammontare esente. Il 30 ottobre 2019, ossia il giorno in cui è entrato in vigore il sistema a due livelli, le banche hanno ridotto le quote inutilizzate di riserva esente dal 28 al 13 per cento. Nei giorni successivi le banche che non avevano completamente utilizzato la riserva esente hanno continuato ad accumulare liquidità, finché l'11 dicembre risultava inutilizzato meno del 5 per cento delle riserve esenti (cfr. grafico A). Al contempo, la liquidità in eccesso detenuta dalle banche oltre la rispettiva soglia di esenzione si è lievemente ridotta, segnalando una redistribuzione della liquidità eccedente attraverso i mercati monetari e altri canali in linea con gli incentivi previsti dal sistema a due livelli (cfr. grafico B).

²⁷ La BCE ha inoltre pubblicato ulteriori informazioni sul [sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve eccedenti](#).

Grafico A

Riserve esenti per quota di utilizzo e per paese

(miliardi di euro)



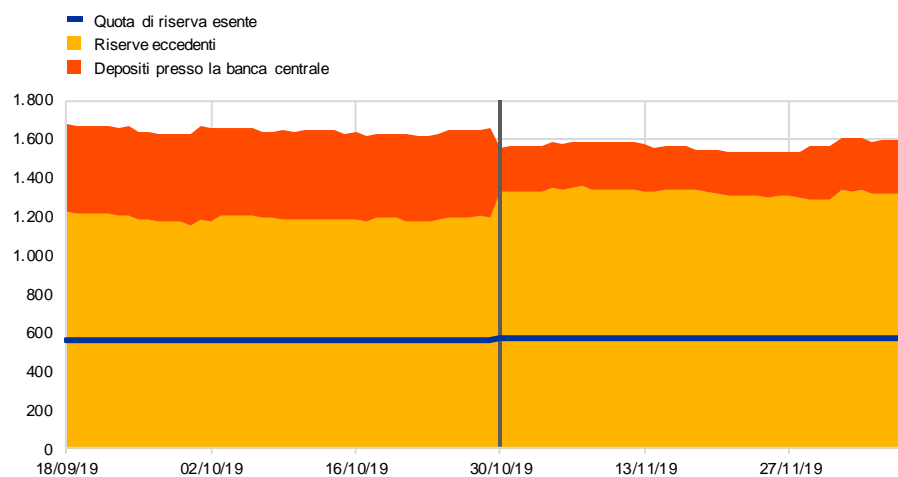
Fonte: BCE.

Nota: le riserve esenti detenute e le quote inutilizzate di riserva esente sono calcolate sulla base delle eccedenze medie individuali di liquidità (somma delle riserve in eccesso e del ricorso ai depositi presso la banca centrale) per il sesto periodo di mantenimento (MP6) e sulla base delle riserve medie in eccesso detenute (fino al 24 novembre) per il settimo periodo di mantenimento (MP7).
Ultime rilevazioni: 11 dicembre 2019.

Grafico B

Andamento della liquidità in eccesso delle banche che superano la soglia di esenzione

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: riserve in eccesso e ricorso ai depositi overnight presso la banca centrale di banche che superano le proprie soglie di esenzione nel sesto periodo di mantenimento (MP6) e all'inizio del settimo periodo di mantenimento (MP7). La linea grigia segna l'inizio del settimo periodo di mantenimento (30/10/2019).
Ultime rilevazioni: 11 dicembre 2019.

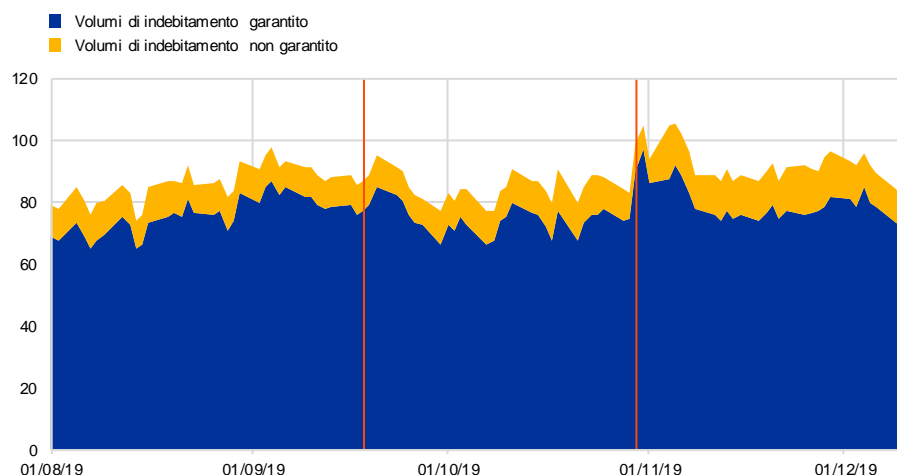
Gran parte del maggiore indebitamento delle banche sul mercato monetario si è realizzata tramite operazioni garantite. I dati sulle operazioni eseguite da un gruppo di banche con quote inutilizzate di riserva esente indicano che, nei primi giorni successivi all'avvio del sistema a due livelli, tali intermediari hanno aumentato il loro indebitamento medio giornaliero garantito di circa 15 miliardi di euro, mantenendo invece sostanzialmente

invariato l'indebitamento non garantito (cfr. grafico C). In seguito, tuttavia, il ricorso al mercato monetario per finanziare le quote inutilizzate di riserva esente è diminuito. Per perseguire tale obiettivo, oltre al mercato monetario, le banche possono adottare altre strategie, come vendere attività e attrarre altre forme di finanziamento.

Grafico C

Volumi di indebitamento a breve termine garantito e non garantito di banche aventi quote inutilizzate di riserva esente

(miliardi di euro)



Fonti: BCE, MMSR.

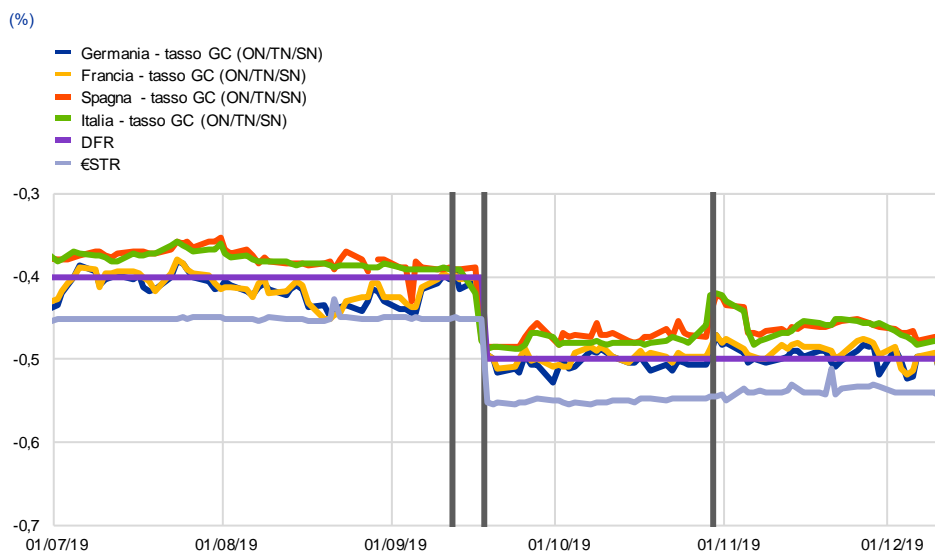
Note: prestiti di liquidità nei segmenti garantito e non garantito mediante operazioni con le scadenze più brevi (ON, TN ed SN) per le banche dell'MMSR con quote di riserva esente inutilizzate calcolate sulla base della loro liquidità in eccesso nel sesto periodo di mantenimento delle riserve. Le linee rosse segnalano l'inizio del sesto periodo di mantenimento delle riserve (18/09/2019) e del settimo periodo di mantenimento delle riserve (30/10/2019).

Ultime rilevazioni: 11 dicembre 2019.

Sebbene l'aumento delle attività di scambio abbia temporaneamente coinciso con tassi del mercato monetario più elevati, dall'esperienza delle prime sei settimane del sistema a due livelli emerge che tali tassi sono stati influenzati solo in misura marginale, rimanendo ben allineati al tasso di riferimento. Dopo l'introduzione del sistema a due livelli, l'€STR, il tasso per i prestiti overnight all'ingrosso non garantiti, si è mantenuto prossimo al suo livello medio calcolato nel periodo tra il 1° e il 29 ottobre. I tassi nel segmento garantito hanno evidenziato un temporaneo incremento di massimo 6 punti base nei maggiori paesi dell'area dell'euro, tornando in seguito su livelli compresi nell'intervallo di volatilità osservato prima dell'avvio del sistema a due livelli (cfr. grafico D).

Grafico D

Tassi del mercato monetario garantito e non garantito



Fonti: BCE, MTS, NEX.

Note: i tassi dei pronti contro termine nel mercato GC sono i tassi medi ponderati per il volume relativi alle garanzie di Germania, Francia, Spagna e Italia e le operazioni a scadenza O/N, T/N, S/N aventi la stessa data. Le linee grigie indicano il Consiglio direttivo di settembre (12/09/2019), l'inizio del sesto periodo di mantenimento delle riserve (18/09/2019), quando è entrata in vigore la riduzione di 10 punti base del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR), e l'inizio del settimo periodo di mantenimento delle riserve (30/10/2019), quando è entrato in vigore il sistema a due livelli. Pre-€STR fino al 30 settembre, €STR a partire dal 1° ottobre.

Ultime rilevazioni: 11 dicembre 2019.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 luglio al 29 ottobre 2019

a cura di Luca Baldo e Denis Lungu

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2019, ossia, rispettivamente, dal 31 luglio al 17 settembre e dal 18 settembre al 29 ottobre.

Il periodo in esame comprende l'ampio pacchetto di misure di politica monetaria adottato dal Consiglio direttivo il 12 settembre 2019. Esso è costituito da cinque elementi: a) riduzione del tasso di interesse sui depositi overnight presso la banca centrale dal -0,40 al -0,50 per cento, con effetto dal 18 settembre, e mantenimento dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e su quelle di rifinanziamento marginale a livelli invariati, pari, rispettivamente, allo 0,00 e allo 0,25 per cento; b) adeguamento delle indicazioni prospettive sui tassi di interesse di riferimento della BCE; c) ripresa degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) dal 1° novembre; d) modifiche alle modalità di conduzione della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III); e) introduzione di un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve a decorrere dal settimo periodo di mantenimento, iniziato il 30 ottobre 2019. Parallelamente, l'Eurosistema ha continuato a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA. Inoltre, il 2 ottobre 2019 la BCE ha comunicato la pubblicazione del nuovo tasso di riferimento overnight non garantito per l'area dell'euro, lo euro short-term rate (€STR). A partire da tale data è stata anche modificata la metodologia di calcolo del tasso Eonia (Euro Overnight Index Average), determinato applicando all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base.

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 1.559,5 miliardi di euro, in aumento di 48,2 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2019; cfr. tavola A). Tale variazione del fabbisogno di liquidità è largamente riconducibile a un aumento dei fattori autonomi netti, che sono cresciuti di 45,6 miliardi di euro raggiungendo 1.426,9 miliardi.

L'incremento dei fattori autonomi netti è stato determinato da un aumento dei fattori di assorbimento della liquidità, che ha più che compensato l'incremento dei fattori di immissione della liquidità. I fattori di assorbimento della liquidità sono aumentati soprattutto a causa della voce "Altri fattori autonomi", che è cresciuta in media di 57,6 miliardi di euro fino a raggiungere 846,4 miliardi. Le banconote in circolazione hanno registrato un'espansione media di 17,8 miliardi di euro, attestandosi a 1.251,8 miliardi. Nel periodo in esame i depositi delle amministrazioni pubbliche sono aumentati in media di 11,9 miliardi di euro, raggiungendo 282,4 miliardi, e hanno toccato il massimo storico di 298,6 miliardi nel sesto periodo di mantenimento delle riserve. Tra i fattori autonomi di immissione di liquidità, le attività nette sull'estero sono cresciute di 38,5 miliardi di euro, attestandosi a 737,9 miliardi, mentre le attività nette denominate in euro sono rimaste

sostanzialmente invariate a 216,1 miliardi di euro (in aumento di 3,2 miliardi). Nel periodo di riferimento le passività dell'Eurosistema verso non residenti nell'area dell'euro sono diminuite, evidenziando a fine settembre un andamento stagionale meno marcato rispetto alla fine del trimestre precedente e alla fine di settembre 2018²⁸.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 luglio al 29 ottobre 2019			Periodo di riferimento precedente: dal 17 aprile al 30 luglio 2019
	Quinto e sesto periodo di mantenimento	Quinto periodo di mantenimento: dal 31 luglio al 17 settembre	Sesto periodo di mantenimento: dal 18 settembre al 29 ottobre	Terzo e quarto periodo di mantenimento
Fattori autonomi di liquidità	2.380,7 (+87,3)	2.345,3 (+6,3)	2.421,9 (+76,6)	2.293,3 (+57,2)
Banconote in circolazione	1.251,8 (+17,8)	1.251,1 (+10,2)	1.252,7 (+1,7)	1.234,1 (+21,8)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	282,4 (+11,9)	268,5 (-27,4)	298,6 (+30,1)	270,5 (+7,2)
Altri fattori autonomi ¹	846,4 (+57,6)	825,7 (+23,4)	870,5 (+44,8)	788,7 (+28,2)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	1.225,2 (-17,2)	1.199,5 (-4,8)	1.255,3 (+55,8)	1.242,4 (-0,7)
Strumenti di politica monetaria	642,6 (-74,9)	687,8 (-14,5)	589,8 (-98,0)	717,5 (-40,1)
Riserve obbligatorie minime	132,6 (+2,5)	132,0 (+0,6)	133,2 (+1,2)	130,1 (+1,9)
Depositi presso la banca centrale	510,0 (-77,4)	555,7 (-15,1)	456,6 (-99,1)	587,4 (-42,0)
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)

Fonte: BCE.

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

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

²⁸ Le passività dell'Eurosistema nei confronti di non residenti nell'area dell'euro sono costituite principalmente da conti denominati in euro detenuti da banche centrali non appartenenti all'area dell'euro presso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Generalmente, alla fine di ciascun trimestre, le banche centrali non appartenenti all'area dell'euro incrementano i propri depositi presso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema, in quanto le banche commerciali sono meno propense ad accettare tale liquidità. Di fatto, le banche centrali non appartenenti all'area dell'euro depositano le proprie disponibilità liquide anche presso le banche commerciali dell'area dell'euro, eccezion fatta per i periodi stabiliti per la segnalazione dei dati (ossia a fine trimestre), quando le banche commerciali tendono a contrarre i bilanci. Il 30 settembre le passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro denominate in euro hanno raggiunto i 252,2 miliardi, rispetto a una media di 223,1 miliardi durante il sesto periodo di mantenimento. Ciò ha comportato un effetto meno marcato di quanto osservato il 30 giugno 2019, quando queste passività hanno toccato i 277,4 miliardi, rispetto a una media di 243,7 miliardi nel quarto periodo di mantenimento. Un anno prima, il 30 settembre 2018, la stessa voce di bilancio è salita a 301,7 miliardi di euro, rispetto a una media di 264,7 miliardi nel corso del sesto periodo di mantenimento del 2018.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 luglio al 29 ottobre 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 17 aprile al 30 luglio 2019	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 31 luglio al 17 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 18 settembre al 29 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Attività nette sull'estero	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Attività nette denominate in euro	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Strumenti di politica monetaria	3.294,6	(-46,6)	3.307,9	(-17,2)	3.279,2	(-28,7)	3.341,2	(-27,9)
Operazioni di mercato aperto	3.294,6	(-46,6)	3.307,9	(-17,2)	3.279,2	(-28,7)	3.341,2	(-27,9)
Operazioni d'asta	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
ORP	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
ORLT a tre mesi	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
OMRLT-II	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
OMRLT-III	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Portafogli definitivi	2.610,7	(-15,1)	2.612,4	(-8,0)	2.608,7	(-3,7)	2.625,9	(-15,4)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.087,6	(-4,8)	2.087,8	(-1,4)	2.087,4	(-0,4)	2.092,4	(-9,2)
Programma di acquisto di attività del settore societario	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Fonte: BCE.

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 luglio al 29 ottobre 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 17 aprile al 30 luglio 2019	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 31 luglio al 17 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 18 settembre al 29 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹	1.559,5	(+48,2)	1.552,7	(+2,6)	1.567,4	(+14,8)	1.511,3	(+14,9)
Fattori autonomi netti ²	1.426,9	(+45,6)	1.420,6	(+2,0)	1.434,2	(+13,6)	1.381,3	(+13,0)
Liquidità in eccesso ³	1.735,2	(-94,5)	1.755,2	(-19,9)	1.711,8	(-43,4)	1.829,6	(-42,9)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 31 luglio al 29 ottobre 2019						Periodo di riferimento precedente: dal 17 aprile al 30 luglio 2019	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 31 luglio al 17 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 18 settembre al 29 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40	(+0,00)
EONIA ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363	(+0,00)
€STR ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450	(-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) Calcolato come €STR aumentato di 8,5 punti base a partire dal 1° ottobre 2019.

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

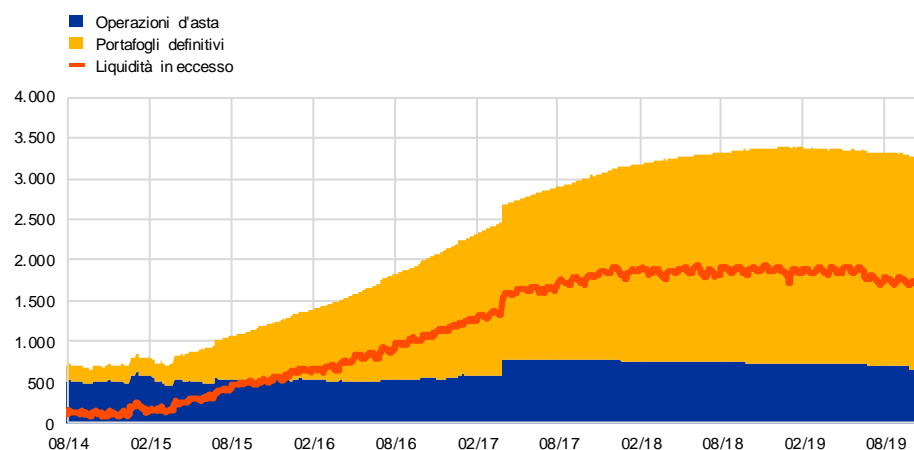
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e portafogli di politica monetaria, è diminuito di 46,6 miliardi di euro, raggiungendo i 3.294,6 miliardi (cfr. grafico A). Tale riduzione è stata determinata da una minore domanda nelle operazioni d'asta, nonché da una ridotta immissione di liquidità derivante da portafogli di politica monetaria, per via dei rimborsi di titoli acquistati in passato nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e del lieve calo del valore contabile delle attività acquisite nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP).

Grafico A

Andamento della liquidità offerta nell'ambito 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 di 31,1 miliardi di euro, attestandosi a 683,9 miliardi.

Tale decremento è principalmente attribuibile alla minore liquidità offerta attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). L'ammontare in essere preso in prestito nell'ambito delle OMRLT II è diminuito in media di 29,5 miliardi di euro nel periodo in esame per effetto dei rimborsi volontari anticipati regolati il 25 settembre, pari a 31,8 miliardi di euro, solo parzialmente compensati da 3,4 miliardi di euro aggiudicati per la prima asta di OMRLT III, regolata lo stesso giorno. Il calo della domanda delle controparti ha inoltre comportato una riduzione dell'offerta di liquidità attraverso le ORP e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) pari, rispettivamente, a 2,6 miliardi di euro per arrivare in media a 2,5 miliardi di euro, e di 0,3 miliardi di euro per raggiungere in media 2,9 miliardi.

La liquidità fornita tramite i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è diminuita di 15,1 miliardi di euro, fino a 2.610,7 miliardi, per via dei rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e di un lieve ridimensionamento del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP).

Nel periodo in esame, i rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei primi due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati pari, complessivamente, a 9,1 miliardi di euro. Riguardo ai portafogli del PAA, mentre gli acquisti netti sono stati sospesi dal 1° gennaio 2019 al 31 ottobre 2019, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza ha continuato a essere reinvestito. Nonostante il reinvestimento integrale, per ragioni operative potrebbero verificarsi limitati scostamenti temporanei in termini di dimensione e composizione complessive del PAA²⁹. Di conseguenza, nel periodo di riferimento il valore contabile del programma di acquisto di attività del settore pubblico ha subito una riduzione marginale, pari a 4,8 miliardi di euro, per giungere in media a 2.087,6 miliardi di euro.

²⁹ Cfr. l'articolo *Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, la liquidità media in eccesso si è ridotta di 94,5 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente, portandosi a 1.735,2 miliardi di euro (cfr. grafico A). Tale diminuzione riflette una crescita dei fattori autonomi netti e un calo della liquidità fornita attraverso le operazioni d'asta e i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema. Nel sesto periodo di mantenimento delle riserve, il ricorso ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 99,1 miliardi di euro, mentre la liquidità in eccesso depositata nei conti correnti è aumentata di 55,8 miliardi di euro. Tale variazione suggerisce che alcuni intermediari abbiano iniziato a trasferire fondi dai depositi presso la banca centrale ai conti correnti, anticipando l'attuazione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve annunciato il 12 settembre 2019, in quanto il tasso di remunerazione a zero si applica solo ai fondi detenuti nei conti correnti. Il sistema a due livelli si applica a decorrere dal settimo periodo di mantenimento iniziato il 30 ottobre 2019 e pertanto non incide sulla remunerazione della liquidità in eccesso nel periodo in esame. Le riserve detenute dalle controparti considerate idonee sono calcolate sulla base della media dei saldi di fine giornata detenuti nei conti correnti dagli istituti nel periodo di mantenimento.

Andamenti dei tassi di interesse

L'€STR è stato diffuso per la prima volta il 2 ottobre, durante il periodo in esame³⁰.

Sulla base di un raffronto con i dati precedenti alla sua diffusione, l'€STR non ha subito variazioni in corrispondenza della sua introduzione.

La riduzione del tasso sui depositi al -0,50 per cento con effetto dal 18 settembre si è trasmessa ai tassi a breve termine del mercato monetario. Nel mercato monetario non garantito, la riduzione di 10 punti base del tasso di interesse sui depositi si è trasmessa pienamente all'€STR, che si è infatti collocato in media a -0,550 per cento nel sesto periodo di mantenimento delle riserve, rispetto al valore pari a -0,450 per cento del quinto periodo di mantenimento³¹. Anche il tasso Eonia (Euro overnight index average) è sceso, passando nello stesso periodo da -0,362 a -0,462 per cento. La riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale si è trasmessa anche ai tassi del mercato monetario garantito. Dal quinto al sesto periodo di mantenimento delle riserve, i tassi medi dei pronti contro termine sia per il paniere dei collateral standard che per quello ampliato nel mercato General Collateral (GC) Pooling³² sono scesi rispettivamente dello 0,097 per cento, portandosi a -0,502 per cento, e dello 0,094 per cento, portandosi a -0,491 per cento.

³⁰ Cfr. il riquadro *Addio EONIA, benvenuto €STR!*, nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

³¹ Ai fini del raffronto sono inclusi anche i dati precedenti la diffusione di €STR, fino al 30 settembre 2019.

³² Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collateral.

Indicatori delle condizioni relative al mercato del lavoro nell'area dell'euro

a cura di Vasco Botelho e António Dias da Silva

Il presente riquadro illustra due strumenti complementari per valutare l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Il primo è uno strumento di visualizzazione, che rappresenta sotto forma di grafico radar 18 variabili che caratterizzano le attuali condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Il secondo esamina le variabili rappresentate nel grafico attraverso un'analisi delle componenti principali. Tale approccio riassume le informazioni disponibili sulle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro in due indicatori sintetici³³: livello di attività e dinamica del mercato del lavoro. L'indicatore relativo al livello di attività confronta gli andamenti nel mercato del lavoro nel tempo, mentre l'indicatore relativo alla dinamica del mercato del lavoro valuta il tasso di variazione dell'andamento di tale mercato. L'analisi riguarda l'area dell'euro nel suo complesso e non mostra pienamente l'eterogeneità dei mercati del lavoro tra i vari paesi.

Il grafico A mostra lo strumento di visualizzazione relativo al mercato del lavoro dell'area dell'euro, che rappresenta le condizioni del mercato del lavoro mediante un "approccio multifocale"³⁴. Tale strumento consente una rapida panoramica del mercato del lavoro attraverso il confronto dei valori attuali di ogni serie temporale con il risultato migliore e peggiore rilevato a partire dal 2005 e permette, altresì, un raffronto delle condizioni attuali del mercato del lavoro rispetto a quelle osservate in altri momenti, come il picco raggiunto prima della crisi (primo trimestre del 2008) e l'inizio della ripresa economica (primo trimestre del 2013). Le variabili presentate nel grafico A riflettono la complessità del mercato del lavoro. Queste variabili pertanto non prendono in esame solo l'andamento attuale dell'occupazione e della disoccupazione, ma forniscono anche informazioni aggiuntive su altri fattori che caratterizzano le condizioni del mercato del lavoro sia per i lavoratori sia per le imprese, quali: a) le condizioni di disoccupazione in termini di durata ed età; b) i flussi occupazionali e i posti vacanti; c) l'impiego del fattore lavoro e le sue implicazioni per la produttività del lavoro e le retribuzioni reali; d) i fattori strutturali che possono influenzare gli andamenti attuali del mercato del lavoro.

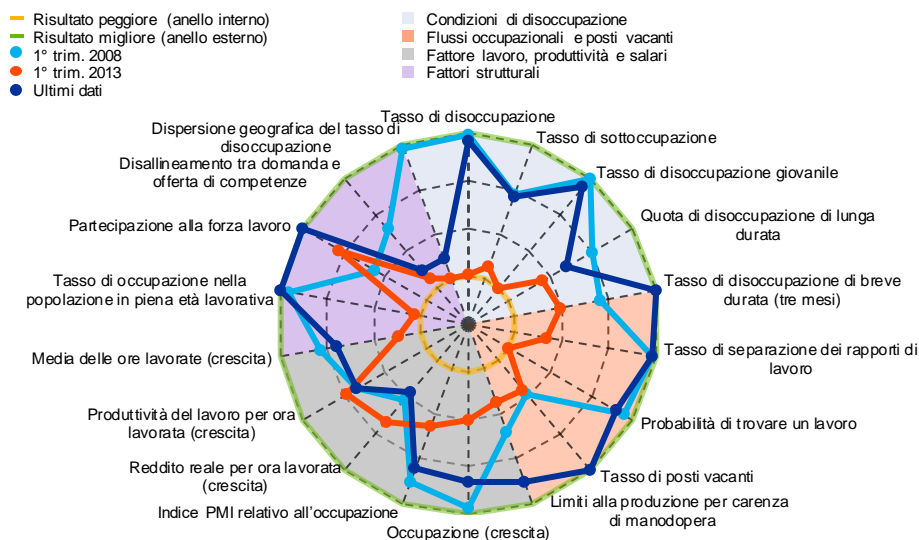
³³ Tale approccio metodologico riflette quello adottato dal Federal Reserve di Kansas City per i suoi indicatori [Labor Market Conditions Indicators \(LMCI\)](#). La [Reserve Bank of Australia](#), la [Bank of Canada](#) e la [Reserve Bank of New Zealand](#) hanno elaborato indicatori delle condizioni del mercato del lavoro (LMCI) diversi attraverso un approccio analogo.

³⁴ Tale modalità di presentazione delle variabili del mercato del lavoro si ispira al [Labor Market Distributions Spider Chart](#) del Federal Reserve di Atlanta, strumento sviluppato per monitorare gli andamenti complessivi del mercato del lavoro nel corso del tempo. L'approccio alla visualizzazione è leggermente diverso rispetto a quello del grafico del Federal Reserve di Atlanta, in quanto quello adoperato nel presente riquadro non consente di stilare una graduatoria dei dati; al contrario, i valori sono normalizzati in modo che per le differenti variabili sia possibile confrontare le rilevazioni migliori e peggiori registrate nel periodo campionario. Le date del ciclo economico che identificano il punto massimo prima della crisi del 2008-2009 e il punto minimo che evidenzia l'avvio della ripresa economica sono tratte dalle comunicazioni dello [Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research \(CEPR\)](#).

Grafico A

Panoramica del mercato del lavoro nell'area dell'euro dal 2005

(anello interno: risultato peggiore dal primo trimestre del 2005; anello esterno: risultato migliore dal primo trimestre del 2005; valori normalizzati per ciascuna variabile)



Fonti: Eurostat (statistiche a breve termine e indagini sulle forze di lavoro per tutte le variabili relative alla disoccupazione, al tasso di occupazione nella popolazione in piena età lavorativa e alla partecipazione alla forza lavoro; statistiche relative ai posti di lavoro disponibili per il tasso di posti vacanti; dati di contabilità nazionale per occupazione, retribuzioni, ore lavorate e produttività), Commissione europea (indagini presso le imprese industriali e i consumatori sui limiti alla produzione per carenza di manodopera), Markit (per l'indice dei responsabili degli acquisti, PMI) ed elaborazioni degli esperti della BCE. Ulteriori informazioni sulla probabilità di trovare un lavoro e sul tasso di separazione dei rapporti di lavoro sono riportate alla nota 3 e altre sulla dispersione geografica della disoccupazione e sul disallineamento tra domanda e offerta di competenze sono riportate alla nota 4. Per quanto riguarda l'indice PMI relativo all'occupazione e per i fattori che limitano la produzione (carenza di manodopera), l'ultima rilevazione si riferisce a ottobre 2019; per il tasso di disoccupazione, la dispersione geografica del tasso di disoccupazione e la crescita dell'occupazione (stima preliminare), l'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2019; per le restanti variabili, l'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

Note: 1) tutti i tassi di crescita sono espressi sul periodo corrispondente; 2) la piena età lavorativa è definita in modo da includere tutte le persone di età compresa tra i 25 e i 54 anni; 3) il tasso di disoccupazione giovanile è definito in relazione alle persone di età compresa tra i 15 e 24 anni; 4) il tasso di disoccupazione è calcolato retrospettivamente dal primo trimestre del 2005 al quarto trimestre del 2007 attraverso un'interpolazione mediante spline cubica utilizzando il numero di lavoratori involontariamente impiegati a tempo parziale nell'area dell'euro come proxy per calcolare il numero di lavoratori in part time involontario durante questo periodo; 5) per ciascuna variabile il miglior risultato rilevato è definito, alternativamente, come il livello più basso raggiunto a partire dal primo trimestre del 2005, applicato a tutte le variabili connesse alle condizioni di disoccupazione del mercato del lavoro, al tasso di separazione dei rapporti di lavoro, alla quota di disoccupazione di lunga durata, all'indicatore relativo al disallineamento tra domanda e offerta di competenze e alla dispersione geografica del tasso di disoccupazione, o come il livello più alto raggiunto a partire dal primo trimestre del 2005; 6) il peggior risultato rilevato è definito per opposizione al risultato migliore.

Il grafico A mostra che, sebbene alcune variabili del mercato del lavoro siano prossime ai valori precedenti alla crisi, è variata notevolmente la struttura di fondo del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, il tasso di sottoccupazione e il tasso di disoccupazione giovanile sono vicini ai livelli pre-crisi, sebbene il tasso di sottoccupazione sia ancora leggermente superiore alla sua migliore rilevazione dal 2005. Il tasso di disoccupazione per durata è variato molto rispetto ai valori precedenti alla crisi: il tasso di disoccupazione di breve durata è al livello più basso dal 2005, mentre attualmente la quota di disoccupazione di lunga durata è ancora superiore a quella osservata prima della crisi.

L'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro in termini di flussi occupazionali e posti vacanti è sostenuto, con valori prossimi ai migliori risultati rilevati dal 2005. I dati recenti sui flussi occupazionali³⁵ sono simili a quelli osservati durante il periodo precedente la crisi, mentre i posti di lavoro disponibili, misurati in base al tasso di posti vacanti e all'indicatore

³⁵ I flussi del mercato del lavoro sono calcolati sulla base di Shimer, R., "Reassessing the ins and out of employment", *Review of Economic Dynamics*, vol. 15, n. 2, 2012, pagg. 127-148, e di Elsby, M.W. L., Hobbijn, B. e Şahin, A., "Unemployment dynamics in the OECD", *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n. 2, 2013, pagg. 530-548, in quanto le variazioni in entrata e in uscita rispetto allo stato di disoccupazione sono stimate sulla base delle informazioni relative alla durata della disoccupazione, mentre si presume che i flussi occupazionali in entrata e in uscita da una condizione di inattività rimangano costanti.

relativo ai fattori che limitano la produzione, si attestano su un livello pari o prossimo ai loro massimi storici. Gli andamenti del fattore lavoro, della produttività e delle retribuzioni sono lievemente più deboli di quelli osservati prima della crisi, sebbene comparabili. Per quanto riguarda i fattori strutturali, i massimi storici toccati dal tasso di occupazione nella popolazione in piena età lavorativa, ovvero delle persone tra i 25 e i 54 anni, e dal tasso di partecipazione alle forze di lavoro sono i due principali elementi che caratterizzano la situazione attuale del mercato del lavoro. Al contrario, l'indicatore del disallineamento tra domanda e offerta di competenze e la dispersione geografica del tasso di disoccupazione³⁶ sono significativamente più elevati rispetto a quelli precedenti la crisi e si mantengono su livelli comparabili con quelli osservati all'inizio della ripresa.

Il secondo strumento applica un'analisi delle componenti principali per consolidare in due indicatori sintetici le informazioni complesse relative al mercato del lavoro.

Questa analisi utilizza le informazioni disponibili sul mercato del lavoro nell'area dell'euro, isolando le principali tendenze che ne influenzano le condizioni³⁷. Attraverso tale approccio si distinguono due componenti principali. La prima è legata al livello di attività nel mercato del lavoro, che riflette soprattutto l'evoluzione del tasso di occupazione nella popolazione in piena età lavorativa, il tasso di disoccupazione, la probabilità di trovare un lavoro, il tasso di disoccupazione giovanile e la quota di disoccupazione di lunga durata. La seconda componente mette maggiormente in luce la dinamica del mercato del lavoro, essendo legata principalmente al tasso di crescita dell'occupazione totale, al tasso di crescita delle ore medie lavorate, alla quota di disoccupazione di lunga durata, all'indice PMI relativo all'occupazione e al tasso di disoccupazione di breve durata. Viene individuata una terza componente attraverso il controllo di eventuali errori di misurazione nel calcolo degli indicatori sintetici relativi al livello di attività e alla dinamica del mercato del lavoro nell'area dell'euro a causa di possibili andamenti non stazionari di alcune variabili relative al mercato del lavoro³⁸.

Gli indicatori sintetici mostrano che il livello di attività nel mercato del lavoro dell'area dell'euro è paragonabile al punto massimo precedente la crisi registrato nel

³⁶ La dispersione geografica del tasso di disoccupazione è misurata dal coefficiente di variazione del tasso di disoccupazione nei paesi dell'area dell'euro, ponderato in base alle rispettive quote di occupazione. L'indicatore del disallineamento tra domanda e offerta di competenze segue la metodologia utilizzata dalla Task Force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali in "Euro Area Labour Markets and the Crisis", *Occasional Paper Series* n. 138, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2012.

³⁷ Questo approccio è simile alla metodologia alla base degli indicatori LMCI elaborati dal Federal Reserve di Kansas City (Hakkio, C.S. e Willis, J.L., "Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement", *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, luglio 2013, e Hakkio, C.S. e Willis, J.L., "Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators", *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto 2014). Le componenti principali determinanti sono selezionate in base a due criteri: la somma di tutte le componenti scelte deve rappresentare almeno l'80 per cento della varianza totale delle 18 variabili relative al mercato del lavoro e ciascuna componente deve avere un corrispondente autovalore significativamente superiore all'unità. Le componenti vengono quindi sottoposte a un metodo di rotazione varimax per agevolarne l'interpretazione, in linea con gli indicatori LMCI del Federal Reserve di Kansas City. Gli indicatori LMCI sviluppati per l'area dell'euro nel presente riquadro mantengono la loro validità anche se si elimina una qualsiasi variabile relativa al mercato del lavoro.

³⁸ Tale componente (non illustrata nel grafico B) è influenzata soprattutto dalle variabili del mercato del lavoro di lungo periodo, come il tasso di partecipazione alle forze di lavoro, l'indicatore del disallineamento tra domanda e offerta di competenze, la dispersione geografica del tasso di disoccupazione, il tasso di posti vacanti e l'indicatore del lavoro tra i fattori che limitano la produzione. Pertanto questa componente è associata ai cambiamenti di lungo termine che si sono determinati nel mercato del lavoro tra il 2005 e il 2019. Escludendo la terza componente, negli ultimi trimestri si otterrebbe un livello ridotto di attività del mercato del lavoro e una dinamica del mercato del lavoro più vivace. I tre indicatori LMCI che ne derivano rappresentano complessivamente l'84,9 per cento della varianza totale delle 18 variabili relative al mercato del lavoro riportate nel grafico A. Gli andamenti del tasso di occupazione sono coerenti con l'indicatore relativo al livello di attività.

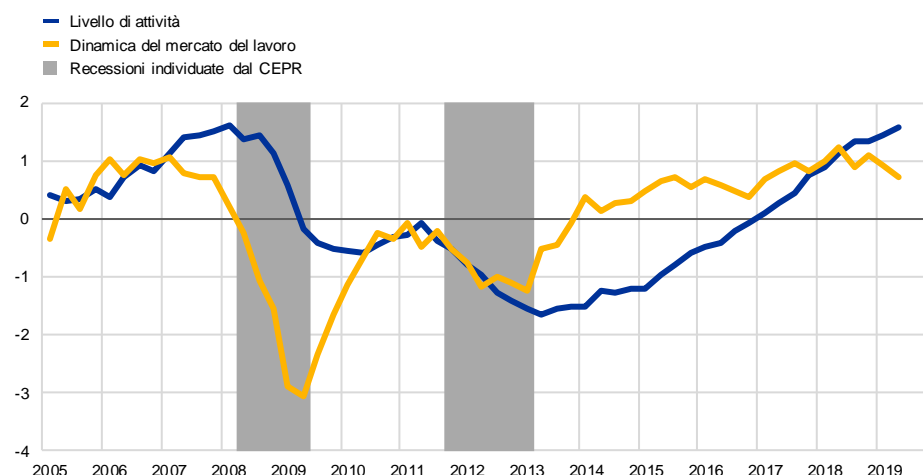
secondo trimestre del 2019, mentre la dinamica del mercato del lavoro rimane vigorosa, nonostante un lieve rallentamento (cfr. grafico B).

I due indicatori rivelerebbero minuziosamente le fluttuazioni cicliche del mercato del lavoro nell'area dell'euro. L'indicatore relativo al livello di attività del mercato del lavoro ha raggiunto un picco prima della recessione nel primo trimestre del 2008, per poi diminuire progressivamente fino all'inizio della ripresa dell'occupazione, raggiungendo il suo valore minimo nel secondo trimestre del 2013; alla fine del 2016 è tornato al suo valore medio di lungo periodo, in concomitanza con il ritorno dell'occupazione complessiva al suo livello massimo prima della crisi, e nel secondo trimestre del 2019 ha raggiunto livelli paragonabili a quelli registrati prima della crisi. L'indicatore relativo alla dinamica del mercato del lavoro ha iniziato a diminuire poco prima della crisi e ha toccato i livelli più bassi nel 2009, quando si è registrato un forte calo dell'occupazione. L'indicatore è rimasto al di sotto della media fino alla fine del 2013, ha raggiunto un massimo nel 2018 portandosi su livelli leggermente superiori a quelli pre-crisi e rimane al di sopra della media di lungo periodo, il che suggerisce che sussistano ulteriori margini di miglioramento per il mercato del lavoro nel breve termine.

Grafico B

Indicatori delle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro

(deviazioni standard)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE. L'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

Nota: le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione individuati dallo [Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research \(CEPR\)](#).

In conclusione, il presente riquadro introduce due strumenti complementari che aiutano ad analizzare le informazioni complesse relative al mercato del lavoro.

Il grafico radar rappresenta i vari aspetti concomitanti del mercato del lavoro, ad esempio le condizioni di disoccupazione, l'evoluzione dei flussi occupazionali e dei posti di lavoro disponibili, gli andamenti del fattore lavoro, della produttività e delle retribuzioni reali e le variazioni nelle condizioni strutturali del mercato del lavoro nell'area dell'euro. I due indicatori sintetici del mercato del lavoro riassumono le informazioni più salienti che si possono desumere dalle 18 variabili riportate nel grafico radar. Questi indicatori forniscono una misura del livello di attività e della dinamica del mercato del lavoro nell'area dell'euro e contribuiscono così a valutarne gli andamenti e la posizione ciclica. L'analisi suggerisce che a breve termine sussistano ulteriori margini di miglioramento del livello di attività nel mercato del lavoro, sospinto dalla dinamica positiva del mercato del lavoro. Gli indicatori non

prendono completamente in esame l'eterogeneità dei mercati del lavoro nazionali nell'area e miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro dipendono dalle fluttuazioni future del ciclo economico.

5 Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro

a cura di Ferdinand Dreher, Omiros Kouvas e Gerrit Koester

L'andamento del costo del lavoro può essere influenzato in modo significativo da variazioni, specifiche per ciascun paese, dei contributi previdenziali e del salario minimo. Tenere conto della natura e dell'entità di tali fattori è importante per valutare l'entità della crescita salariale e le sue implicazioni per l'inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo. Il presente riquadro esamina come questi due fattori abbiano influenzato la crescita aggregata dei salari nell'area dell'euro.

Le misure relative al costo del lavoro, come il reddito per occupato³⁹, possono talvolta essere influenzate dalle misure legate ai contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. Se sufficientemente rilevanti, le variazioni dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro possono determinare un cuneo tra diverse misure salariali (cfr. grafico A, pannello a). Ad esempio, il divario tra la crescita del reddito per occupato e l'aumento delle retribuzioni per dipendente nel periodo 2015-2016 è stato legato ai tagli ai contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro in ciascuno dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico A, pannello b)⁴⁰. Dall'inizio del 2019 si è creato un nuovo divario, che riguarda principalmente un calo significativo dei contributi previdenziali in Francia, mentre in Germania, Italia e Spagna tali contributi a carico dei datori di lavoro sono aumentati. La riduzione dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro in Francia è legata a una modifica legislativa che implica una riduzione permanente di tali contributi, che ha sostituito il credito d'imposta per la competitività e l'occupazione (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE). Questa modifica legislativa ha frenato la crescita del reddito per dipendente nei primi tre trimestri del 2019, con aumenti del 2,3, del 2,2 e del 2,1 per cento, rispettivamente, nel primo, secondo e terzo trimestre: solo leggermente al di sopra della media registrata dal 1999, pari al 2,1 per cento. La crescita annuale delle retribuzioni per dipendente – che esclude i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e non è interessata dalla modifica legislativa in Francia – è stata quindi maggiore, attestandosi al 2,6, al 2,5 e al 2,5 per cento nel primo, secondo e terzo trimestre, ben al di sopra della media di lungo termine registrata dal 1999 (2,2 per cento). Nel complesso, la crescita delle retribuzioni per dipendente è più marcata, nella congiuntura attuale, rispetto alla crescita del reddito per dipendente.

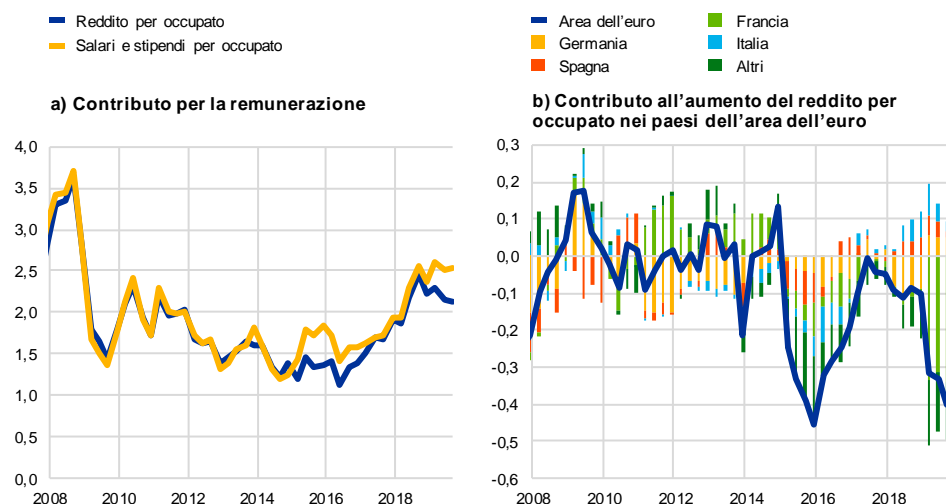
³⁹ Il reddito per occupato è la retribuzione totale, in denaro o in natura, pagabile dai datori di lavoro ai dipendenti in cambio di una prestazione lavorativa, ossia retribuzioni lorde, gratifiche, pagamenti per ore di lavoro straordinario e contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, diviso per il numero totale di dipendenti.

⁴⁰ Va osservato che, nella crescita dei salari, i contributi previdenziali possono rispecchiare più della semplice variazione dei tassi dei contributi stessi.

Grafico A

Contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro

(pannello a: variazioni percentuali annue; pannello b: punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: la rilevazione più recente risale al terzo trimestre del 2019.

Anche le variazioni dei salari minimi possono avere un impatto significativo sull'andamento retributivo, in quanto sono regolate da un'indicizzazione o da norme di legge piuttosto che dalla contrattazione salariale. I salari minimi esistono in 15 dei 19 paesi dell'area dell'euro⁴¹. A luglio 2019, il salario minimo pagato nell'area dell'euro variava dai 430 euro (Lettonia) ai 2,071 euro (Lussemburgo) al mese. Negli ultimi dieci anni il salario minimo è aumentato, in media, tra l'1,5 per cento (Irlanda) e il 7 per cento (Estonia) all'anno⁴². I livelli salariali minimi sono fissati secondo metodi diversi, comprese formule predefinite, raccomandazioni di comitati di esperti e consultazione delle parti sociali, ma sono spesso anche soggetti alla discrezionalità del governo. Di conseguenza, la frequenza del cambiamento varia da un paese all'altro. Tuttavia, la maggior parte dei paesi solitamente rivede i propri salari minimi ogni anno o due.

L'aumento del salario minimo finora è stato notevolmente più forte nel 2019 rispetto alla crescita delle retribuzioni complessive per dipendente. Un indice per l'area dell'euro compilato in base ai dati disponibili per paese⁴³ mostra che i salari minimi dopo un aumento dell'1 per cento nel 2018, sono cresciuti del 4,6 per cento su base annua nel primo semestre del 2019 (cfr. grafico B).

⁴¹ I quattro paesi dell'area dell'euro che non applicano salari minimi obbligatori sono Italia, Cipro, Austria e Finlandia.

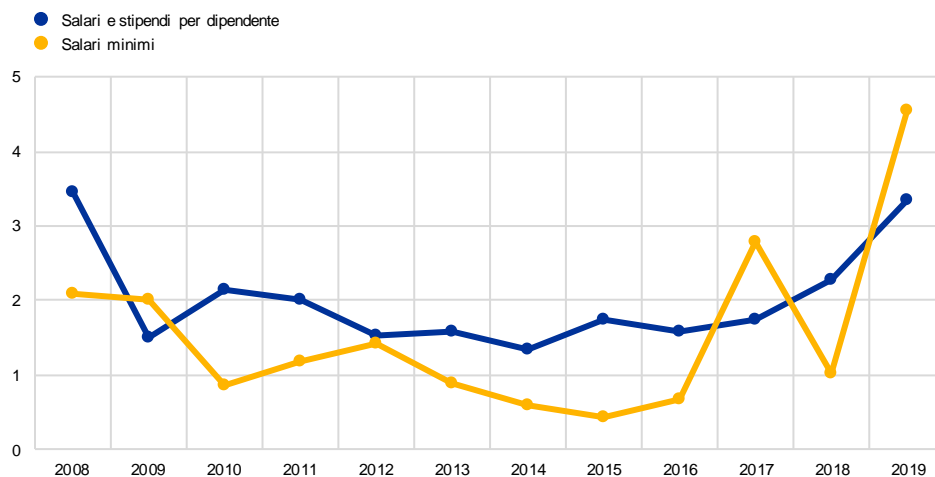
⁴² Fonte: Eurostat.

⁴³ L'indice è ponderato in base al numero di dipendenti nei rispettivi paesi. I salari minimi vengono considerati pari a zero per quei paesi che non applicano salari minimi obbligatori. Ciò significa che il tasso di crescita dei salari minimi dell'area dell'euro, rappresentato nel grafico B, risente dell'inclusione di paesi senza salario minimo obbligatorio.

Grafico B

Crescita delle retribuzioni per dipendente e dei salari minimi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

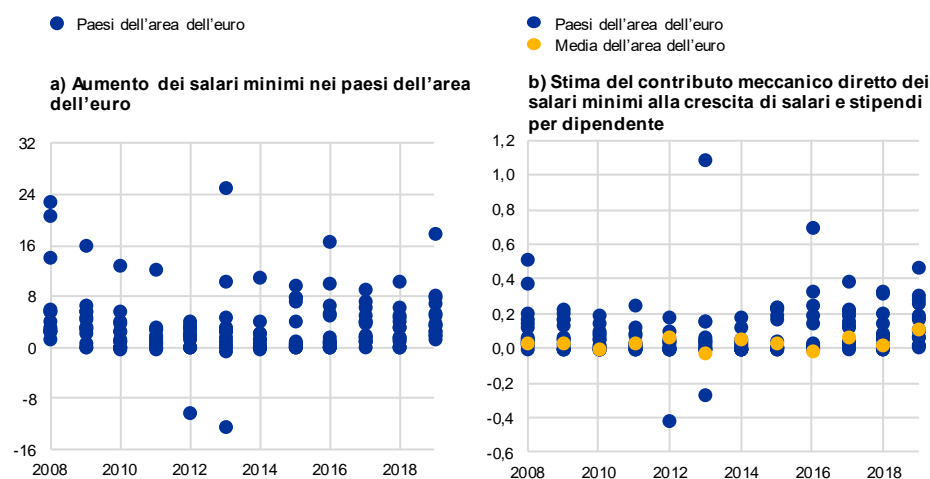
Note: la rilevazione per il 2019 si basa sui dati relativi ai primi tre trimestri dell'anno.

Nel primo semestre del 2019 l'aumento del livello dei salari minimi è stato diffuso in tutti i paesi⁴⁴. Per la prima volta dal 2008, tutti i paesi dell'area dell'euro che prevedono un salario minimo lo hanno aumentato nel 2019, con incrementi rispetto all'anno precedente che vanno dall'1,5 per cento (Francia) al 17,9 per cento (Spagna) (cfr. grafico C, pannello a).

Grafico C

Gli andamenti salariali minimi e il loro ruolo nell'aumento delle retribuzioni per dipendente

(pannello a: variazioni percentuali annue; pannello b: punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: il pannello b) si basa su stime (ricavate applicando i calcoli basati sui dati EU-SILC) delle dimensioni del gruppo di beneficiari dei salari minimi nei paesi dell'area dell'euro e nell'aggregato dell'area dell'euro.

L'impatto meccanico diretto delle variazioni nel livello di salario minimo sull'aumento complessivo delle retribuzioni nell'area dell'euro tende a essere limitato. Il calcolo di

⁴⁴ Per ciascuno dei 15 paesi dell'area dell'euro con un salario minimo, quest'ultimo viene stimato calcolando la media dei livelli il 1° gennaio e il 1° luglio di ogni anno.

tali contributi diretti richiede informazioni sul numero di destinatari. Questo riquadro utilizza i dati delle statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (EU Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC) per ricavare una variabile proxy della quota di percettori di salari minimi⁴⁵. Tenendo presente la notevole incertezza di tale valore proxy, i dati per l'area dell'euro mostrano che il contributo meccanico diretto dei salari minimi alla crescita delle retribuzioni per dipendente è aumentato nel 2019 pur rimanendo ancora piuttosto limitato (circa 0,1 punti percentuali; cfr. grafico C, pannello b).

Per alcuni paesi, l'impatto meccanico diretto delle variazioni dei salari minimi sull'aumento delle retribuzioni per dipendente è stato probabilmente più consistente.

Nella prima metà del 2019, ad esempio, le stime basate sulla variabile proxy suggeriscono che l'aumento del salario minimo ha offerto un contributo fino a 0,5 punti percentuali alla crescita dei salari nazionali (cfr. grafico C, pannello b). Tuttavia, tali stime tengono conto solo degli effetti diretti delle variazioni dei salari minimi sulla crescita salariale da un punto di vista contabile. Non prendono pertanto in considerazione gli effetti indiretti dei salari minimi sulla scala salariale⁴⁶, nonché possibili ripercussioni sull'occupazione⁴⁷ o l'interazione tra le caratteristiche del processo di determinazione delle retribuzioni e gli aggiustamenti del salario minimo.

Nel suo insieme la crescita delle retribuzioni, di recente, è stata piuttosto solida, soprattutto se si tiene conto degli andamenti in materia di contributi previdenziali.

La crescita più moderata del reddito per dipendente negli ultimi trimestri (cfr. grafico A) riflette principalmente la riduzione dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. La crescita delle retribuzioni per dipendente, che esclude i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, è rimasta piuttosto robusta e di recente ha anche beneficiato di un contributo leggermente più elevato dei salari minimi. Nel complesso questo riquadro sostiene l'ipotesi secondo cui la solidità della crescita salariale è principalmente il risultato di mercati del lavoro con una buona tenuta, soprattutto se si prendono in considerazione i recenti andamenti dei contributi previdenziali e dei salari minimi.

⁴⁵ In primo luogo, la percentuale dei percettori di salario minimo è calcolata, in base ai dati EU-SILC, come la quota di dipendenti con un reddito all'interno di una fascia compresa tra il 90 per cento e il 110 per cento del salario minimo. Tale quota viene poi applicata al numero totale di dipendenti per calcolare il numero di percettori di salario all'interno di un'economia. Moltiplicando tale numero per il relativo livello di salario minimo in ciascun paese si ottiene l'importo delle retribuzioni che possono essere assegnate ai beneficiari di salario minimo ed è possibile calcolare la quota di tale gruppo all'interno del monte salari complessivo per ciascun paese e per il complesso dell'area dell'euro. Tenendo in considerazione le differenze nelle ore lavorate dai beneficiari di salario minimo rispetto alla media complessiva dei dipendenti, i risultati rimangono sostanzialmente invariati. Le percentuali di dipendenti sono state stimate utilizzando i microdati UE-SILC per ogni anno fino all'ultima rilevazione del 2016. Per il resto del campione le percentuali sono state mantenute costanti, salvo i casi in cui si dispone di dati amministrativi a livello di paese per integrare l'analisi. Per i dettagli dei microdati UE-SILC, cfr. la discussione nell'articolo *Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

⁴⁶ Un'analisi di tali effetti per il caso della Francia può essere rinvenuta in Gautier, E. Farouère, D. e Roux, S., "The Impact of the National Minimum Wage on Industry-level Wage Market Layer in France", *Documents de travail*, n. 587, Banque de France, aprile 2016.

⁴⁷ I primi lavori che mettono a confronto gli effetti sull'occupazione in una meta-analisi sono presentati in Card, D. e Krueger, A.B., "Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis", *The American Economic Review*, vol. 85, n. 2, maggio 1995, pagg. 238-243. Un contributo più recente di Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A. e Zipperer, B., "The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n. 3, agosto 2019, pagg. 1405-1454, utilizza un metodo delle differenze nelle differenze ("dif-in-dif") per osservare sia gli effetti occupazionali sia quelli salariali per l'intera distribuzione di frequenza delle retribuzioni e, in particolare, le variazioni in fondo alla distribuzione.

L'attività di esportazione delle PMI dell'area dell'euro: evidenze dall'indagine sull'accesso al credito delle imprese (SAFE)

a cura di Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando e Juan Angel Garcia

Nel presente riquadro si riportano le risposte a uno specifico quesito incluso nell'ultima edizione dell'indagine sull'accesso al credito delle imprese (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) riguardante l'attività di esportazione delle piccole e medie imprese (PMI)⁴⁸. Esso mira, in primo luogo, a fornire una panoramica dell'attività di esportazione delle PMI dell'area dell'euro, sia all'interno che all'esterno dell'area, e in secondo luogo ad analizzare le principali caratteristiche delle PMI esportatrici, concentrandosi sull'analisi di alcuni aspetti di carattere finanziario che rilevano ai fini della decisione di esportare, derivate dalle risposte fornite nell'ambito dell'indagine.

Le risposte fornite nell'indagine confermano l'importanza delle vendite estere per le PMI dell'area dell'euro.

Nel 2018 oltre un terzo delle PMI ha esportato beni o servizi. La percentuale delle imprese che esportano aumenta con la dimensione dell'impresa: solo un quarto delle microimprese dichiara di esportare al di fuori del mercato nazionale, mentre il dato per le medie e grandi imprese supera il 50 per cento. Nel confronto fra settori, quello industriale ha registrato la quota più elevata di PMI esportatrici di beni e servizi nel 2018, seguito dal settore del commercio e dei servizi⁴⁹.

Per quanto riguarda la destinazione delle esportazioni, le PMI hanno esportato prevalentemente all'interno dell'area dell'euro, sebbene una percentuale significativa di esse abbia esportato anche al di fuori dell'area dell'euro e quasi la metà abbia esportato al di fuori dell'Europa

(cfr. grafico A, pannello a). Tra queste ultime destinazioni, il Nord America è il mercato di esportazione più usuale, seguito da Asia e Pacifico, dal Medio Oriente e dal Nord Africa (cfr. grafico A, pannello b). Lo schema varia a seconda dei settori. I mercati al di fuori dell'area dell'euro sono di particolare importanza per le PMI del settore industriale, con il Nord America che rappresenta la destinazione principale delle esportazioni sia nel settore industriale che in quello dei servizi.

⁴⁸ Dal 2009 la BCE e la Commissione europea effettuano l'indagine sull'accesso al credito delle imprese (SAFE) con cadenza semestrale. L'indagine fornisce informazioni sugli sviluppi nell'accesso ai finanziamenti esterni e sul loro utilizzo da parte delle imprese dell'area dell'euro, suddivise per dimensioni e settore di attività. L'ultima edizione dell'indagine (la ventunesima) è stata condotta dal 16 settembre al 25 ottobre 2019. La dimensione totale del campione dell'area dell'euro comprendeva 11.204 imprese, di cui 10.241 (il 91 per cento) con meno di 250 dipendenti. I principali risultati e il questionario sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

⁴⁹ Per maggiori informazioni sulla composizione del campione, cfr. "Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset". I risultati delle indagini sono ponderati in base al numero di persone occupate e le ponderazioni sono calibrate in base a: a) paese e categoria dimensionale e b) paese e attività economica.

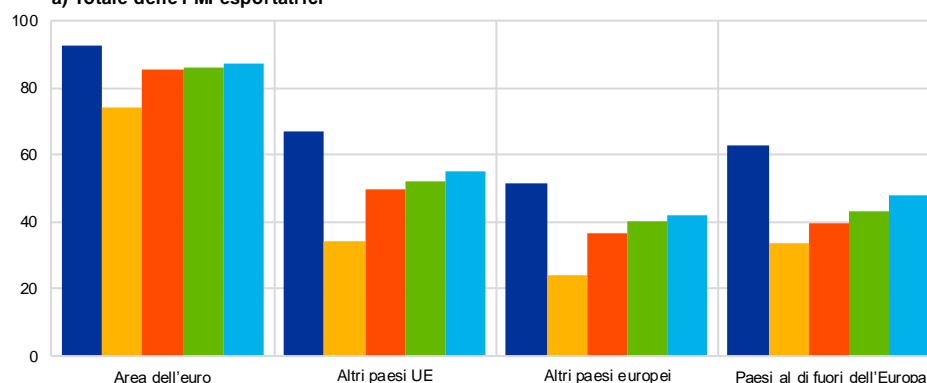
Grafico A

Mercati delle esportazioni delle PMI dell'area dell'euro suddivisi per settori

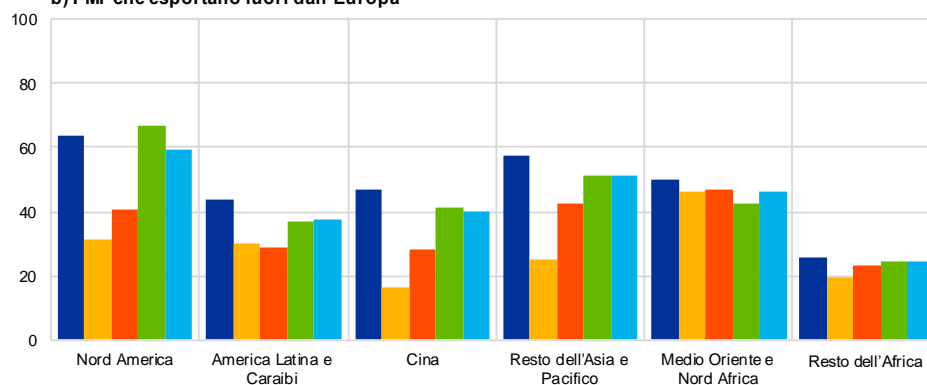
(percentuali ponderate degli intervistati)



a) Totale delle PMI esportatrici



b) PMI che esportano fuori dall'Europa



Fonti: SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) fa riferimento a tutte le PMI dell'area dell'euro che hanno esportato mentre il pannello b) fa riferimento alle PMI dell'area dell'euro che hanno esportato fuori dall'Europa. I risultati si riferiscono alla ventunesima edizione dell'indagine (da aprile a settembre 2019).

Dal punto di vista delle caratteristiche finanziarie è dimostrato che le PMI che decidono di esportare si trovano a fronteggiare diverse sfide. L'esportazione comporta costi di ingresso nei mercati esteri e, in confronto alle vendite sul mercato interno, un periodo di tempo più prolungato tra la ricezione dell'ordinativo dall'estero e il pagamento finale. Questi costi, inoltre, rappresentano spesso dei costi irrecuperabili che devono essere sostenuti immediatamente e gli esportatori devono disporre di una flessibilità finanziaria sufficiente per far fronte a tali impegni. Perciò si ritiene che gli esportatori possano risentire particolarmente dei vincoli che limitano il loro accesso al credito, tanto che la ricerca empirica a supporto di questa tesi è stata al centro di numerosi contributi nella letteratura accademica⁵⁰.

⁵⁰ Per un contributo recente, cfr. Wagner, J., "Access to Finance and Exports — Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries", *Open Economies Review*, vol. 30(4), 2019, pagg. 739-757. Uno studio essenziale sul modo in cui i vincoli di credito possono ostacolare o addirittura impedire le esportazioni è Greenaway, D., Guariglia, A. e Kneller, R., "Financial factors and exporting decisions", *Journal of International Economics*, vol. 73(2), 2007, pagg. 377-395.

Le PMI che esportano tendono a essere più redditizie e innovative rispetto a quelle che non esportano.

Un quesito tipico del sondaggio sulle società esportatrici⁵¹ consente di delineare un quadro generale delle caratteristiche finanziarie delle PMI esportatrici. Nella tavola A sono riportati alcuni dati che mostrano se le PMI esportatrici presentano una determinata caratteristica specifica con maggiore frequenza rispetto alle PMI che non esportano (cfr. tavola A, pannello A). Inoltre, la tavola mostra le differenze tra le PMI che esportano verso mercati differenti, vale a dire all'interno e all'esterno dell'Europa (cfr. tavola A, pannello B)⁵². Le caratteristiche che vengono menzionate sono quelle generalmente prese in considerazione per spiegare il motivo per cui un'impresa decide di esportare: assetti proprietari, solidità finanziaria, spinta innovativa e diversificazione delle fonti di finanziamento⁵³. I segni riportati nella tavola non vanno interpretati come segnali di una relazione causale, bensì come una semplice descrizione delle evidenze fornite dalle imprese con le risposte date. Ad esempio, un segno negativo per la variabile "a conduzione familiare" indica che la percentuale di piccole e medie imprese a conduzione familiare è più ridotta tra gli esportatori che tra i non esportatori (cfr. prima colonna nel pannello A della tavola A), mentre gli asterischi indicano che lo scarto rispetto alle PMI non esportatrici è statisticamente significativo (cfr. seconda colonna del pannello A della tavola A).

Le PMI esportatrici tendono a essere quotate in borsa più spesso e tra di esse si riscontra una percentuale più elevata di imprese a elevata redditività⁵⁴ e maggiormente innovative. Inoltre, gli esportatori ricorrono maggiormente a fonti esterne di finanziamento, in particolare prestiti agevolati — spesso sotto forma di garanzie o prestiti a tasso ridotto — e prestiti bancari ordinari. Anche il credito commerciale è un'importante fonte esterna di capitale circolante, in quanto consente una maggiore flessibilità in termini di requisiti patrimoniali.

Le PMI che esportano verso mercati al di fuori dell'Europa tendono a utilizzare maggiormente i fondi propri e il finanziamento azionario rispetto alle PMI che esportano solo in Europa.

Il quesito specifico consente anche di indagare quali siano le dimensioni supplementari che possono caratterizzare quelle PMI che non si limitano al mercato europeo ma esportano anche al di fuori dell'Europa⁵⁵. Il presupposto è che, a causa delle barriere al commercio internazionale (norme tecniche, regolamenti e requisiti finanziari, che possono differire da quelli dell'UE) e dei costi transfrontalieri aggiuntivi, tali imprese sarebbero chiamate ad avere una capacità di tenuta ancora più elevata dal punto di vista finanziario rispetto alle PMI che esportano solo in Europa. I risultati presentati nel pannello B della tavola A confermano che, rispetto alle imprese che esportano solo in Europa, le PMI che esportano al di fuori dell'Europa sono più innovative e tendono a finanziare in misura maggiore le loro attività con fondi propri e prestiti agevolati. Nel contempo, all'interno di questa categoria è più elevato il numero di imprese che affermano di raccogliere capitali di rischio.

⁵¹ Per maggiori informazioni, cfr. il quesito D7 del [questionario SAFE](#).

⁵² Tutti i risultati presentati nella tabella A si basano su analisi univariate, che sono confermate da analisi di regressione multivariate basate su modelli probit.

⁵³ Cfr. Paul, J., Parthasarathy, S. e Gupta, P., "Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda", *Journal of World Business*, vol. 52(3), 2017, pagg. 327-342.

⁵⁴ Si tratta di un indicatore complessivo, calcolato in base ai dati della SAFE, che valuta se le imprese sono solide dal punto di vista finanziario in termini di fatturato, profitti, interessi passivi e leva finanziaria. Per ulteriori informazioni, cfr. l'"[Indagine sull'accesso al credito delle imprese dell'area dell'euro \(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE\) per il periodo da aprile a settembre 2019](#)".

⁵⁵ Date le caratteristiche del quesito specifico, è possibile che le PMI che esportano al di fuori dell'Europa esportino anche in Europa.

Le PMI che operano nel settore dell'industria ed esportano al di fuori dell'Europa sono ancora più innovative e si avvalgono in misura maggiore del credito agevolato e del credito commerciale rispetto alle loro omologhe che esportano esclusivamente in Europa (cfr. tavola A). Il fatto che le PMI che esportano al di fuori dell'Europa facciano ricorso ai prestiti agevolati (o sovvenzioni) e al credito commerciale in misura maggiore rispetto alle PMI che esportano solo in Europa potrebbe indicare la presenza di condizioni di finanziamento agevolate per le imprese che esportano al di fuori dell'UE.

Tavola A

Caratteristiche finanziarie delle PMI esportatrici

	A. Differenze tra esportatori e non esportatori	Significatività statistica	B. Differenze tra PMI che esportano all'esterno dell'Europa o solo in Europa	Significatività statistica
Caratteristiche delle imprese				
A conduzione familiare	-	***	-	***
Quotate	+	***	+	***
Vincoli finanziari	+	ns	+	ns
Redditizie	+	***	+	ns
Innovative	+	***	+	***
Struttura patrimoniale				
Fondi propri	+	ns	+	***
Prestiti agevolati	+	***	+	**
Scoperto di conto corrente	+	***	+	ns
Prestiti bancari	+	***	+	ns
Crediti commerciali	+	***	+	***
Titoli di debito	+	ns	-	ns
Capitale di rischio	+	**	+	**

Fonti: SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: basato su un test t a due campioni con identica varianza. Gli asterischi indicano il livello di significatività: *** = 1%, ** = 5%, * = 10%, ns = statisticamente non significativi.

In conclusione, le risposte a uno specifico quesito presente nell'ultima edizione della SAFE sull'attività di esportazione delle PMI dell'area dell'euro segnalano l'importanza delle vendite effettuate al di fuori dei confini nazionali. Una percentuale significativa delle PMI esportatrici, inoltre, si confronta con mercati non europei, in particolare nel settore industriale. In linea generale, le PMI che esportano tendono a essere più redditizie e innovative rispetto a quelle che non esportano. Tali evidenze sull'attività di esportazione delle PMI dovrebbero contribuire a migliorare la comprensione delle dinamiche generali delle esportazioni tra la totalità delle imprese dell'area dell'euro, nonché l'impatto delle condizioni economiche esterne sull'economia dell'area. Tuttavia, occorre tenere conto del fatto che il quesito specifico si concentrava unicamente sulle esportazioni dirette delle PMI, mentre le PMI possono anche far parte delle catene di approvvigionamento di imprese più grandi, le quali, a loro volta, esportano altri prodotti.

I risultati dell'indagine evidenziano anche alcune importanti caratteristiche delle PMI esportatrici dell'area dell'euro, ad esempio il fatto che la percentuale di imprese che esportano aumenta all'aumentare della dimensione delle stesse, in ragione dei costi aggiuntivi e delle esigenze di finanziamento delle imprese esportatrici illustrati in

precedenza. Esse tendono inoltre ad avere fonti di finanziamento esterno più diversificate, il che, insieme al fatto che sono più innovative, può suggerire che per competere sui mercati internazionali tali imprese debbano avere una più alta intensità di capitale. Ciò evidenzia la necessità di avere mercati finanziari ben funzionanti e adeguatamente sviluppati, in grado di garantire alle PMI un accesso efficiente al credito al fine di sostenere la propria attività di esportazione.

La valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2020: alcune implicazioni ai fini della riforma della governance delle finanze pubbliche

a cura di **Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger**

Il 21 novembre 2019 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio per il 2020 presentati dai governi dei paesi dell'area dell'euro, unitamente a un'analisi della situazione di finanza pubblica dell'area nel suo insieme. Ciascun parere comprende una valutazione della conformità del documento programmatico al Patto di stabilità e crescita (PSC) basata sulle previsioni economiche formulate dalla Commissione stessa nell'autunno del 2019. L'esercizio valuta inoltre se le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio, formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019 e adottate dal Consiglio per gli affari economici e finanziari il 9 luglio scorso, siano state integrate nei documenti programmatici di ciascun paese⁵⁶. Tali raccomandazioni esortano i paesi con un elevato rapporto fra debito pubblico e PIL a mirare a una riduzione sufficientemente rapida di tale rapporto, mentre alcuni paesi che dispongono di margini per le manovre di bilancio sono spronati a fare uso di tali margini anche al fine di stimolare gli investimenti pubblici. L'esame dei documenti programmatici di bilancio evidenzia alcune fragilità nel processo con cui si dà seguito alle raccomandazioni. È importante ovviare a tali carenze, fra l'altro, nell'ambito della prossima revisione dei cosiddetti pacchetti legislativi "six-pack" e "two-pack", attuati rispettivamente nel 2011 e nel 2013, con l'obiettivo di rafforzare la governance di bilancio.

Dai documenti programmatici per il 2020 emerge un orientamento di bilancio leggermente espansivo per l'insieme dell'area dell'euro, a fronte di andamenti di finanza pubblica molto diversi tra i vari paesi. L'orientamento di bilancio previsto, che si sostanzia, secondo le rilevazioni effettuate, in un deterioramento del saldo primario strutturale pari allo 0,4 per cento del PIL, dovrebbe sostenere l'attività economica nell'area dell'euro. Per quanto concerne la sua composizione, tuttavia, la Commissione ha concluso che la "conformità con il patto di stabilità e crescita da parte degli Stati membri" dell'area dell'euro "che non hanno conseguito i propri obiettivi di bilancio a medio termine, abbinata a politiche più espansive negli Stati membri con un margine di bilancio, risulterebbe in una miglior differenziazione tra gli Stati membri" dell'area dell'euro⁵⁷. Alla luce delle prospettive di crescita meno positive per l'area dell'euro e dell'elevato livello di incertezza, l'Eurogruppo si è dichiarato pronto a coordinare misure di bilancio differenziate qualora dovessero materializzarsi rischi al ribasso⁵⁸.

Secondo i pareri della Commissione, sono ritenuti conformi al PSC i documenti programmatici di bilancio di nove paesi dell'area dell'euro: Germania, Irlanda, Grecia, Cipro, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi e Austria. Per questi paesi si prevede il

⁵⁶ Per ulteriori dettagli cfr. le [raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019](#). Per maggiori informazioni di carattere generale e ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Priorità per le politiche di bilancio formulate nell'ambito del Semestre europeo 2019*, nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

⁵⁷ Cfr. la [comunicazione della Commissione relativa ai documenti programmatici di bilancio per il 2020](#).

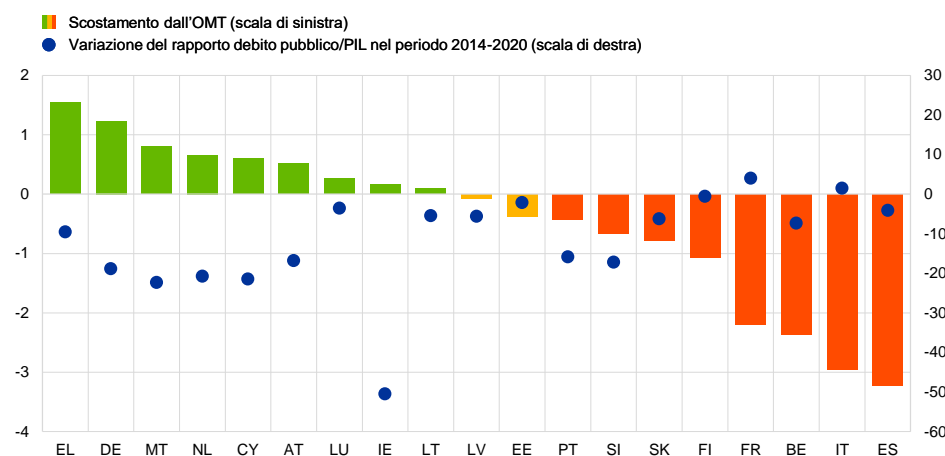
⁵⁸ Cfr. la [dichiarazione dell'Eurogruppo relativa ai documenti programmatici di bilancio per il 2020](#).

conseguimento di solide posizioni di bilancio nel 2020, nel rispetto dei rispettivi obiettivi a medio termine (OMT). In tale contesto, l'Eurogruppo ha accolto favorevolmente il fatto che alcuni Stati membri con una situazione positiva dei propri conti pubblici l'abbiano messa a frutto e intendano utilizzarla allo scopo di incrementare gli investimenti e la crescita, pur preservando la sostenibilità di lungo termine delle finanze pubbliche. Inoltre, la Commissione reputa che i documenti programmatici di bilancio di Estonia e Lettonia siano "sostanzialmente conformi" al PSC⁵⁹. L'Eurogruppo ha invitato i due paesi ad assicurare la conformità alle disposizioni del PSC nell'ambito delle procedure nazionali di definizione del bilancio.

Grafico A

Debito pubblico e scostamento dei saldi strutturali dagli OMT nel 2020

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno 2019 ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico rappresenta lo scostamento dei saldi strutturali dei vari paesi dai loro OMT nel 2020. Gli istogrammi verdi/arancioni indicano i paesi i cui documenti programmatici di bilancio per il 2020 sono ritenuti (sostanzialmente) conformi al PSC dalla Commissione europea, mentre gli istogrammi rossi indicano i paesi i cui documenti programmatici di bilancio per il 2020 sono considerati a rischio di non conformità con il PSC.

Secondo la valutazione svolta, i documenti programmatici di bilancio di un numero considerevole di paesi dell'area dell'euro presentano rischi di non conformità al PSC, fattore che desta particolare preoccupazione per i paesi con un elevato rapporto tra debito pubblico e PIL⁶⁰. Secondo le previsioni della Commissione, gli aggiustamenti strutturali si discosteranno in maniera significativa dai requisiti del PSC in otto paesi, ossia Belgio, Spagna, Francia, Italia, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia (cfr. grafico B). Tra questi Belgio, Spagna e Portogallo hanno presentato documenti basati sull'ipotesi di politiche invariate, poiché negli ultimi due paesi si sta costituendo un nuovo governo a seguito di elezioni, mentre in Belgio è in corso il processo di formazione di un governo federale. L'Eurogruppo ha invitato tutti gli otto paesi a valutare tempestivamente le ulteriori misure necessarie per fronteggiare i rischi individuati dalla Commissione e assicurare che i

⁵⁹ Per quanto concerne i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, i documenti programmatici di bilancio risultano "sostanzialmente conformi" se, stando alle previsioni della Commissione, si prevede una possibile deviazione dall'OMT o dal percorso di avvicinamento a esso, ma la differenza rispetto a quanto richiesto non rappresenterebbe una deviazione significativa. Nel quadro del meccanismo preventivo, le deviazioni dagli obiettivi di bilancio sono considerate "significative" se superano lo 0,5 per cento del PIL in un anno o, in media, lo 0,25 per cento del PIL per due anni consecutivi.

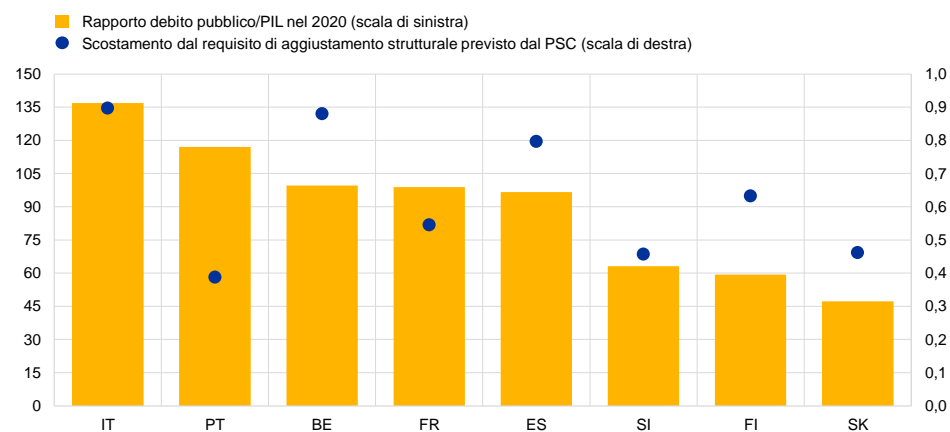
⁶⁰ Per i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, la Commissione giudica un documento programmatico di bilancio "a rischio di non conformità con il PSC" se esso prevede per il 2020 una deviazione significativa dall'OMT, o dal percorso di avvicinamento a esso, e/o la non conformità al parametro di riduzione del debito nei casi in cui tale parametro si applica.

bilanci per il 2020 siano conformi alle disposizioni del PSC. È importante rilevare come esso abbia ribadito che il lento ritmo di riduzione degli elevati livelli del debito in numerosi Stati membri continui a costituire motivo di preoccupazione e dovrebbe essere affrontato in maniera risolutiva, anche ricorrendo a eventuali disponibilità straordinarie derivanti dai bassi tassi di interesse. Ciò trova particolare riscontro nei casi di Belgio, Spagna, Francia e Italia, che continuano a registrare livelli di debito molto elevati per i quali non è stato ancora avviato un costante percorso di riduzione. Al contrario, si prevede che nel 2020 Slovacchia e Finlandia presenteranno livelli di debito inferiori al valore di riferimento pari al 60 per cento del PIL sancito dal Trattato, mentre in Portogallo e Slovenia il debito pubblico è ormai posto stabilmente su un sentiero discendente.

Grafico B

Debito pubblico nel 2020 e scostamento rispetto ai requisiti di aggiustamento strutturale previsti dal PSC negli Stati membri i cui documenti programmatici di bilancio sono valutati a rischio di non conformità

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno 2019 e raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio per gli affari economici e finanziari il 9 luglio 2019 e aggiornate in base ai documenti di lavoro della Commissione in cui vengono analizzati i documenti programmatici di bilancio per il 2020.

Nota: il requisito di aggiustamento strutturale per l'Italia non tiene conto della richiesta di flessibilità avanzata dalle autorità italiane conformemente alla clausola relativa agli eventi inconsueti prevista dal PSC.

L'esame dei documenti programmatici di bilancio riporta l'attenzione sul fatto che è opportuno migliorare il quadro di governance delle finanze pubbliche nell'UE al fine di favorire un più agevole funzionamento delle politiche dell'Unione economica e monetaria. In particolare, le regole del PSC restano asimmetriche e pertanto non possono fornire indicazioni ai fini dell'orientamento complessivo delle politiche di bilancio dell'area dell'euro. I paesi che non hanno ancora conseguito i loro OMT devono compiere progressi in tal senso, mentre i paesi che li hanno raggiunti non sono tenuti a utilizzare i margini costituiti. Ciò può indurre l'adozione di politiche di bilancio procicliche in periodi in cui l'economia dell'intera area dell'euro potrebbe beneficiare del sostegno delle politiche di bilancio. Inoltre, in diversi paesi il ritmo di riduzione degli elevati livelli di debito pubblico è ancora lungi dall'essere sufficiente, malgrado il rafforzamento normativo del 2011 con cui è stata introdotta una regola sul debito volta ad accelerare la riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL verso il valore di riferimento pari al 60 per cento del PIL previsto dal Trattato. In particolare, per via degli effetti cumulati di differenti forme di flessibilità ammesse dal PSC, non è possibile garantire una convergenza sufficientemente rapida verso i rispettivi OMT, soprattutto da parte dei paesi con un debito elevato. Infine, il fatto che i documenti

programmatici di bilancio di numerosi paesi con elevati livelli di debito pubblico prevedano significative carenze in termini di aggiustamenti strutturali rispetto alle raccomandazioni del Consiglio dimostra che la valutazione di tali documenti introdotta con il cosiddetto pacchetto legislativo “two-pack” non sta esercitando la necessaria pressione ai fini di una correzione degli squilibri di bilancio⁶¹.

Il Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche (CCEFP), cui il Presidente della Commissione ha affidato il mandato di valutare il funzionamento delle regole di bilancio dell’UE alla luce della revisione dei pacchetti legislativi “six-pack” e “two-pack”, ha proposto alcune soluzioni per la riforma della governance di bilancio dell’UE⁶². Il CCEFP ha suggerito una modifica che sposterebbe l’ancoraggio delle norme dall’OMT a un valore massimo di lungo termine espresso come rapporto fra debito pubblico e PIL. È stato inoltre proposto di accompagnare tale modifica con una regola in materia di spesa quale unico indicatore operativo per guidare le politiche di bilancio. Secondo il CCEFP le clausole di flessibilità attualmente esistenti dovrebbero essere unificate in un’unica clausola di salvaguardia cui ricorrere sulla scorta di una valutazione economica indipendente. In tale contesto viene previsto un ruolo più incisivo degli organismi indipendenti per le finanze pubbliche, mentre la Commissione dovrebbe avere maggiore indipendenza nella sua valutazione. Le sanzioni, la cui applicazione si è dimostrata difficile, potrebbero essere integrate o sostituite da meccanismi incentivanti che prevedano, ad esempio, di subordinare il ricorso a una funzione di stabilizzazione macroeconomica (ossia a una capacità di bilancio dell’area dell’euro) al rispetto delle regole di bilancio. Tutte queste proposte meritano una discussione approfondita nell’ambito della prossima revisione dei pacchetti legislativi “six-pack” e “two-pack”⁶³.

In prospettiva, il funzionamento del quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell’UE costituisce un presupposto per un ulteriore rafforzamento dell’UEM. Oltre allo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività recentemente adottato⁶⁴, resta indispensabile compiere ulteriori progressi verso l’istituzione di una vera e propria funzione di stabilizzazione macroeconomica per l’area dell’euro. Tale funzione è tipicamente presente in altre unioni monetarie e ha lo scopo di fronteggiare meglio shock economici che non possono essere gestiti a livello nazionale⁶⁵. Un simile strumento centralizzato di stabilizzazione di bilancio ridurrebbe il rischio di un sovraccarico degli strumenti di politica monetaria della BCE in periodi di grave recessione dell’intera area dell’euro⁶⁶.

⁶¹ Per una trattazione delle ragioni per cui l’esame dei documenti programmatici di bilancio ha perso efficacia nel tempo, cfr. il riquadro *Un’analisi della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per l’esercizio 2018*, nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

⁶² Cfr. la relazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche dal titolo *“Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation”*, agosto 2019.

⁶³ Per una trattazione generale, cfr. anche Kamps, Christophe e Leiner-Killinger, Nadine, *“Taking stock of the functioning of the EU’s fiscal rules and options for reform”*, *Occasional Paper Series*, n. 231, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2019.

⁶⁴ Per ulteriori dettagli cfr. la *scheda terminologica* predisposta dall’Eurogruppo in formato sintetico il 10 ottobre 2019.

⁶⁵ Cfr. l’articolo *Le regole di bilancio nell’area dell’euro e gli insegnamenti acquisiti nell’ambito di altre unioni monetarie*, nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

⁶⁶ Cfr. l’articolo *Effetti di spillover tra i bilanci in un’unione monetaria*, nel numero 1/2019 di questo Bollettino.

Articoli

1 Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario

a cura di Lorenzo Burlon, Maria Dimou, Anna-Camilla Drahonsky e Petra Köhler-Ulbrich⁶⁷

Il presente articolo esamina le condizioni del credito bancario per le società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro, sfruttando l'ampia quantità di dati "soft" forniti dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey, BLS) fin dal suo avvio nel 2003. Un aspetto importante in tale contesto è chiarire se l'inasprimento dell'offerta di prestiti da parte delle banche durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano sia stato compensato dall'allentamento delle condizioni del credito bancario alle SNF dal 2014. L'articolo mostra come quest'ultimo sia avvenuto principalmente per mezzo di un sostanziale allentamento dei termini e delle condizioni effettivi applicati dalle banche ai nuovi finanziamenti alle imprese di qualità creditizia media, mentre i criteri definiti dalle banche per l'approvazione dei prestiti si sono allentati in misura minore. L'articolo si basa inoltre sulle risposte delle singole banche per valutare le differenze nelle condizioni del credito bancario per i prestiti alle SNF che sono emerse nel corso del tempo e tra i diversi modelli di business delle aziende. Tale analisi rivela che la variazione delle condizioni del credito offerto dalle banche con modelli imprenditoriali maggiormente dipendenti da fonti di provvista stabili, come i depositi, è più modesta. In breve, essa prende in considerazione ulteriori aspetti che migliorano la valutazione periodica delle condizioni del credito bancario per le imprese, basandosi sull'indagine BLS condotta nell'area dell'euro.

1 Introduzione

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (BLS) fornisce un'ampia gamma di dati "soft" sulle variazioni delle condizioni del credito bancario; tali informazioni integrano e potenzialmente rafforzano i dati statistici sulla crescita dei prestiti.

Combinata con i dati effettivi sul tasso di espansione dei prestiti e sul costo del credito, le informazioni contenute in questo set di dati dalle caratteristiche uniche aiutano a comprendere l'andamento della domanda e dell'offerta del credito e i relativi fattori determinanti. Inoltre, i dati della BLS hanno dato prova di contenere forti indicatori anticipatori rispetto ai movimenti aggregati nei volumi dei prestiti. In tale contesto, le informazioni contenute nell'indagine BLS vengono monitorate e valutate regolarmente al fine di acquisire informazioni sulle condizioni del credito bancario direttamente dalle banche dell'area dell'euro coinvolte nella rilevazione⁶⁸. Il presente articolo si sofferma sulle

⁶⁷ Con il supporto di Bettina Farkas per la raccolta dei dati.

⁶⁸ Cfr. il sito Internet della BCE per l'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#). La rilevazione trimestrale dell'indagine BLS considera gli andamenti aggregati in termini netti. Per quanto riguarda i criteri per la concessione del credito, la percentuale netta è la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole" o un "lieve" irrigidimento e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un "lieve" o un "notevole" allentamento di tali condizioni.

condizioni del credito bancario per le imprese dell'area dell'euro, attingendo alle molte informazioni contenute nell'indagine BLS sia a livello aggregato, sia sui singoli istituti.

Quali informazioni fornisce l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro circa le condizioni creditizie applicate alle imprese dell'area negli ultimi 10-15 anni? Dopo il forte inasprimento dei criteri di approvazione dei prestiti adottati dalle banche nei confronti delle società non finanziarie durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano, dall'inizio del 2014 all'inizio del 2019 si è osservato un periodo di allentamento di durata senza precedenti. Più di recente sono intervenuti cambiamenti apportati dalle banche ai propri criteri di concessione del credito, in un contesto di preoccupazione per le prospettive economiche dell'area dell'euro. A fronte di tali premesse, l'articolo adotta una prospettiva di più lungo termine sulle evidenze emerse dall'indagine BLS dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, concentrandosi su tre aspetti distinti.

In primo luogo, l'articolo esamina gli andamenti a lungo termine dei criteri per la concessione del credito e i relativi fattori determinanti. Le differenze in termini di rilevanza di tali fattori nel tempo vengono analizzate al fine di comprendere meglio le variazioni nelle condizioni del credito bancario. Tale analisi rivela che la percezione dei rischi in relazione alle prospettive economiche costituisce un importante fattore determinante per le condizioni del credito bancario, in particolare nei periodi caratterizzati da un inasprimento dei criteri di concessione del credito.

In secondo luogo, l'articolo valuta se l'inasprimento delle condizioni del credito bancario durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano sia stato compensato dall'allentamento delle condizioni applicate dalle banche ai prestiti alle società non finanziarie a partire dal 2014. L'articolo analizza le informazioni relative alle variazioni dei criteri, dei termini e delle condizioni di concessione del credito da parte delle banche, che riguardano aspetti complementari, legati principalmente all'offerta di prestiti. Sebbene le condizioni effettive del credito bancario per la media dei prestiti alle società non finanziarie si siano allentate in misura significativa a partire dal 2014 e sembrano essere tornate su livelli simili a quelli osservati all'inizio della crisi finanziaria, i criteri utilizzati dalle banche per l'approvazione dei finanziamenti si sono allentati in misura minore. In questo contesto, i requisiti di vigilanza delle banche e la loro necessità di rafforzare i propri bilanci ed evitare un maggior rischio di credito emergono come probabili fattori alla base del contenuto allentamento dei criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche.

In terzo luogo, l'articolo fornisce evidenze sulle condizioni del credito bancario nei diversi modelli di business delle banche. Sulla base di un nuovo archivio di dati della BLS che consente di raggruppare le risposte delle banche sulla base del loro modello imprenditoriale, le condizioni di offerta dei prestiti bancari vengono analizzate nel tempo e vengono messe in luce similitudini e differenze tra i diversi modelli d'impresa. È importante sottolineare che i modelli di business con fonti di provvista relativamente stabili mostrano variazioni più moderate delle condizioni del credito rispetto ad altre tipologie di banche. In breve, il presente articolo prende in considerazione ulteriori aspetti che migliorano la valutazione periodica delle condizioni del credito bancario basandosi sull'indagine BLS condotta nell'area dell'euro.

2 Condizioni di offerta del credito bancario per le imprese dell'area dell'euro

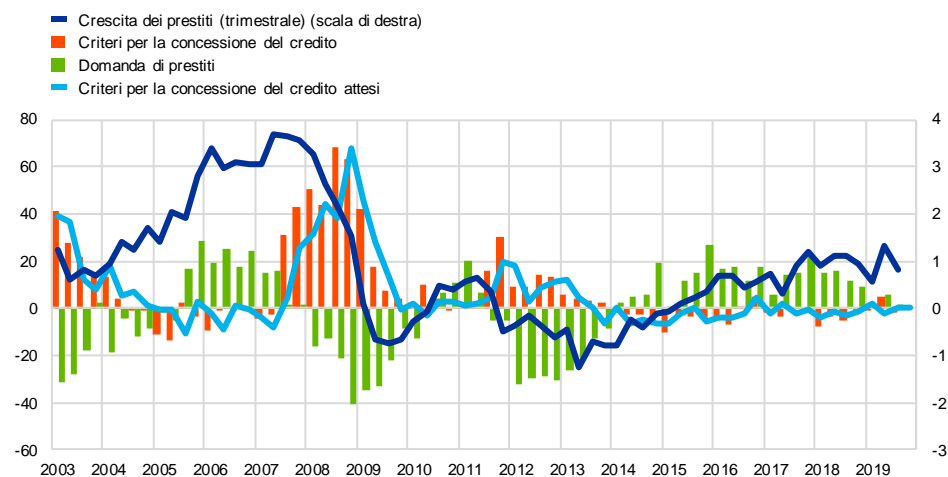
2.1 Criteri per la concessione del credito alle imprese dell'area dell'euro da parte delle banche

I criteri per la concessione del credito, che rispecchiano gli orientamenti interni delle banche o i criteri di approvazione dei prestiti, rappresentano un indicatore fondamentale delle condizioni del credito bancario⁶⁹. Essi consentono di distinguere l'offerta dalla domanda nell'analisi dell'andamento della crescita dei prestiti (cfr. grafico 1)⁷⁰. Le variazioni dei criteri per la concessione del credito per i prestiti alle SNF anticipano, inoltre, di circa un anno⁷¹ la dinamica effettiva di tali prestiti, contribuendo alla valutazione degli sviluppi nella crescita del credito per l'anno successivo. Inoltre, le aspettative delle banche in merito all'andamento dei propri criteri di concessione del credito generalmente ne riflettono da vicino l'andamento effettivo, fornendo pertanto anticipazioni sulla dinamica delle condizioni dei prestiti.

Grafico 1

Offerta, domanda e dinamica dei prestiti alle SNF

(percentuali nette e tassi di crescita trimestrali)



Fonte: BCE.

Note: per i criteri di concessione del credito, le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato "notevole irrigidimento" o "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" o "notevole". Per la domanda di prestiti, le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "aumento notevole" o un "aumento lieve" e la somma delle percentuali di banche che invece hanno percepito una diminuzione "lieve" o "notevole". Mentre gli effettivi andamenti dei criteri di offerta del credito e della domanda di prestiti si riferiscono agli ultimi tre mesi, le previsioni relative ai criteri attesi fanno riferimento alle aspettative delle banche nei successivi tre mesi e sono quindi spostate di un trimestre.

L'allentamento netto dei criteri per la concessione del credito osservato dal 2014 fino all'inizio del 2019 è stato il più duraturo dall'avvio dell'indagine BLS, all'inizio del 2003. A seguito di un drastico inasprimento dei criteri di concessione del credito alle SNF

⁶⁹ Cfr. Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, n. 179, Banca centrale europea, 2016.

⁷⁰ Cfr. Altavilla, C., Darracq Paries, M., Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, di prossima pubblicazione.

⁷¹ Cfr. De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydro, J.-L. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth", *Working Paper Series*, n. 1160, Banca centrale europea, 2010.

dell'area dell'euro fra il terzo trimestre del 2007 e la seconda metà del 2011, durante la crisi finanziaria e del debito sovrano nell'area dell'euro (con un picco netto del 68 per cento all'epoca del fallimento di Lehman Brothers, nel terzo trimestre del 2008), le banche dell'area hanno iniziato ad allentare i criteri nel primo trimestre del 2014. Tale allentamento netto si è protratto per circa 20 trimestri (con un'interruzione nella seconda metà del 2016) fino al primo trimestre del 2019, divenendo così il più duraturo dall'introduzione dell'indagine BLS. A titolo di confronto, il periodo di allentamento netto che ha avuto luogo prima dell'inizio della crisi finanziaria dal terzo trimestre del 2004 fino al secondo trimestre del 2007, è durato 12 trimestri. L'allentamento netto dei criteri di approvazione delle banche per i prestiti alle imprese che si è osservato a partire dal 2014 ha sostenuto la ripresa della crescita dei prestiti bancari alle SNF e dell'attività economica nel periodo successivo alla crisi finanziaria. Nel secondo e terzo trimestre del 2019 sono intervenute variazioni ai propri criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche, in un contesto di preoccupazione per le prospettive economiche dell'area dell'euro, mentre i tassi di interesse effettivi sui prestiti si sono mantenuti su livelli storicamente bassi.

2.2 I fattori determinanti le variazioni apportate ai criteri per la concessione di prestiti alle SNF

I fattori che determinano le variazioni dei criteri per la concessione del credito consentono una migliore comprensione dei motivi alla base dei cambiamenti dei criteri di approvazione dei prestiti bancari. Le banche dell'area dell'euro segnalano anche i fattori sottostanti le variazioni dei criteri di concessione del credito. L'importanza di tali fattori evolve nel tempo, a seconda dello stato dell'economia (cfr. grafico 2). Essi consentono di comprendere meglio le variazioni delle condizioni dei prestiti bancari e di distinguere tra le variazioni nella crescita del credito indotte principalmente da cambiamenti originati dal sistema bancario (come i costi della raccolta bancaria o la tolleranza al rischio) e quelle che interessano il contesto economico generale e che incidono sull'offerta di prestiti bancari a causa delle variazioni del rischio di credito o delle garanzie dei prenditori, ma non riflettono puri effetti di offerta dei prestiti⁷².

Il rischio percepito riguardo alle prospettive economiche rappresenta il fattore più importante per spiegare le variazioni dei criteri di concessione del credito ed è strettamente correlato agli andamenti dell'economia reale. Esaminando i fattori che contribuiscono alle variazioni dei criteri di concessione del credito dal punto di vista delle banche, emergono due principali osservazioni (cfr. grafico 2). In primo luogo, e in linea con le modifiche dei criteri per l'erogazione di prestiti alle SNF, l'effetto restrittivo di questi fattori ha prevalso sul loro effetto di allentamento. In secondo luogo, il rischio percepito rappresenta il fattore che più di tutti contribuisce a spiegare le variazioni dei criteri di offerta del credito nel tempo (con un irrigidimento medio netto del 13 per cento dal 2003). L'elevata correlazione con i criteri di concessione del credito si applica in particolare ai periodi di inasprimento; tuttavia il rischio percepito svolge un ruolo importante anche quando le banche allentano i propri criteri poiché è strettamente correlato all'andamento degli indicatori dell'economia reale e del clima di fiducia delle imprese (cfr. grafico 3). Pertanto esso segnala l'impatto dei

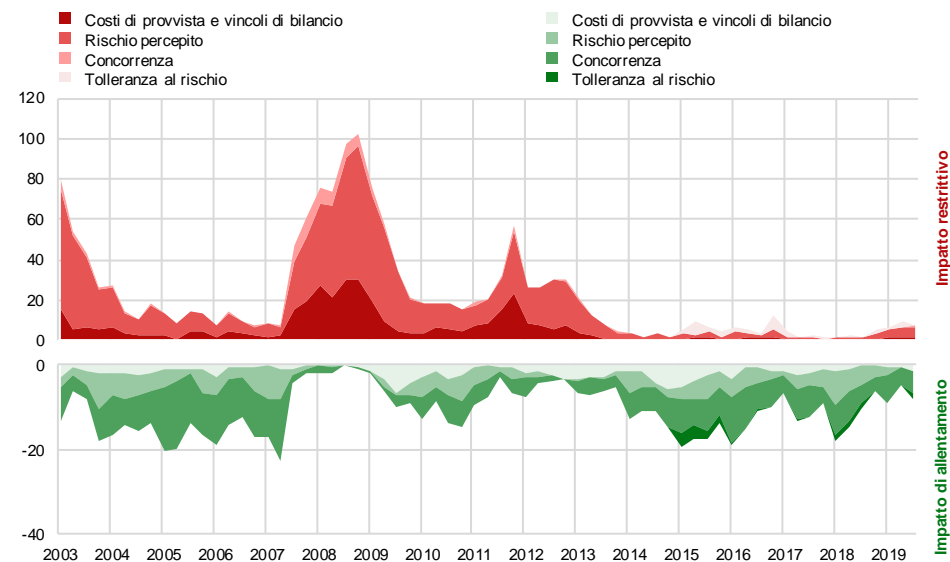
⁷² Cfr. Hempell, H. S., Kok Sorensen, C., "The impact of supply constraints on bank lending in the euro area. Crisis induced crunching?", *Working Paper Series*, n. 1262, Banca centrale europea, 2010.

cambiamenti nelle prospettive economiche sui criteri di concessione del credito, al di là delle variazioni che hanno origine nel sistema bancario stesso⁷³.

Grafico 2

Fattori che influenzano i criteri di concessione del credito alle SNF

(percentuali di banche)



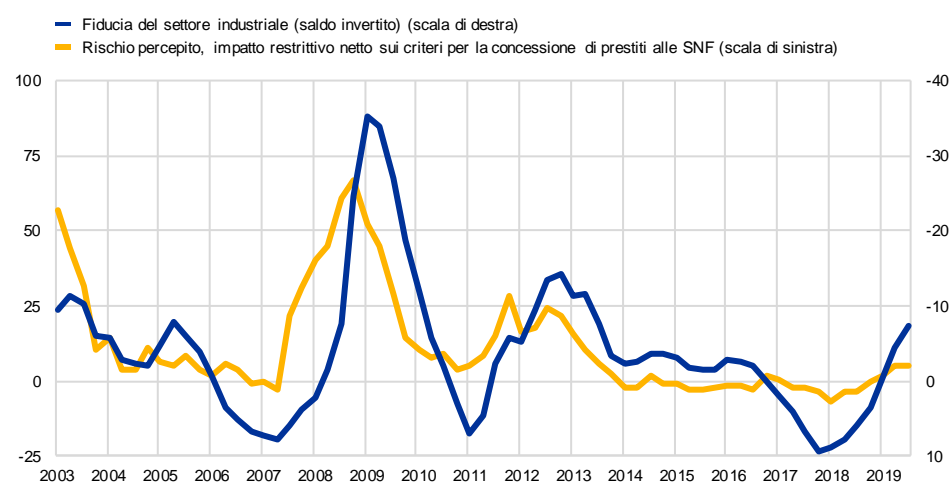
Fonte: BCE (BLS).

Note: "Costi di provvista e vincoli di bilancio" indica la media semplice tra "costi relativi alla posizione patrimoniale", "accesso al finanziamento sul mercato" e "posizione di liquidità"; "rischio percepito" indica la media semplice tra "situazione e prospettive economiche generali", "situazione e prospettive specifiche del settore o dell'impresa/merito di credito del prenditore" e "rischiosità delle garanzie richieste"; "concorrenza" indica la media semplice tra "concorrenza da parte di altre banche", "concorrenza da parte di istituzioni diverse dalle banche" e "concorrenza da finanziamento sul mercato". La voce "tolleranza al rischio delle banche" è stata introdotta nel primo trimestre del 2015.

Grafico 3

Rischio percepito dalle banche e fiducia del settore industriale

(percentuali nette di banche e saldi percentuali)



Fonti: BCE (BLS) e Commissione europea.

Note: cfr. grafico 2. L'indicatore della fiducia del settore industriale fa riferimento all'indagine della Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea.

⁷³ Per la relazione tra i fattori inclusi nell'indagine BLS e gli altri indicatori macroeconomici, cfr. l'analisi nel capitolo 3 del lavoro di Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, n. 179, Banca centrale europea, 2016.

I costi della provvista bancaria e i vincoli di bilancio svolgono un ruolo importante, soprattutto nell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito, mentre la correlazione fra tale fattore e l'allentamento dei criteri è piuttosto debole.

In particolare, la posizione patrimoniale delle banche ha prodotto, in media, un impatto restrittivo (con una percentuale netta media del 7 per cento a partire dal 2003). Inoltre, i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno contribuito a inasprire i criteri di concessione del credito, in particolare durante la crisi finanziaria, in un contesto caratterizzato da perdite delle banche e da conseguenti pressioni per la riduzione della leva finanziaria, nonché dall'aumento dei costi di provvista bancaria. Per quanto riguarda la relazione tra i fattori determinanti, il contributo all'inasprimento offerto dal rischio percepito spesso si accompagna a un parallelo contributo all'irrigidimento dato dai costi di provvista e dalla situazione di bilancio delle banche. Ciò è dovuto al fatto che il peggioramento delle prospettive economiche tende a causare un deterioramento del merito creditizio dei prenditori e un aumento del rischio di credito, con ripercussioni negative sui bilanci delle banche.

Per contro, la pressione concorrenziale, principalmente ad opera di altre banche, è il fattore più importante nel determinare un allentamento dei criteri di concessione del credito. In particolare, l'allentamento netto dei criteri per l'erogazione di prestiti alle SNF dal 2014 ha in larga misura riflesso le pressioni concorrenziali.

Infine, la tolleranza al rischio delle banche ha avuto nel complesso un impatto sostanzialmente neutrale e, in alcuni periodi, ha prodotto un lieve inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti alle SNF a partire dal 2015. Ciò sta a indicare che le banche, secondo quanto da esse stesse dichiarato, non hanno reagito ai tassi di interesse bassi o negativi incrementando l'assunzione di rischi⁷⁴.

2.3 Ragioni del moderato allentamento netto dei criteri per la concessione del credito a partire dal 2014

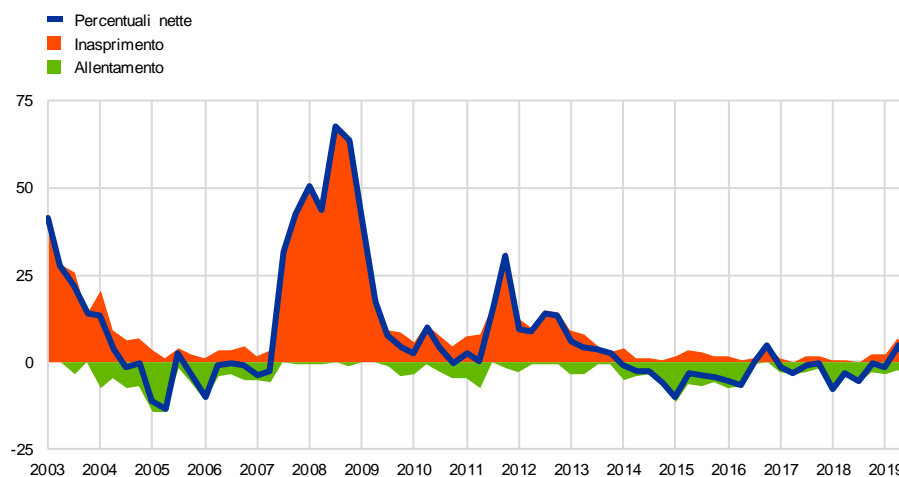
Il generale allentamento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese da parte delle banche a partire dal 2014 appare modesto rispetto al precedente inasprimento (cfr. grafico 4). Analizzando tutte le variazioni percentuali nette, nel corso degli ultimi cinque anni l'allentamento netto cumulato dei criteri di concessione del credito appare moderato rispetto all'inasprimento netto dei criteri di approvazione dei prestiti alle SNF nell'area dell'euro nel corso della crisi finanziaria, nonostante il prolungato periodo di allentamento monetario. Le banche hanno segnalato il più forte allentamento netto dei propri criteri di concessione del credito nel primo trimestre del 2015 (-10 per cento), quando la BCE ha introdotto il suo programma di acquisto di attività, con valori prossimi a quelli raggiunti prima dell'inizio della crisi finanziaria (con un picco negativo del -13 per cento nel secondo trimestre del 2005).

⁷⁴ Il fattore "tolleranza al rischio delle banche" è stato introdotto nel primo trimestre del 2015.

Grafico 4

Criteri per la concessione di prestiti alle SNF

(valori percentuali netti e percentuali di banche)



Fonte: BCE (BLS).

Note: cfr. grafico 1.

Il modesto allentamento complessivo netto indica che i criteri per la concessione del credito sono attualmente più stringenti rispetto al periodo prima della crisi. Ulteriori evidenze sono fornite dalla domanda ad hoc dell'indagine BLS sul livello dei criteri per la concessione del credito, che integra la domanda trimestrale sulle variazioni dei criteri per l'erogazione dei prestiti su base annua. Secondo le risposte delle banche, il livello dei criteri da esse adottati per la concessione di prestiti alle SNF dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2019 era ancora più restrittivo rispetto alla serie storica dei criteri di concessione del credito dal 2003⁷⁵. Diversi fattori possono essere all'origine del contenuto allentamento netto dei criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche.

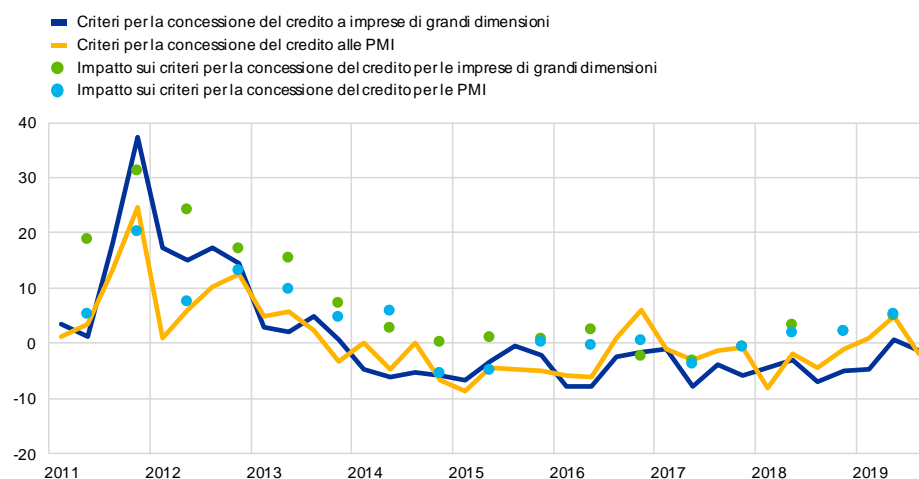
In primo luogo, le generose condizioni di accesso ai prestiti prima della crisi finanziaria hanno probabilmente contribuito a creare, dopo la crisi, una maggiore consapevolezza dei rischi per le banche nelle proprie decisioni di prestito. Tra i fattori che hanno determinato i criteri per la concessione del credito sopra menzionati, la percezione del rischio e la propensione al rischio di credito da parte delle banche assumono un'importanza considerevole. Essi possono contribuire a spiegare il contenuto allentamento dei criteri di concessione del credito messo in atto dalle banche a partire dalla crisi finanziaria. Di fatto, mentre criteri di offerta espansivi potrebbero aver contribuito ad alimentare una forte crescita dei prestiti alle SNF prima dell'inizio della crisi finanziaria, attualmente non vi sono indicazioni di una maggiore tolleranza al rischio per le banche dell'area dell'euro (cfr. la precedente sezione 2.2).

⁷⁵ Cfr. il sito Internet della BCE per l'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#). Al tempo stesso, è opportuno riconoscere che una valutazione dell'attuale livello dei criteri per la concessione del credito rispetto all'intervallo di valori a lungo termine dal 2003 può risultare difficile per le banche e deve pertanto essere considerata con una certa cautela.

Grafico 5

Criteri per la concessione del credito alle SNF e impatto dei requisiti regolamentari e di vigilanza su tali criteri

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (BLS).

Note: cfr. grafico 1. La domanda fa riferimento ad azioni di regolamentazione o vigilanza in materia di patrimonio, leva finanziaria, liquidità o accantonamenti che sono state recentemente approvate/attuare o che si prevede vengano approvate/attuare nel prossimo futuro. L'acronimo PMI identifica le piccole e medie imprese.

In secondo luogo, l'esigenza delle banche di soddisfare nuovi requisiti regolamentari e di vigilanza a seguito della crisi finanziaria ha prodotto un inasprimento dei criteri di concessione del credito. Le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che i nuovi obblighi normativi e di vigilanza hanno avuto, in media, dal 2011 (anno di introduzione della domanda), un effetto restrittivo sui rispettivi criteri di offerta (cfr. grafico 5). Durante il periodo di allentamento netto dei criteri di concessione del credito alle SNF a partire dal 2014, l'impatto della regolamentazione e della vigilanza su tali criteri è stato, in media, neutrale, a indicare il mancato riassorbimento del precedente impatto restrittivo. Ciò è in linea con l'effetto sostanzialmente neutrale delle posizioni patrimoniali delle banche sui criteri di erogazione dei prestiti alle SNF nel periodo di allentamento netto dei criteri a partire dal 2014.

In terzo luogo, in relazione alla necessità delle banche di risanare i propri bilanci, anche le quote di crediti deteriorati (non-performing loan, NPL) hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito da parte delle banche.

Secondo le banche dell'area dell'euro, l'impatto restrittivo è stato particolarmente rilevante nel periodo dal 2014 al 2017⁷⁶, in linea con il livello effettivo delle quote di crediti deteriorati delle banche; tuttavia i crediti deteriorati hanno continuato a esercitare, anche di recente, un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito da parte delle banche (cfr. grafico 6). Nel complesso, le banche hanno rafforzato i propri bilanci e, in particolare, hanno ridotto le quote di crediti deteriorati dal 2014, sostenute dalle misure di politica monetaria non convenzionali della BCE; in tal modo hanno migliorato la propria capacità di tenuta. Se da un lato ciò dovrebbe contribuire a creare condizioni favorevoli per l'erogazione del credito nel

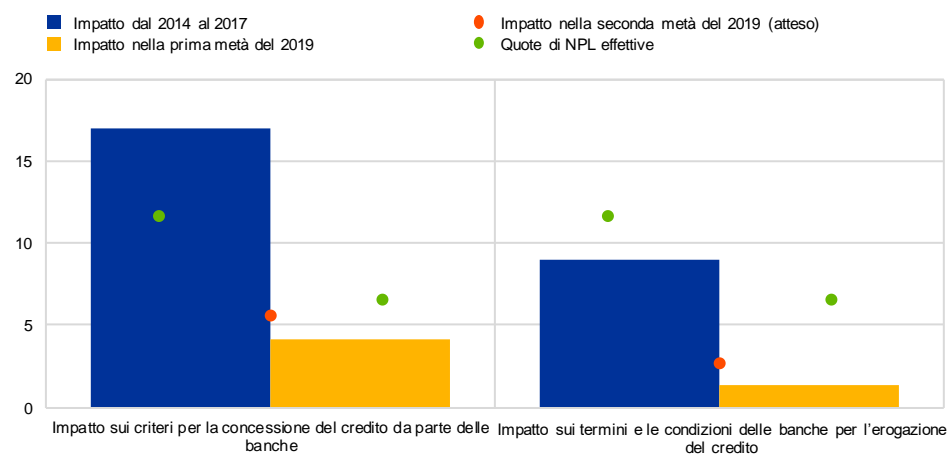
⁷⁶ Cfr. anche l'indagine BLS di luglio 2018 sul sito Internet dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) per l'impatto dei crediti deteriorati sulle politiche di prestito delle banche dal 2014 al 2017 e l'indagine BLS di luglio 2019 per le evidenze più recenti.

medio termine⁷⁷, dall'altro l'impegno da parte delle banche per aumentare la propria capacità di tenuta concorre a spiegare il motivo per cui l'allentamento netto dei criteri per la concessione del credito non sia stato più ampio.

Grafico 6

Impatto delle quote di NPL sulle condizioni di prestito delle banche e quote effettive di NPL per i prestiti alle SNF

(percentuali nette di banche e valori percentuali)



Fonte: BCE (indagine BLS e statistiche bancarie di vigilanza).

Note: nell'indagine BLS la quota di crediti deteriorati è definita come la consistenza di crediti deteriorati lordi nei bilanci delle banche, in percentuale del valore contabile lordo dei prestiti. Le quote effettive di crediti deteriorati si riferiscono agli enti significativi dell'area dell'euro e rappresentano il valore contabile lordo dei crediti (e anticipi) deteriorati, in percentuale dei prestiti (e anticipi) complessivi. Esse sono calcolate, in media, sui rispettivi periodi (2° trim. 2015 - 4° trim. 2017 e seconda metà del 2019, rispettivamente).

2.4 Termini e condizioni di credito per i prestiti alle imprese dell'area dell'euro

I termini e le condizioni di credito applicati dalle banche per i nuovi prestiti segnalano un notevole allentamento delle effettive condizioni concordate per i prestiti alle SNF, più marcato rispetto a quanto si osserva per i criteri di concessione del credito.

Mentre i criteri per la concessione del credito si definiscono come gli orientamenti interni delle banche o i criteri di approvazione dei prestiti, per "termini e condizioni" si intendono invece i termini e le condizioni effettivamente applicati a un nuovo prestito, come concordato nel contratto di prestito. L'analisi dei termini e delle condizioni delle banche integra pertanto quella dei criteri per la concessione del credito al fine di fornire una visione complessiva delle condizioni dei prestiti bancari⁷⁸. Dopo il forte ampliamento netto dei margini bancari sui prestiti con rischio di credito medio (definiti come differenziale dei tassi sui prestiti bancari rispetto a un tasso di mercato di riferimento) avvenuto durante la crisi finanziaria e del debito sovrano, i margini si sono ridotti a partire dal secondo trimestre del 2013 (cfr. grafico 7). Questa tendenza si è accentuata a partire dal secondo trimestre del 2014, alla luce della nuova ondata di misure non convenzionali della BCE (cfr. grafico 8), a indicare una migliore

⁷⁷ Cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S., Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, n. 2202, Banca centrale europea, 2018.

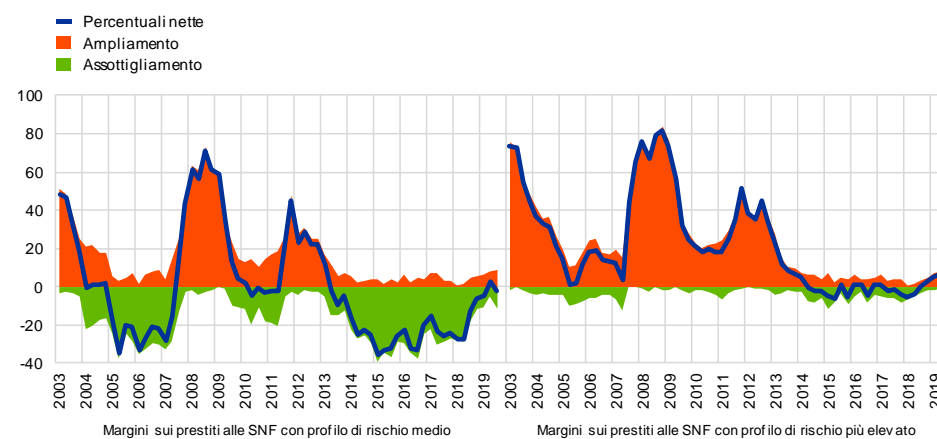
⁷⁸ Dal momento che i dati relativi ai termini e alle condizioni delle banche nel complesso sono disponibili solo dal primo trimestre del 2015, l'accento è posto sui margini dei prestiti bancari, che costituiscono una componente importante dei termini e delle condizioni generali delle banche.

trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari. Secondo le banche interpellate, i margini sui prestiti alle SNF con profilo di rischio medio hanno continuato a ridursi sempre di più dal 2014 fino al primo trimestre del 2019. Nel secondo e terzo trimestre del 2019 i termini e le condizioni generali delle banche sono divenuti lievemente più stringenti. In particolare, i margini sui prestiti alle SNF con profilo di rischio più elevato si sono ampliati, mentre quelli sui prestiti con profilo di rischio medio, nel complesso, si sono sostanzialmente stabilizzati.

Grafico 7

Margini sui prestiti alle SNF

(valori percentuali netti e percentuali di banche)



Fonte: BCE (BLS).

Note: i "margin" rappresentano il differenziale su un tasso di mercato di riferimento. I valori percentuali netti sono definiti come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno rilevato "una restrizione/un ampliamento considerevole" o "una restrizione/un ampliamento lieve" e la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato "un allentamento/un assottigliamento lieve" o "un allentamento/un assottigliamento considerevole".

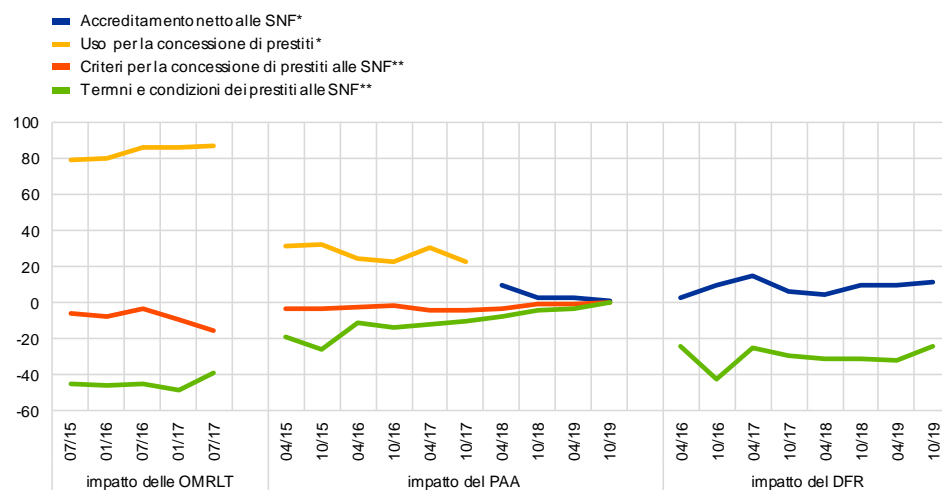
Pertanto, se da un lato le banche dell'area dell'euro hanno allentato i propri criteri per la concessione di prestiti alle SNF solo moderatamente dal 2014, dall'altro hanno introdotto un sostanziale allentamento dei termini e delle condizioni effettivi per i nuovi prestiti alle SNF con profilo di rischio medio. I prenditori che hanno soddisfatto i criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche hanno beneficiato di condizioni di prestito effettive notevolmente più favorevoli per i prestiti alle SNF con profilo di rischio medio. Le evidenze sono in linea con le risposte fornite dalle banche, secondo le quali le misure di politica monetaria della BCE hanno prodotto un notevole allentamento netto dei termini e delle condizioni effettivi, mentre tali misure hanno avuto un impatto più limitato sui criteri di concessione del credito (cfr. grafico 8)⁷⁹.

⁷⁹ Sull'impatto delle misure di politica monetaria della BCE, cfr., ad esempio, Demiralp, S., Eisenschmidt, J., Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2283, Banca centrale europea, 2019; Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *Working Paper Series*, n. 2289, Banca centrale europea, 2019.

Grafico 8

Impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni del credito bancario

(valori percentuali netti e percentuali di banche; impatto sui precedenti sei mesi)



Fonte: BCE (BLS).

Note: l'asse orizzontale si riferisce alle edizioni della BLS in cui sono state inserite le rispettive domande. La domanda ad hoc sulle OMRLT è stata presente fino a luglio 2017.

*Usò della liquidità OMRLT per l'erogazione di prestiti. Uso di una maggiore liquidità derivante dal programma di acquisto di attività della BCE (PAA) per la concessione di prestiti in seguito alla vendita di attività negoziabili e ai maggiori depositi effettuati dalla clientela fino a ottobre 2017. Impatto netto del PAA sui volumi dei prestiti a partire da aprile 2018. Impatto netto del tasso negativo sui depositi presso la BCE (deposit facility rate, DFR) sui volumi dei prestiti.

**La domanda sulle OMRLT indaga solo l'impatto di allentamento. Impatto di allentamento netto per PAA e DFR. L'allentamento netto è definito come l'allentamento meno l'effetto restrittivo. Per il deposito presso la banca centrale si tiene conto dei margini dei prestiti anziché dei termini e delle condizioni generali.

A differenza dei margini sui prestiti alle SFN con un profilo di rischio medio, dal 2014 i margini sui prestiti più rischiosi hanno segnato in termini netti una riduzione solo moderata (cfr. grafico 7). L'atteggiamento più cauto nei confronti dei prestiti più rischiosi potrebbe indicare la mancanza di disponibilità da parte degli istituti di credito ad assumere maggiori rischi attraverso il prestito alle imprese finalizzato ad accrescere i rendimenti, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse. Ciò è coerente anche con il contenuto allentamento dei criteri di concessione del credito da parte delle banche in presenza di requisiti normativi più severi e, in alcune giurisdizioni, di livelli tuttora considerevoli di crediti deteriorati, e con la ridotta tolleranza al rischio delle banche dopo la crisi finanziaria.

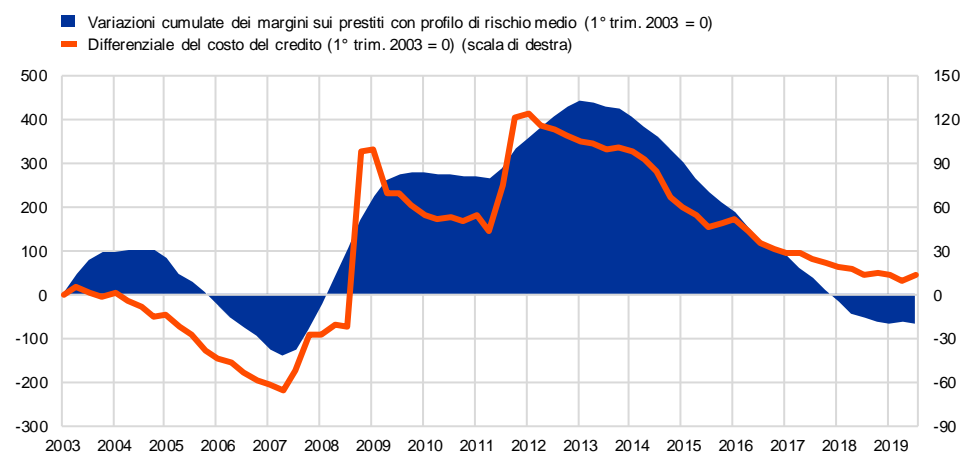
In una prospettiva di più lungo termine, i margini bancari sui nuovi prestiti alle imprese con un profilo di rischio medio sono tornati su livelli non molto inferiori a quelli prevalenti all'inizio della crisi finanziaria, mentre in precedenza erano stati più bassi. Le variazioni cumulate dei margini sui prestiti (ossia il differenziale dei tassi sui finanziamenti bancari rispetto a un tasso di mercato di riferimento), segnalate dalle banche che partecipano alla BLS, possono contribuire alla valutazione dello stato attuale delle condizioni del credito bancario per le imprese. Come mostra il grafico 9, l'ampliamento dei margini sui prestiti alle SNF con un profilo di rischio medio durante la crisi finanziaria e del debito sovrano è stato ampiamente compensato dalla loro riduzione a partire dal secondo trimestre del 2013. I margini sui prestiti, calcolati sulla base dei tassi effettivi dei prestiti alle SNF e dei tassi di interesse del mercato monetario, non sono tornati ai livelli assai contenuti osservati prima dell'inizio della crisi finanziaria che forse rappresentavano, all'epoca, una sottovalutazione del rischio di credito dei debitori. È interessante notare che le variazioni cumulate dei margini sui prestiti alle SNF, in maniera coerente con la loro definizione, hanno seguito un andamento sostanzialmente in linea con i differenziali effettivamente applicati

dagli enti creditizi (cfr. grafico 9). Ciò suggerisce che i margini applicati dalle banche ai nuovi prestiti siano tornati su livelli prossimi a quelli osservati all'inizio della crisi finanziaria, mentre in precedenza erano stati inferiori.

Grafico 9

Variazioni cumulate dei margini sui prestiti alle SNF con un profilo di rischio medio e differenziale del costo del credito per i prestiti alle SNF

(percentuali nette cumulate e differenziale in punti base)



Fonte: BCE.

Note: i margini sono definiti come differenziale dei tassi sui finanziamenti bancari rispetto a un tasso di mercato di riferimento. Le percentuali nette per i margini sui prestiti con profilo di rischio medio sono state cumulate a partire dal primo trimestre del 2003. Il differenziale è calcolato come differenza tra l'indicatore del costo del credito per i prestiti alle SNF e il tasso dell'overnight index swap a tre mesi, ed è indicizzato ponendo il primo trimestre 2003 = 0, corrispondente alla variazione cumulata nel differenziale rispetto al primo trimestre del 2003. L'indicatore del costo del credito per i prestiti alle SNF è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei prestiti di nuova erogazione.

3 Condizioni del credito bancario nei diversi modelli di business delle banche

Un nuovo archivio di dati relativi ai modelli di business delle banche consente di individuare le differenze nelle condizioni di offerta di prestiti bancari applicate in base ai modelli operativi degli istituti che partecipano alla BLS⁸⁰.

L'analisi condotta nella presente sezione si basa su un archivio di dati riservati relativi ai singoli istituti di credito che comprende 13 paesi dell'area dell'euro. I dati a livello di singola banca sono stati aggregati secondo la metodologia della BLS per rilevare le variazioni aggregate delle condizioni del credito bancario a livello dell'area dell'euro nei diversi modelli di business degli intermediari⁸¹. In questo archivio le banche universali rappresentano il modello operativo dominante sia in termini di numero di banche che di principali attività. Inoltre, le banche di rilevanza sistemica a livello globale (G-SIB) hanno un forte peso dal punto di vista delle loro attività, mentre gli intermediari al dettaglio sono numericamente significativi, anche se meno in termini di attività. Gli intermediari commerciali che operano nel mercato

⁸⁰ Per una spiegazione metodologica della classificazione dei modelli di business degli istituti di credito e per un quadro d'insieme della struttura di attività e passività per modalità operativa, cfr. Altavilla, C., Andreeva, D.C., Boucinha, M. e Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 222, Banca Centrale Europea, 2019.

⁸¹ Una spiegazione della metodologia di aggregazione della BLS si trova nella guida dell'utente sul sito Internet dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#). Inoltre, per alcune parti dell'analisi, i dati della BLS relativi ai singoli istituti di credito sono stati uniti ai dati relativi ai bilanci e ai tassi di interesse bancari.

all'ingrosso e in particolare quelli specializzati hanno invece un ruolo marginale in questo archivio.

Sebbene la direzione delle variazioni intervenute nel tempo nei criteri di concessione del credito sia stata complessivamente coerente fra i vari modelli di business delle banche, si registrano differenze notevoli (cfr. grafico 10). Indipendentemente dal loro modello operativo, un pronunciato inasprimento dei criteri di concessione del credito alle SNF nel periodo tra il 2007 e il 2014 ha preceduto il periodo più recente di moderato allentamento, che riflette i cambiamenti in atto a livello dell'area dell'euro (cfr. sezione 2.1). Durante la crisi, le banche universali e gli istituti di credito al dettaglio hanno segnalato, in media, un inasprimento delle condizioni del credito bancario maggiore rispetto ad altri intermediari. Entrambi i modelli di business hanno segnalato anche un considerevole ampliamento dei loro margini sui prestiti alle SNF (cfr. grafico 11), che riflette l'aumento del rischio di credito cui sono stati esposti i debitori durante la crisi. Tra il 2007 e il 2014 invece l'inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito da parte degli intermediari specializzati è stato in media contenuto a causa di forti pressioni concorrenziali.

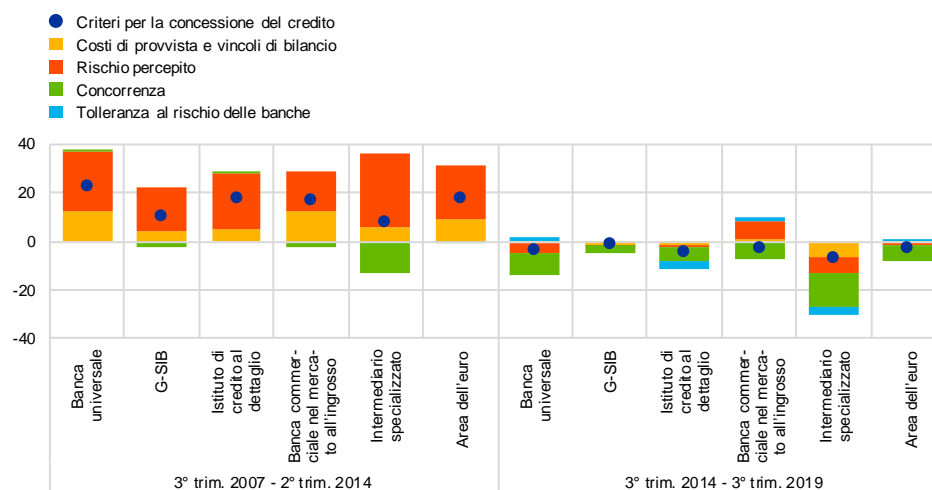
Nel periodo tra il 2007 e il 2014, il rischio percepito ha rappresentato il principale motivo di variazione dei criteri di concessione del credito alle SNF per tutte le tipologie di banche, per effetto dell'aumento del rischio di credito dei debitori. Anche se nella maggior parte dei modelli di business tale fattore ha contribuito a un allentamento dei criteri di concessione del credito a partire dal 2014, esso ha continuato a contribuire all'inasprimento netto da parte degli intermediari che operano nel mercato all'ingrosso. È possibile ricondurre tale circostanza ai modelli operativi specifici di questo tipo di istituti specializzati nel finanziamento di grandi progetti di investimento, che tendono ad avere un profilo di rischio più elevato.

Per alcune tipologie di intermediari, in particolare per le banche universali e per quelle commerciali che operano nel mercato all'ingrosso, i costi di provvista e i vincoli di bilancio sono stati fattori importanti alla base dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito. Il comovimento fra tale fattore e il rischio percepito segnala l'interconnessione esistente tra il maggior rischio di credito dei debitori e i vincoli di bilancio delle banche, in quanto la qualità meno solida dei debitori si traduce in fragilità di bilancio per le banche. Indipendentemente dai modelli di business delle banche la percezione del rischio ha svolto un ruolo fondamentale nell'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, mentre la concorrenza ha costituito il principale fattore di allentamento netto a partire dal 2014. Infine, indipendentemente dal loro modello operativo, la tolleranza al rischio da parte delle banche ha avuto un impatto piuttosto limitato sulle variazioni dei criteri di concessione del credito.

Grafico 10

Criteri di concessione dei prestiti alle SNF nei vari modelli di business delle banche

(percentuali nette medie di banche)



Fonte: BCE (BLS).

Note: cfr. grafici 1 e 2. I dati relativi ai modelli di business delle banche si basano su un archivio di dati riservati che comprende 13 paesi dell'area dell'euro. I dati relativi alla area dell'euro si riferiscono a tutti i paesi dell'area.

Replicando il netto allentamento delle condizioni del credito bancario nel campione complessivo, per i vari modelli di business i margini sui prestiti medi hanno registrato una riduzione a partire dal 2014, unitamente a una contestuale diminuzione dei costi di provvista bancaria, in seguito al pacchetto di misure di allentamento del credito della BCE (cfr. grafico 11). Dopo l'ampliamento dei margini sui prestiti alle SNF durante la crisi finanziaria, tra le banche universali e i prestatori specializzati si registra la percentuale netta maggiore di istituti che riportano una riduzione di tali margini, riflettendo il trasferimento ai loro clienti della significativa diminuzione del costo del finanziamento. Gli intermediari specializzati, che dipendono maggiormente dal finanziamento mediante emissione di titoli di debito, sembrano aver tratto particolare beneficio dalla contrazione dei rendimenti obbligazionari. È importante sottolineare che i finanziamenti ottenuti dalla BCE a condizioni vantaggiose nell'ambito delle operazioni OMRLT-II hanno apportato ulteriori benefici a tutte le tipologie di istituti di credito. Nel secondo e terzo trimestre del 2019, le banche a rilevanza sistemica (G-SIB) hanno segnalato criteri di approvazione dei prestiti alle SNF più stringenti e un aumento dei margini sui prestiti medi alle SNF, mentre le dinamiche sono state più eterogenee per altre tipologie di banche.

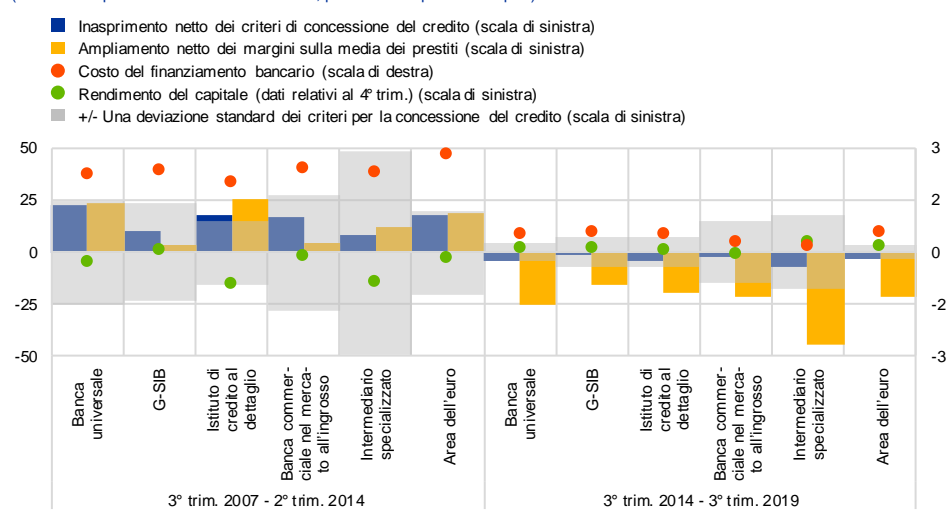
Il diverso grado di dipendenza da specifici clienti e segmenti di mercato secondo i vari modelli di business è associato all'eterogeneità in termini di andamento dell'offerta di credito, condizioni di finanziamento e redditività in generale. Gli enti a rilevanza sistemica (G-SIB) e gli istituti di credito al dettaglio mostrano una minor variabilità nel tempo dei criteri di concessione del credito e dei margini medi sui prestiti alle SNF (misurati sulla base della deviazione standard, cfr. grafico 11). Ciò probabilmente dipende dalla maggior diversificazione complessiva e dalla minor dipendenza dalle variazioni cicliche delle variabili macroeconomiche delle banche appartenenti al primo gruppo (implicita nella loro struttura di attività e passività), mentre gli istituti di credito che appartengono al secondo gruppo tendono a mantenere relazioni relativamente durature con i loro clienti. Gli istituti di credito al dettaglio hanno registrato anche una variazione inferiore dei loro costi di provvista,

per via della loro maggiore dipendenza dai finanziamenti al dettaglio e, di conseguenza, dalla loro minore esposizione alle condizioni prevalenti di finanziamento sul mercato. In linea con tale struttura di finanziamento piuttosto stabile, in risposta al crollo di Lehman Brothers nel terzo trimestre del 2008 questi istituti hanno inasprito i loro criteri di concessione di prestiti alle imprese più lievemente rispetto alle tipologie di banche più esposte al mercato. Il pronunciato inasprimento medio dei criteri di concessione del credito da parte degli istituti di credito al dettaglio tra il 2007 e il 2014 sopra richiamato, potrebbe essere ascrivibile invece a un continuo ma limitato inasprimento di tali criteri durante il periodo della crisi. Nel periodo temporale incluso nel campione, gli intermediari che operano nei mercati all'ingrosso e quelli specializzati hanno, invece, registrato una variabilità significativa in termini non solo di criteri di concessione del credito e di margini sui prestiti medi, ma anche di costi di provvista, a causa della loro notevole dipendenza dall'emissione di titoli di debito e, di conseguenza, dei movimenti dei rendimenti obbligazionari. Un'analisi più approfondita degli andamenti del rendimento del capitale mostra il contrario: il modello di business degli istituti di credito al dettaglio ha registrato durante la crisi il calo maggiore e la variabilità più ampia, rispecchiando in larga misura la loro minore diversificazione e la notevole dipendenza dal margine di interesse netto.

Grafico 11

Offerta di prestiti alle SNF, costo della provvista bancaria e redditività nei vari modelli di business delle banche

(medie delle percentuali nette delle banche, percentuali e percentuali p.a.)



Fonti: BCE, Markit iBoxx, S&P Market Intelligence (SNL Financial) ed elaborazioni della BCE.

Note: cfr. grafici 1 e 7. Il rendimento del capitale si riferisce ai dati relativi al quarto trimestre del rispettivo anno ed è stato aggregato sulla base dei dati bancari individuali ponderati per le attività totali delle banche. Il costo della provvista bancaria è una media ponderata del costo dei depositi bancari e dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, aggregata sulla base dei dati bancari individuali, ponderati per le attività totali delle banche. I dati relativi ai modelli di business delle banche si basano su un archivio di dati riservati che comprende 13 paesi dell'area dell'euro. I dati relativi all'area dell'euro si riferiscono a tutti i paesi dell'area. La deviazione standard si riferisce alla deviazione standard dell'indicatore delle percentuali nette delle condizioni di concessione del credito per ciascuna categoria.

4 Osservazioni conclusive

Il presente articolo valuta le condizioni di offerta dei prestiti bancari per le imprese dell'area dell'euro sulla base degli indicatori della BLS relativi ai criteri di concessione del credito e ai termini e alle condizioni applicati ai nuovi prestiti.

Se i margini medi applicati ai nuovi prestiti a favore delle SNF sono tornati prossimi alle

condizioni prevalenti all'inizio della crisi finanziaria, i criteri di approvazione dei prestiti applicati dalle banche e i margini sui finanziamenti con profilo di rischio più elevato permangono nel complesso più restrittivi, in funzione del risanamento di bilancio da parte delle banche, dei requisiti più severi in materia di regolamentazione e vigilanza e di un atteggiamento prudente nei confronti del rischio. Dal 2014 le condizioni del credito bancario per le imprese dell'area dell'euro si sono notevolmente allentate, grazie a condizioni di finanziamento favorevoli che hanno beneficiato delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE.

Inoltre, la BLS fornisce informazioni relative ai fattori che determinano l'andamento dell'offerta di prestiti bancari, permettendo una maggior comprensione delle variazioni delle condizioni del credito bancario. La rilevanza di tali fattori varia nel tempo. Mentre il rischio percepito è stato il fattore determinante, soprattutto durante i periodi di inasprimento, nei periodi di allentamento le pressioni concorrenziali hanno svolto un ruolo dominante.

Infine, il presente articolo consente di comprendere meglio le differenze nelle condizioni del credito bancario praticate da banche che operano secondo modelli di business diversi e i fattori che contribuiscono a determinarle. Sebbene, indipendentemente dai modelli operativi, le dinamiche generali siano in linea con quelle complessive dell'area dell'euro, l'intensità delle variazioni nei criteri di concessione del credito e l'importanza relativa dei fattori determinanti varia a seconda del tipo di istituto bancario. È interessante notare che le variazioni delle condizioni del credito bancario per le SNF sono state in generale più moderate per gli istituti di credito al dettaglio e per gli enti a rilevanza sistemica e più pronunciate per altre tipologie di banche che dipendono maggiormente dalla provvista sul mercato finanziario e hanno una diversificazione minore.

Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro

a cura di Omiros Kouvavas, Friderike Kuik, Gerrit Koester e Christiane Nickel

1 Introduzione

Fino a poco tempo fa, la crescita dei salari nell'area dell'euro è stata bassa e sottostimata. Esaminando il periodo dal 2013 al 2017, questa carenza può essere spiegata in gran parte attraverso i fattori tradizionalmente rilevati in un'analisi della curva di Phillips, quali la capacità produttiva inutilizzata e le aspettative di inflazione. La capacità inutilizzata nel mercato del lavoro può essere misurata da una vasta gamma di indicatori, che comprendono indicatori "ristretti" (ad esempio il tasso di disoccupazione) o misure meno convenzionali, come il tasso di disoccupazione allargato. Quest'ultimo include anche il numero di persone in età lavorativa, nell'area dell'euro, collegate in misura marginale alla forza lavoro, vale a dire i componenti della forza lavoro classificati come inattivi ma che ancora partecipano, seppure meno attivamente, al mercato del lavoro⁸². In generale, sembra che le più ampie misure di sottoutilizzo del lavoro abbiano consentito di ottenere alcuni vantaggi marginali nel fornire una spiegazione alla modesta crescita dei salari osservata nell'area dell'euro nel periodo dal 2013 al 2017⁸³. Tuttavia, i fattori tradizionalmente inclusi in un'analisi della curva di Phillips non rappresentano il quadro completo⁸⁴.

La modesta crescita dei salari nell'area dell'euro potrebbe essere riconducibile anche alle variazioni nella composizione dell'occupazione? Ad esempio, i salari variano tra settori e sono influenzati dalle caratteristiche personali dei lavoratori e dai tipi di contratto. Questi "effetti di composizione" possono avere come conseguenza che le variazioni nella composizione dell'occupazione incidano sulla crescita media dei salari all'interno di un'economia. Inoltre dipendono dalla misura in cui cambia la composizione dell'occupazione e dall'entità delle differenze salariali.

Nell'area dell'euro, dall'inizio della crisi si sono verificati variazioni significative nella composizione dell'occupazione. Tra questi vi sono i cambiamenti in termini di età e livello di istruzione, nonché la prevalenza di diversi tipi di contratto che riflettono un'occupazione sia temporanea sia permanente⁸⁵. Anche la composizione settoriale dell'occupazione è cambiata a causa degli spostamenti dei dipendenti verso settori dell'economia remunerati in modo migliore o peggiore.

⁸² Cfr., ad esempio, il riquadro *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

⁸³ Cfr., ad esempio, Lane, P.R. et al., "The Phillips Curve at the ECB", discorso tenuto al *50th Anniversary Conference of the Money, Macro & Finance Research Group*, London School of Economics, 4 settembre 2019; Coeuré, B., "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", discorso tenuto presso l'International Center for Monetary and Banking Studies a Ginevra il 19 maggio 2017, nonché la sezione 2.2 di Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (eds.), "Understanding low wage growth in the euro area and European countries", *Occasional Paper Series*, n. 232, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2019.

⁸⁴ Per i risultati di un gruppo di esperti del SEBC in materia di salari, cfr. Nickel, C. Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (a cura di), op. cit.

⁸⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Variazioni nella composizione che hanno contribuito alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa*, nel numero 8/2018 di questo Bollettino e l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

I cambiamenti nella composizione dell'occupazione possono essere determinati da tendenze e andamenti ciclici.

Un caso specifico riguarda la struttura per età dei dipendenti, che può essere influenzata da andamenti tendenziali, come l'invecchiamento della popolazione, ma anche da andamenti ciclici, come il maggiore rischio, che hanno i lavoratori più giovani, di perdere l'impiego in una fase di rallentamento economico.

In base alla letteratura economica, gli effetti di composizione possono avere un impatto sostanziale sulla crescita dei salari.

I primi studi hanno dimostrato che l'impatto delle variazioni sulla composizione dell'occupazione può essere considerevole⁸⁶ e i risultati di studi più recenti, incentrati sul periodo della crisi, sono simili⁸⁷.

Tali effetti di composizione possono aiutarci a comprendere l'andamento della crescita salariale nel corso del ciclo?

Ciò è possibile, ad esempio, se gli effetti di composizione sono fortemente influenzati dal ciclo, poiché incrementano la crescita dei salari nelle fasi di rallentamento economico o la comprimono nei periodi di ripresa. Secondo la letteratura, le variazioni nella composizione dell'occupazione possono effettivamente produrre un simile effetto anticiclico sui salari in termini aggregati⁸⁸.

Il presente articolo valuta come gli effetti di composizione hanno influenzato la crescita dei salari nell'area dell'euro e nei suoi paesi membri dal 2007⁸⁹.

L'analisi qui esposta si basa principalmente sui microdati dell'indagine UE sul reddito e sulle condizioni di vita (EU Survey on Income and Living Conditions, EU-SILC). L'articolo include inoltre controlli incrociati basati sui dati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) e sui dati di contabilità nazionale. Dopo aver delineato le basi concettuali, vengono introdotti i dati utilizzati e illustrati recenti variazioni nella composizione dell'occupazione nell'area dell'euro. Segue una sintesi dell'approccio adottato nella valutazione degli effetti di composizione e, infine, una discussione sull'evidenza del ruolo degli effetti di composizione per l'intera area dell'euro e il contributo dei singoli paesi dell'area⁹⁰.

Il presente articolo rileva che, nell'area dell'euro, gli effetti di composizione hanno contribuito alla modesta reazione dei salari al ciclo economico, anche nel periodo di contenuta crescita dei salari. All'inizio della crisi, tali effetti hanno sospinto verso l'alto la crescita dei salari, ma da allora si sono ridotti e sono diventati negativi. Ciò ha contribuito a

⁸⁶ Cfr., ad esempio, Coleman, T., *Essays on Aggregate Labor Market Business Cycle Fluctuations*, tesi di dottorato, University of Chicago, 1984; Barsky, R. e Solon, G., "Real Wages over the Business Cycle", *Working Paper Series*, NBER, 1988; Blank, R.M., "Why are Wages Cyclical in the 1970s", *Journal of Labor Economics*, 8(1):17-47, 1990, e Kydland, F.E. e Prescott, E.C., "Cyclical Movements of the Labor Input and its Implicit Real Wage", *Economic Review*, (secondo trimestre):12-23, 1993.

⁸⁷ Per studi successivi, cfr. il riquadro "Real wages and employment composition effects during the crisis", in "Euro area labour markets and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 138, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2012, e il riquadro "Real wage cyclicality in the euro area: disentangling composition from wage structure effects" in "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, n. 159, ECB, Francoforte sul Meno, febbraio 2015.

⁸⁸ Per maggiori dettagli su aggregazione e bias di selezione, cfr. ad esempio, Stockman, A.C., *Aggregation Bias and the Cyclical Behavior of Real Wages*, manoscritto inedito, 1983, e Keane, M., Moffitt, R., e Runkle, D., "Real Wages over the Business Cycle: Estimating the Impact of Heterogeneity with Micro Data", *Journal of Political Economy*, 96(6):1232-1266, 1988.

⁸⁹ Il punto di partenza dell'analisi è stato individuato in funzione della disponibilità e della qualità dei dati: cfr. anche la discussione nel riquadro 2.

⁹⁰ L'articolo si basa su ampie analisi degli effetti di composizione svolte nell'ambito di un gruppo di esperti del SEBC in materia di salari: cfr. sezione 3.1 di Nickel, C. Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (a cura di), op. cit.

una risposta relativamente modesta della crescita dei salari in termini aggregati, sia alla forte contrazione del mercato del lavoro all'inizio della crisi sia, in un secondo tempo, ai miglioramenti ciclici intervenuti negli anni successivi al 2013. I contributi più importanti agli effetti di composizione sembrano essere correlati ai cambiamenti della struttura dell'occupazione in base all'età e al livello di istruzione, che hanno avuto un impatto sul lungo periodo e sul ciclo. L'andamento anticiclico degli effetti di composizione è derivato principalmente dal gruppo dei lavoratori giovani e relativamente poco qualificati con salari sostanzialmente bassi; tale gruppo è stato colpito in modo particolarmente duro dalla perdita di posti di lavoro nelle prime fasi della crisi (con innalzamento del salario medio durante il periodo di rallentamento economico) e ha registrato una probabilità di reinserimento professionale più elevata soltanto durante il periodo di ripresa (con un effetto al ribasso sulla crescita media dei salari). Esaminando le evidenze specifiche per paese, i risultati aggregati dell'area dell'euro sono stati influenzati in particolare dalla Spagna e dall'Italia.

Concettualmente sarebbe interessante ipotizzare una curva di Phillips per la crescita salariale al netto degli effetti di composizione, ma ciò appare di difficile attuazione.

Per quanto riguarda la disponibilità dei dati, tale approccio è reso complicato da a) la frequenza annuale dei dati necessari per calcolare gli effetti di composizione; b) la breve durata delle serie temporali e c) il notevole ritardo nella pubblicazione dei dati⁹¹.

2 Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari: fondamenti teorici

Le differenze salariali possono essere osservate in molteplici dimensioni e possono variare da settore a settore e in base alle caratteristiche individuali dei lavoratori.

Poiché la produttività del lavoro differisce notevolmente da un settore all'altro, le retribuzioni variano e tendono, ad esempio, a essere più elevate nel settore industriale rispetto al settore dei servizi. Un altro fattore che determina differenze di retribuzione è il livello di istruzione, in quanto livelli di istruzione più elevati sono correlati a competenze maggiori e quindi a retribuzioni migliori. Può svolgere un ruolo anche il tipo di contratto, a seconda che le persone lavorino a tempo parziale o a tempo pieno e siano assunte su base temporanea o permanente⁹².

In base alle differenze salariali tra gli individui e nei diversi settori, i cambiamenti nella composizione dell'occupazione possono incidere sia sul livello medio sia sul tasso di crescita dei salari in un'economia. Gli indicatori chiave per i salari in un'economia sono il reddito per occupato (compensation per employee, CPE) o il reddito per ora lavorata (compensation per hour, CPH). Il CPE è la somma totale dei redditi per

⁹¹ Inoltre, alcune parti degli effetti di composizione che possono incidere sull'andamento medio della produttività del lavoro sono parzialmente comprese nell'analisi della curva di Phillips tramite l'inclusione di un parametro di produttività.

⁹² Per studi sul tipo di contratto e sui salari, cfr. Blanchard, O. e Landier, A., "The perverse effect of partial labour market reform: fixed-term contracts in France", *Economic Journal*, 112, 214-244, 2002, e Booth, A.L., Francesconi, M. e Frank, J., "Temporary jobs: stepping stones or dead ends", *Economic Journal*, 112(480), 2002. Per maggiori dettagli sulla Germania, cfr. Hagen, T. "Do temporary workers receive risk premiums? Assessing the wage effects of fixed-term contracts in West Germany by a matching estimator compared with parametric approaches", *Labour*, 16(4), 667-705, 2002. Per maggiori dettagli sulla tipologia di contratto proxy della durata del rapporto di lavoro, cfr. Carneiro, A., Guimarães, P. e Portugal, P., "Real Wages and the Business Cycle: Accounting for Worker, Firm, and Job Title Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2):133-152, 2012.

occupato divisa per il numero totale di lavoratori e la CPH è la somma totale dei redditi da lavoro dipendente divisa per il numero totale di ore lavorate nell'economia. I redditi da lavoro dipendente comprendono non solo le retribuzioni in denaro, ma anche le retribuzioni in natura e gli oneri previdenziali a carico dei datori di lavoro. La riallocazione tra settori nella composizione dell'occupazione del settore industriale, con retribuzioni relativamente elevate, può ad esempio causare un aumento di CPE e CPH. Analogamente, in un'economia una quota crescente di lavoratori con elevati livelli di istruzione può avere un effetto positivo anche sulla media del CPE e del CPH.

I cambiamenti nella composizione dell'occupazione possono avere implicazioni per la crescita dei salari non solo in base alle differenze nei livelli salariali, ma anche in base alle differenze nella crescita dei salari tra i diversi tipi di lavoratori. Un esempio è costituito dai lavoratori più anziani che tendono ad avere livelli salariali più elevati, ma che evidenziano una crescita salariale più lenta rispetto ai lavoratori più giovani. Sebbene sia necessario tenere conto di entrambi gli effetti, quelli derivanti dalla differenza dei livelli salariali sembrano prevalere, almeno nel breve periodo⁹³.

Sebbene gli effetti di composizione basati sugli andamenti settoriali possano, in certa misura, essere analizzati in base ai macrodati provenienti dai conti nazionali, lo studio dell'impatto delle caratteristiche dei singoli dipendenti richiede l'uso di microdati. Gli effetti della riallocazione tra settori nell'occupazione possono, fino a un certo livello di granularità settoriale, essere analizzati in base ai dati dei conti nazionali relativi a occupazione e retribuzione. Tuttavia, dati completi e coerenti per l'area dell'euro, che includano anche i dati sulla composizione dell'occupazione basati sulle caratteristiche individuali dei lavoratori e sulle loro retribuzioni, sono disponibili solo sulla base delle indagini (cfr. riquadro 2 per una discussione sui dati disponibili).

Le determinanti degli effetti di composizione possono essere di natura ciclica o strutturale. È probabile che andamenti strutturali quali l'invecchiamento abbiano un lento effetto di composizione sulla crescita salariale, dato che i lavoratori più anziani tendono ad avere retribuzioni più elevate.

Gli andamenti ciclici determinano gli effetti di composizione, in particolare a causa delle differenze nel rischio di perdita o di conseguimento di un impiego. Il rischio occupazionale nel corso del ciclo economico è distribuito in modo diseguale rispetto alle competenze e alle caratteristiche dei lavoratori. Durante i periodi di contrazione ed espansione, la diminuzione e l'aumento di posti di lavoro producono maggiore impatto sui lavoratori più giovani e meno qualificati. Questo dato è sostenuto dalla ricerca sia negli Stati Uniti che in Europa⁹⁴.

Gli effetti di composizione possono essere anticiclici e possono contribuire a contenere la reazione della crescita delle retribuzioni al ciclo economico.

Se i lavoratori meno qualificati e più giovani, più soggetti a salari relativamente bassi, sono particolarmente esposti al rischio di perdere il posto di lavoro in una fase di contrazione, la

⁹³ Cfr. il riquadro "I cambiamenti nella composizione dell'occupazione e il loro impatto sulla crescita salariale: un esempio basato sulle fasce d'età", all'interno dell'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

⁹⁴ Per una valutazione della risposta di reddito e rischio occupazionale nell'arco del ciclo economico, cfr. il riquadro *Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico*, nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

crescita media dei salari (misurata dal CPE e dal CPH, ad esempio) è sospinta verso l'alto meccanicamente. D'altro canto, il reinserimento professionale di questi lavoratori durante i periodi di espansione limita la crescita media dei salari. Tali effetti di composizione anticiclici possono in parte contenere la reazione ciclica "reale" delle retribuzioni ai cambiamenti nel mercato del lavoro.

Studi empirici hanno effettivamente riscontrato un andamento anticiclico degli effetti di composizione nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'UE⁹⁵. Tali effetti anticiclici sono stati rilevati in studi empirici riguardanti l'area dell'euro nella prima parte della crisi⁹⁶ e anche negli studi specifici per paese riguardanti Belgio⁹⁷, Italia⁹⁸ e Regno Unito⁹⁹.

Gli andamenti tendenziali potrebbero avere un impatto pronunciato sugli effetti di composizione, ma è improbabile che annullino eventuali andamenti congiunturali.

Nel complesso, gli effetti di composizione potrebbero rispecchiare sia gli andamenti tendenziali sia quelli congiunturali, i cui ruoli possono variare nel corso del tempo a seconda dell'andamento più o meno marcato. Tuttavia, anche se gli andamenti tendenziali sono molto pronunciati, è improbabile che annullino eventuali andamenti anticiclici. Ciò è dovuto al fatto che i cambiamenti strutturali in genere non sono correlati al ciclo economico.

Riquadro 1

Effetti delle variazioni nella composizione settoriale dell'occupazione sulla crescita dei salari

a cura di Katalin Bodnár e Gerrit Koester

Poiché i livelli salariali variano da un settore all'altro dell'economia, le variazioni nella composizione settoriale dell'occupazione possono ripercuotersi sulla crescita delle retribuzioni a livello aggregato¹⁰⁰. Queste differenze sono spesso legate a variazioni della produttività del lavoro. L'entità degli effetti sulla crescita delle retribuzioni a livello aggregato dipende sia dalla portata delle riallocazioni tra i settori dell'occupazione sia dall'entità delle differenze retributive. Ad esempio, un aumento della quota di occupazione nei settori con bassi livelli salariali può frenare la crescita dei salari. Questi cambiamenti settoriali possono essere analizzati sulla base di dati di contabilità nazionale, disponibili per dieci settori principali (cfr. grafico A).

Le riallocazioni tra settori sono determinate da andamenti tendenziali e congiunturali. Ad esempio, è osservabile una redistribuzione a lungo termine dell'occupazione dall'industria ai servizi privati e pubblici (cfr. grafico A). Questa tendenza di lungo termine è coerente con gli andamenti in termini di valore aggiunto, ma può anche essere connessa all'aumento dell'automazione nell'industria e al suo limitato utilizzo nel settore dei servizi. Nel settore pubblico, una delle principali determinanti strutturali dell'aumento

⁹⁵ Per un esame dettagliato della letteratura, cfr. Christododulopou, S. e Kouvas, O., "Wages, Compositional Effects and the Business Cycle", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE, Francoforte sul Meno, 2019.

⁹⁶ Per la prima parte della crisi, cfr. Verdugo, G., "Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data", *European Economic Review*, 2016.

⁹⁷ De Sloover, F. e Saks, Y., "Is job polarisation accompanied by wage polarisation?", *Economic Review*, 2018.

⁹⁸ Adamopoulou, E., Bobbio, E., De Philippis, M. e Giorgi, F., "Efficienza allocativa e dinamica dei salari aggregati in Italia", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2016.

⁹⁹ Blundell, R., Crawford, C. e Jin, W., "What can wages and employment tell us about the UK's productivity puzzle?", *Economic Journal*, 124:377-407, 2014, e Elsby, M.W., Shin, D. e Solon, G., "Wage Adjustment in the Great Recession and Other Downturns: Evidence from the United States and Great Britain", *Journal of Labor Economics*, 2016.

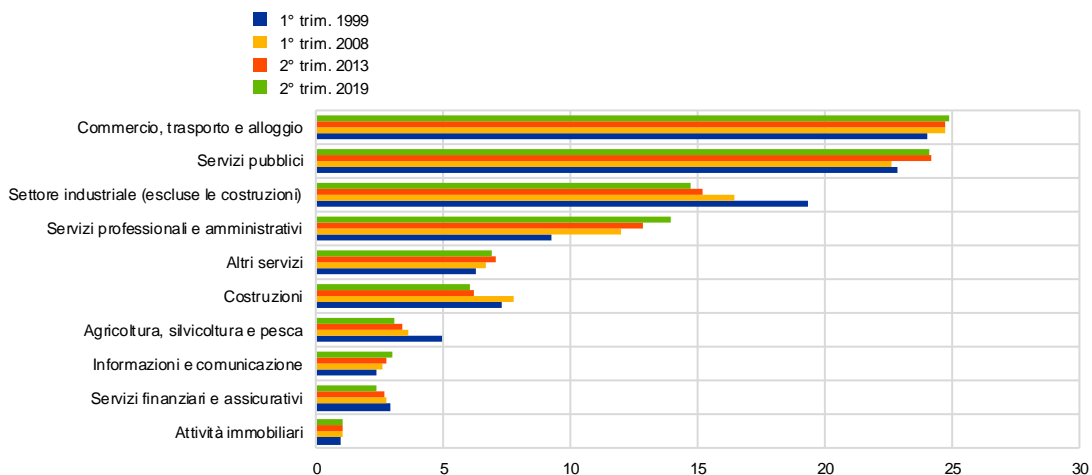
¹⁰⁰ Cfr. Abraham, K.G. e Haltiwanger, J.C., "Real Wages and the Business Cycle", *Journal of Economic Literature*, 33(3):1215-1264, 1995.

dell'occupazione è probabilmente la domanda di assistenza sanitaria, che è legata, tra le altre cose, all'invecchiamento della popolazione. Anche il ciclo economico ha un impatto sulla composizione settoriale dell'occupazione. Ciò è chiaramente visibile nella concentrazione dell'aggiustamento del mercato del lavoro durante la crisi, principalmente nei settori industriale ed edilizio.

Grafico A

Composizione dell'occupazione nell'area dell'euro per settore

(quota dei settori sull'occupazione totale, valori percentuali)



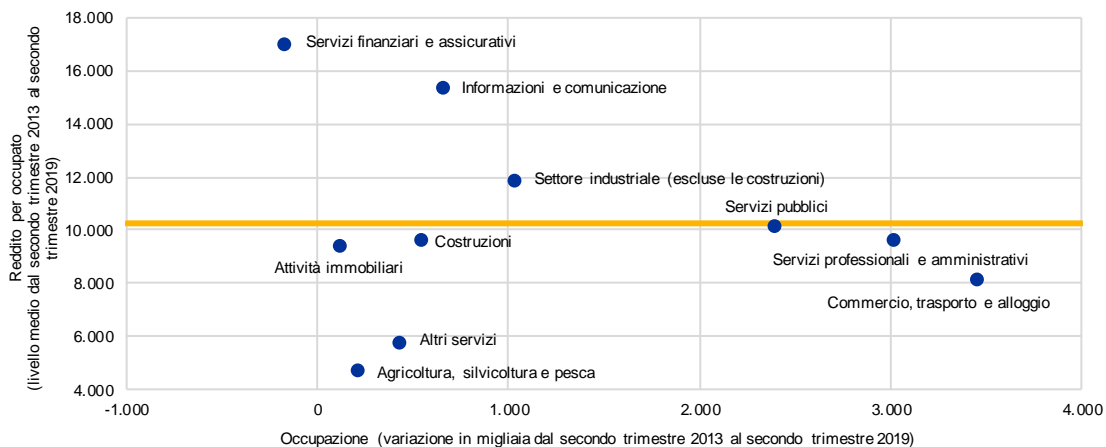
Fonte: Eurostat.

La composizione settoriale della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro durante il periodo di ripresa suggerirebbe un impatto al ribasso sulla crescita complessiva delle retribuzioni. A partire dal secondo trimestre del 2013, ovvero l'inizio della ripresa nell'economia e nel mercato del lavoro, l'occupazione è cresciuta maggiormente nei settori dei servizi. I livelli salariali in questi settori, ad esempio nei servizi professionali e amministrativi, nel commercio, nei trasporti e negli alloggi, sono prossimi o al di sotto delle medie dell'area dell'euro (cfr. grafico B). Allo stesso tempo, la crescita dell'occupazione è stata relativamente ridotta o negativa in alcuni settori caratterizzati da elevati livelli di retribuzione, compresi i servizi finanziari e assicurativi, i servizi di informazione e comunicazione e l'industria (esclusa le costruzioni).

Grafico B

Variazioni dell'occupazione nell'area dell'euro per settore e livelli salariali settoriali nel periodo della ripresa

(asse delle ascisse: variazioni dell'occupazione; asse delle ordinate: retribuzione trimestrale media in euro)



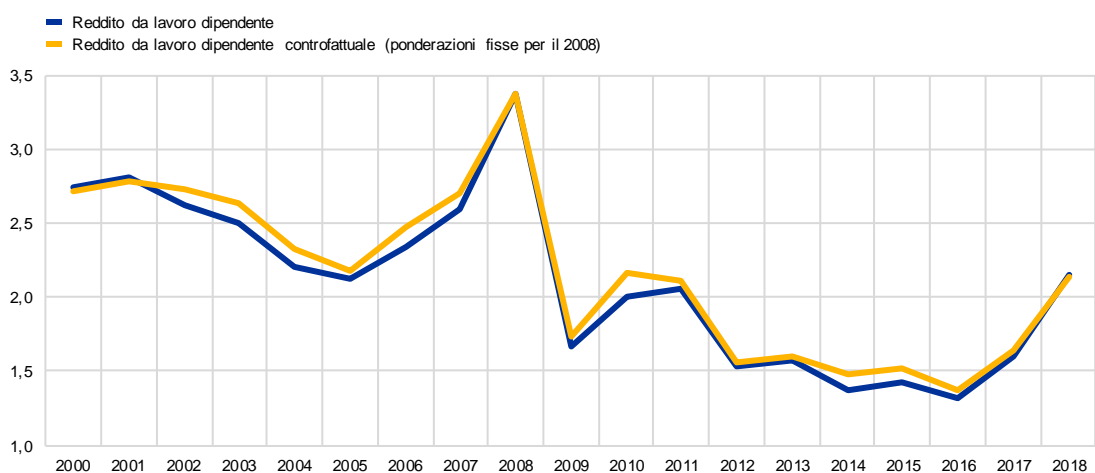
Fonte: Eurostat.

Tuttavia, i mutamenti nella composizione settoriale sembrano aver avuto solo un effetto molto limitato sulla crescita aggregata delle retribuzioni nell'area dell'euro nel suo complesso. Gli effetti delle variazioni della composizione settoriale sulla crescita salariale possono essere individuati confrontando la crescita aggregata delle retribuzioni in termini reali con una serie controfattuale per la crescita delle retribuzioni, che mantiene costanti le quote settoriali dell'occupazione complessiva. Fissare i pesi settoriali al livello del 2008 rivela che, con ogni probabilità, tali riallocazioni tra i settori hanno avuto solo un effetto molto limitato sulla crescita salariale complessiva (cfr. grafico C).

Grafico C

Crescita del reddito per occupato con pesi settoriali variabili e fissi

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Questo riquadro rileva che i cambiamenti nella composizione settoriale dell'occupazione non sembrano avere avuto un'influenza determinante sulla crescita dei salari. Ciò potrebbe essere

considerato come un'indicazione del fatto che analisi basate sui microdati, come quella nel testo principale, possono far luce sulle riallocazioni infrasettoriali¹⁰¹.

3 Andamenti nella composizione dell'occupazione e differenze retributive tra le diverse caratteristiche dei lavoratori

Nell'area dell'euro si sono verificate significative variazioni nella struttura dell'occupazione in base all'età e al livello di istruzione (cfr. grafico 1)¹⁰².

Tale fenomeno può essere illustrato dai microdati dell'indagine EU-SILC, disponibili fino al 2016 compreso¹⁰³ (cfr. il riquadro 2 per i dettagli e un raffronto dei dati EU-SILC con i dati alternativi disponibili; cfr. il riquadro 4 per una verifica incrociata con i dati di fonte EU-LFS). Ancor più importante, la percentuale di lavoratori più anziani è aumentata, mentre quella dei lavoratori più giovani è notevolmente diminuita. Al contempo la percentuale di lavoratori con un livello di istruzione inferiore è diminuita, mentre è aumentata quella di lavoratori con un livello di istruzione più elevato.

¹⁰¹ Tale risultato è in linea con le analisi, ad esempio, per il Regno Unito: cfr. Broadbent, B., "Compositional shifts in the labour market", discorso tenuto in occasione della conferenza *Understanding the Great Recession: from micro to macro*, presso la Bank of England nel 2015.

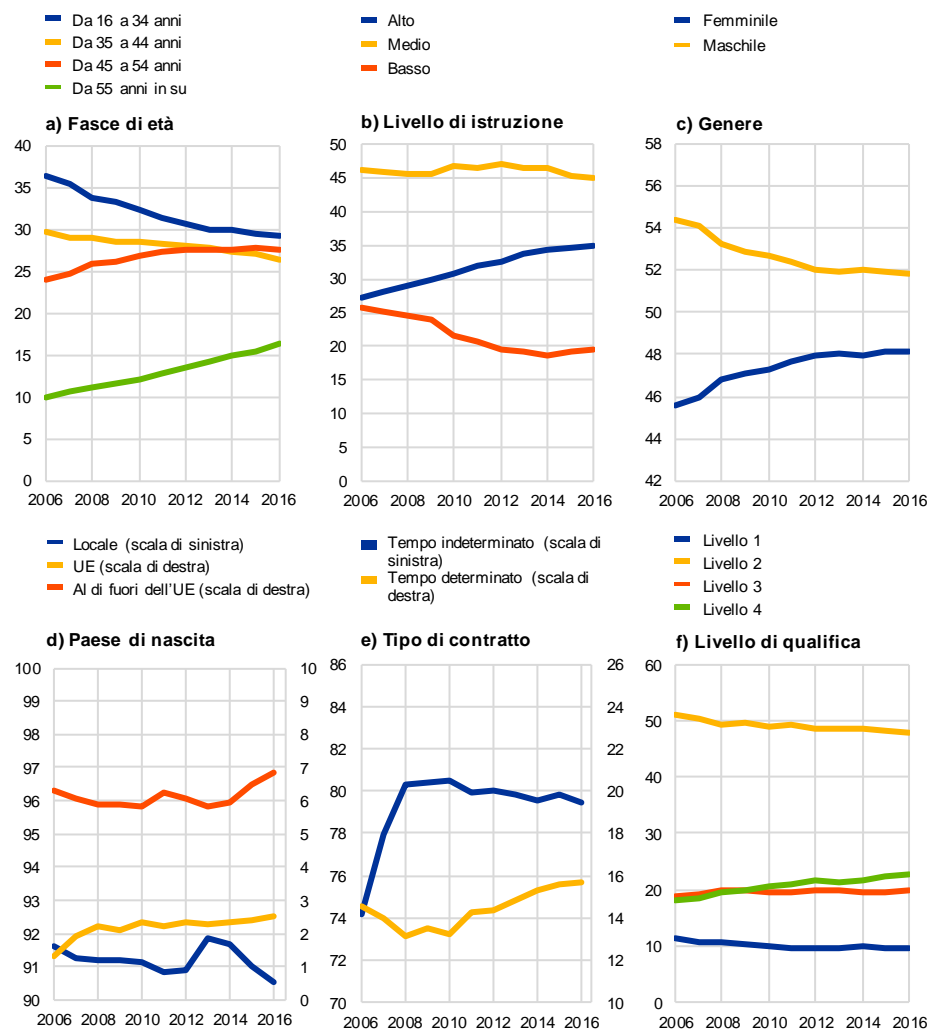
¹⁰² Tutti i risultati presentati in questa sezione sono calcolati impiegando i pesi dell'indagine.

¹⁰³ I dati del 2017 si riferiscono alla situazione del 2016 per le persone nella maggior parte dei paesi inclusi nel UE-SILC.

Grafico 1

Andamento delle principali caratteristiche relative all'occupazione nell'area dell'euro in base alle statistiche EU-SILC

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat (EU-SILC) ed elaborazioni della BCE.

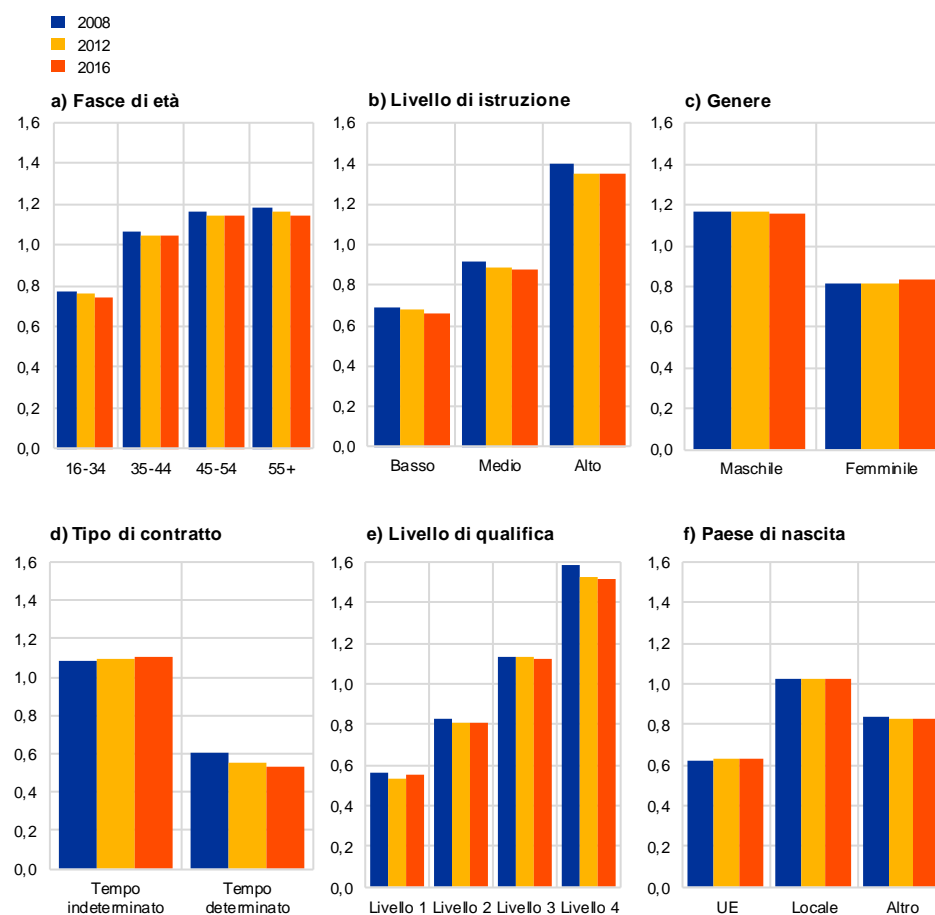
Note: aggregato dell'area dell'euro ponderato per le ore lavorate; le cifre che non assommano al totale del 100 per cento indicano una mancanza di dati. I livelli di qualifica sono definiti riunendo diversi gruppi professionali: il livello 1 comprende le professioni non qualificate; il livello 2 comprende gli impiegati che forniscono assistenza ai lavoratori, i lavoratori addetti ai servizi e alle vendite, i lavoratori specializzati nel settore dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca, gli artigiani e i lavoratori affini e gli operatori e installatori di impianti e macchinari; il livello 3 comprende tecnici e professionisti associati; il livello 4 comprende manager e professionisti.

Questi andamenti possono essere in parte attribuibili a tendenze di più lungo periodo (cambiamenti demografici, riforme dei sistemi pensionistici, tendenza all'aumento dei livelli di istruzione, ecc.), ma possono essere correlati anche agli andamenti congiunturali in alcuni paesi: i lavoratori più giovani e meno istruiti/qualificati sono stati i primi a perdere il posto di lavoro durante la crisi, facendo crescere ulteriormente la percentuale di lavoratori più anziani e con un livello di istruzione più elevato. Tale modello ciclico è stato osservato anche nell'andamento dei contratti a tempo determinato, il cui numero è diminuito nella fase iniziale della crisi in diversi paesi, ma la cui quota è aumentata durante la ripresa.

Grafico 2

Reddito medio per gruppo di lavoratori rispetto al reddito medio complessivo

(area dell'euro, 1 = reddito medio)



Fonti: Eurostat (EU-SILC) ed elaborazioni della BCE.

Note: ponderato per le ore lavorate. I livelli di qualifica sono definiti riunendo diversi gruppi professionali: il livello 1 comprende le professioni non qualificate; il livello 2 comprende gli impiegati che forniscono assistenza ai lavoratori, i lavoratori addetti ai servizi e alle vendite, i lavoratori specializzati nel settore dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca, gli artigiani e i lavoratori affini e gli operatori e installatori di impianti e macchinari; il livello 3 comprende tecnici e professionisti associati; il livello 4 comprende manager e professionisti. La variabile del reddito utilizzata è la retribuzione oraria calcolata in base alle variabili UE-SILC.

L'andamento della composizione dell'occupazione, unito a notevoli differenze nel reddito medio dei diversi gruppi, motiva la valutazione degli effetti di composizione sulla crescita dei salari. Dal confronto tra il reddito medio di gruppi differenti per età nell'area dell'euro e il reddito medio di tutti i dipendenti (cfr. grafico 2) emerge che i lavoratori di età superiore ai 44 anni, in particolare, guadagnano molto di più rispetto ai lavoratori tra i 16 e i 34 anni, mentre i salari di questi ultimi corrispondono, in media, a meno dell'80 per cento della media complessiva. La differenza è ancora più significativa se si confrontano i lavoratori con diversi livelli di istruzione: mentre i lavoratori con un basso livello di istruzione guadagnano circa il 60 per cento della media, i lavoratori con un livello di istruzione più elevato guadagnano tra il 20 e il 40 per cento in più rispetto alla media (a seconda dell'anno). Differenze analoghe si osservano quando si confrontano gli impieghi, le competenze, il genere, i tipi di contratto e le nazionalità.

Riquadro 2

Microdati disponibili per lo studio degli effetti di composizione sulla crescita salariale nell'area dell'euro

a cura di Friderike Kuik

Microdati che riportano le caratteristiche dei singoli lavoratori e coprono in modo coerente i paesi dell'UE o dell'area dell'euro sono disponibili solo sulla base di indagini. I dati amministrativi basati sui sistemi previdenziali, ad esempio, sono disponibili solo in alcuni paesi¹⁰⁴, il che non consente un approccio coerente per tutti i paesi dell'area dell'euro.

I principali microdati basati sulle indagini che possono essere utilizzati per rappresentare le statistiche sul mercato del lavoro e sul reddito nei paesi dell'UE sono le statistiche sul reddito e sulle condizioni di vita (EU-SILC), l'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU-LFS) e l'indagine sulla struttura delle retribuzioni (Structure of Earnings Survey, SES). Le loro caratteristiche principali sono rappresentate nella tavola A. Al contrario dei dati a livello macro, ad esempio provenienti dai conti nazionali, che forniscono informazioni aggregate, tali serie di dati comprendono dati micro a livello individuale e/o familiare.

Tavola A

Principali caratteristiche delle diverse serie di microdati che descrivono il mercato del lavoro

	Indagine sulle forze di lavoro dell'UE (UE-LFS)	Indagine sulla struttura delle retribuzioni (SES)	Statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (UE-SILC)
Copertura	Paesi membri dell'UE, più alcuni paesi extra-UE	Paesi membri dell'UE, più paesi candidati e paesi EFTA	Paesi membri dell'UE e paesi candidati, più Islanda, Norvegia e Svizzera
Entità oggetto dell'indagine	Famiglie e individui	Imprese con almeno dieci dipendenti	Famiglie e individui
Frequenza	Trimestrale	Quadriennale	Annuale
Disponibilità	La maggior parte dei paesi interessati dal 2000, alcuni a partire dal 1983	Dal 2002	Dal 2004-2005

L'analisi presentata in questo articolo si basa sulla serie di dati EU-SILC, ossia "la fonte di riferimento per le statistiche comparative sulla distribuzione del reddito e sull'inclusione sociale nell'Unione europea"¹⁰⁵.

Si tratta di un'indagine annuale condotta in tutta l'UE e in alcuni paesi terzi¹⁰⁶. I dati sono raccolti dagli istituti nazionali di statistica e divulgati da Eurostat. L'indagine offre un'ampia gamma di variabili relative a caratteristiche individuali, legate all'impiego e alle imprese, come illustrato nella tavola B. Per l'analisi

¹⁰⁴ Per maggiori dettagli sulla Spagna, cfr. Puente, S. e Galán, S., "Analysis of composition effects on wage behaviour", *Economic Bulletin, Banco de España*, febbraio 2014.

¹⁰⁵ Cfr. Eurostat.

¹⁰⁶ I dati dell'indagine EU-SILC si basano su un quadro comune e su definizioni armonizzate, ma le applicazioni a livello di paese sono diverse, in particolare per quanto riguarda i metodi di campionamento e le fonti di dati. Ad esempio, alcuni paesi basano le informazioni sul reddito incluse nel quadro EU-SILC, nella maggior parte dei casi o interamente, sui registri amministrativi, mentre altri basano le loro informazioni esclusivamente sulle famiglie e sui colloqui personali. I dati relativi al reddito sono al lordo delle imposte e degli oneri sociali, ma alcuni paesi raccolgono i dati sul reddito netto e lo convertono al reddito lordo. Queste differenze possono portare a difformità nella qualità dei dati per i diversi paesi. Per ulteriori informazioni, cfr. ad esempio, Atkinson, A.B., Guio, A.-C. e Marlier, E. (eds.), "Monitoring social inclusion in Europe", *Statistical Books*, Eurostat, 2017.

riportata in questo articolo si utilizza l'insieme di dati trasversali¹⁰⁷ che è attualmente disponibile per gli anni di indagine dal 2005 al 2017¹⁰⁸.

Tavola B

Alcune variabili incluse nelle diverse serie di microdati, comprese quelle potenzialmente pertinenti per gli effetti di composizione

	Indagine sulle forze di lavoro dell'UE (UE-LFS)	Indagine sulla struttura delle retribuzioni (SES)	Statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (UE-SILC)
Caratteristiche individuali			
Genere	x	x	x
Età	Fascia di età	Fascia di età	x
Istruzione	x	x	x
Nazionalità	x	-	x
Caratteristiche legate all'impiego			
Situazione lavorativa	x	Solo impiegati	x
Reddito	Decili di reddito	x	x
Occupazione	x	x	x
Tempo indeterminato/tempo determinato	x	x	x
Lavoratori autonomi	x	-	x
Tempo pieno/tempo parziale	x	x	x
Anzianità nella società	x	x	-
Durata dell'esperienza lavorativa totale	Può essere derivato	-	x
Caratteristiche dell'impresa			
Settore	x	x	x

Rispetto ai dati delle indagini EU-LFS e SES, i dati EU-SILC offrono una serie di vantaggi per un'analisi del contributo dei cambiamenti nella composizione delle forze di lavoro alla crescita salariale. Ancor più importante, l'indagine EU-LFS fornisce solo informazioni sul reddito sotto forma di decili di reddito per un paese nel suo complesso, il che non consente un'analisi degli effetti delle singole caratteristiche sulle retribuzioni¹⁰⁹. Tuttavia è una fonte di dati preziosa che, a differenza dell'indagine EU-SILC, offre statistiche molto tempestive sull'andamento del mercato del lavoro (cfr. anche riquadro 4). L'indagine SES, d'altro canto, include informazioni considerevoli e dettagliate sul rapporto tra i salari e le caratteristiche individuali dei lavoratori, ma è condotta solo una volta ogni quattro anni. Ciò impedisce di analizzare le variazioni degli effetti di composizione di anno in anno. Inoltre, l'indagine è riferita a imprese con almeno dieci dipendenti per la maggior parte dei paesi (cfr. tabella A) e pertanto esclude gran parte delle persone che, idealmente, si vorrebbe includere in un'analisi sugli effetti di composizione.

L'andamento della crescita delle retribuzioni orarie aggregate calcolato in base alle statistiche EU-SILC è, in linea di massima, compatibile con la crescita dei salari desunta dai bilanci nazionali. In alcuni casi,

¹⁰⁷ I dati EU-SILC comprendono una serie di dati trasversali e longitudinali. Mentre i dati trasversali sono riferiti a un dato momento o periodo di tempo, i dati longitudinali tengono conto anche dei cambiamenti a livello individuale nell'arco di un periodo di quattro anni. Tuttavia, i dati longitudinali non coprono tutti i paesi (ad esempio la Germania non è contemplata) e comprendono meno variabili.

¹⁰⁸ Disponibile dal 2004 per Austria, Belgio, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Islanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Portogallo, Spagna e Svezia e gradualmente per tutti i paesi dell'UE.

¹⁰⁹ In alcuni casi, informazioni più dettagliate sui redditi sono disponibili presso gli istituti nazionali di statistica.

tuttavia, vi sono delle differenze¹¹⁰. I disallineamenti possono riguardare le differenze tra la popolazione destinataria dell'indagine e i bilanci nazionali e le piccole differenze nelle definizioni variabili (ad esempio le retribuzioni orarie). Ad esempio, l'indagine potrebbe non essere in grado di cogliere pienamente le modifiche speciali (ossia temporanee) dell'orario di lavoro o quelle a breve termine. Inoltre, la popolazione destinataria dell'indagine EU-SILC è quella residente dei nuclei domestici privati del paese di indagine, ma esclude i lavoratori transfrontalieri e i "nuclei domestici collettivi", ad esempio gli immigrati in regime di alloggio temporaneo.

4 Evidenze degli effetti di composizione nell'area dell'euro

4.1 Evidenze degli effetti di composizione risultanti da microdati e basate sulle caratteristiche individuali della forza lavoro nell'area dell'euro

Un'analisi degli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita delle retribuzioni a livello aggregato impone di distinguere gli effetti legati a variazioni nelle caratteristiche dell'occupazione da quelli legati a variazioni nei rendimenti individuali. È possibile operare tale distinzione ricorrendo alla tecnica di "scomposizione di Oaxaca-Blinder", che costituisce l'approccio generale adottato ai fini della nostra analisi.

L'effetto di composizione calcolato utilizzando il metodo di scomposizione di Oaxaca-Blinder misura le differenze meccaniche nelle retribuzioni aggregate dovute soltanto alla diversa composizione dell'occupazione. Il riquadro 3 descrive la metodologia in modo più dettagliato.

Nella nostra analisi la variabile dipendente è costituita dalla crescita delle retribuzioni orarie lorde, mentre le variabili indipendenti in una configurazione "di base" comprendono le caratteristiche individuali dei lavoratori in termini di età, livello di istruzione, genere e nazionalità¹¹¹. Per via della natura dell'indagine, i dati sono costituiti da medie sui dodici mesi. Inoltre, nella scomposizione¹¹² tutti i risultati sono ponderati per le ore lavorate¹¹³.

Le caratteristiche dei settori e delle imprese non sono considerate nell'analisi, in quanto fanno parte della struttura del mercato e porterebbero ad accrescere artificialmente l'effetto di composizione. Esistono diverse tesi contrarie all'inclusione di tali caratteristiche: innanzitutto le caratteristiche dei settori e delle imprese potrebbero essere correlate alle caratteristiche individuali, riducendo l'incidenza di queste ultime. Inoltre, l'aggiunta di una covariata correlata alle retribuzioni accrescerà l'effetto complessivo

¹¹⁰ Cfr. anche <https://ec.europa.eu/eurostat/web/experimental-statistics/ic-social-surveys-and-national-accounts>

¹¹¹ Le variabili dummy sono utilizzate per i diversi sottogruppi di ogni caratteristica.

¹¹² Per una spiegazione dettagliata dell'esatta ponderazione applicata alle retribuzioni a livello aggregato nell'indagine su reddito e condizioni di vita (EU-SILC), cfr. Christodolopoulou, S. e Kouvas, O., "Wages, compositional effects and the business cycle", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE, Francoforte sul Meno, 2019.

¹¹³ Oltre alle ponderazioni applicate all'indagine.

di composizione atteso, determinando una sovrastima¹¹⁴. Infine, come mostrato nel riquadro 1, le variazioni nella composizione dei settori non sembrano aver avuto un'influenza decisiva sulla crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro.

Riquadro 3

Una stima degli effetti di composizione sulla crescita dei salari dell'area dell'euro a partire dai microdati delle statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (EU-SILC).

a cura di Omiros Kouvavas

La scomposizione di Oaxaca-Blinder¹¹⁵ è il metodo standard utilizzato per studiare gli effetti delle variazioni nella composizione sui risultati del mercato del lavoro. Tale metodo è stato utilizzato in studi che coprono un'ampia gamma di argomenti – disuguaglianza, discriminazione, demografia – al fine di spiegare la variazione, tra diversi gruppi, delle medie di una variabile di risultato. Questo scarto viene scomposto in due parti: una riconducibile alle variazioni nelle determinanti di un risultato e un'altra associata alle variazioni negli effetti di tali determinanti. Nel nostro caso la variabile di risultato è la retribuzione mentre i fattori determinanti sono le competenze e le caratteristiche dei lavoratori. La scomposizione della crescita dei salari aggregati di Oaxaca-Blinder distingue fra effetti riconducibili a una modifica nella ponderazione dei gruppi (modifica della composizione), a una modifica dei singoli rendimenti (effetto dei rendimenti) e a una variazione simultanea di entrambe (termine di interazione).

La stima degli effetti di composizione richiede la disponibilità di dati a livello individuale che diano indicazioni sia sulle caratteristiche delle retribuzioni che su quelle delle competenze. Al fine di determinare, ad esempio, se un aumento del salario medio sia dovuto a un aumento nominale del rendimento delle competenze o a un cambiamento nella distribuzione delle competenze fra gli occupati è necessaria una stima accurata dei rendimenti delle competenze per ciascun anno. Come illustrato nel grafico A, se sia le competenze medie (S), sia il ritorno delle competenze (R) subiscono simultaneamente una variazione (grafico sul lato destro), la crescita salariale osservata ($\bar{W}(t+1) - \bar{W}(t)$) potrebbe risultare sottostimata. Per stimare con precisione l'impatto dei cambiamenti nella composizione, pertanto, dobbiamo innanzitutto individuare i rendimenti delle competenze basandoci sulle retribuzioni e sulle caratteristiche osservate a livello individuale.

¹¹⁴ Un approccio alternativo consiste nel considerare le caratteristiche delle imprese come controlli e nel non includerle negli effetti di composizione.

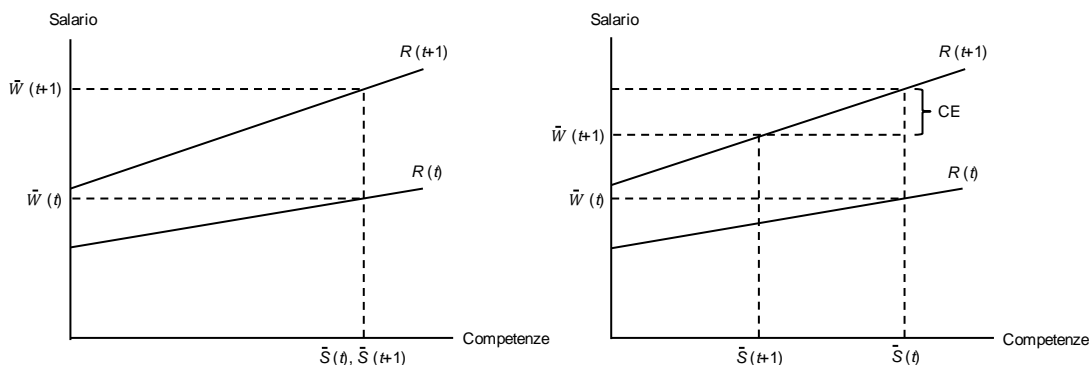
¹¹⁵ Oaxaca, R., "Male-Female Wage Differentials in Urban Labour Markets", *International Economic Review* 14(3): pagg. 693-709, 1973.

Grafico A

La scomposizione della crescita salariale in termini di aumento dei rendimenti e livello medio delle competenze

Retribuzioni e competenze a livello aggregato nell'arco di due anni consecutivi

(salario medio, livello medio delle competenze)



Nota: illustrazione a cura degli autori.

La scomposizione di Oaxaca-Blinder utilizza una serie di regressioni che distinguono gli effetti di composizione dalle variazioni dei singoli rendimenti. In primo luogo, i due anni presi in esame sono definiti come altrettanti gruppi di lavoratori dipendenti (gruppo t e gruppo $t + 1$), retribuzione individuale (Y) e caratteristiche dei lavoratori (X). La differenza del salario medio può essere espressa:

$$\Delta E(Y) = E(Y_{t+1}) - E(Y_t) \quad (1)$$

Dato un modello lineare:

$$Y_T = X_T' \beta_T + \epsilon_T, E(\epsilon_T) = 0 \quad T \in (t, t + 1) \quad (2)$$

si può dimostrare che:

$$\Delta E(Y) = \underbrace{[E(X_{t+1}) - E(X_t)]' \beta_t}_{\text{Effetti di composizione}} + \underbrace{E(X_t)(\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Ritorno delle Competenze}} + \underbrace{[E(X_{t+1}') - E(X_t')](\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Termine di Interazione}} \quad (3).$$

Il primo termine riportato sul lato destro dell'equazione (3) è l'effetto di composizione, che misura le differenze tra le retribuzioni attese riconducibili esclusivamente alle variazioni nella composizione della forza lavoro occupata. Il secondo è l'effetto del coefficiente, che misura la differenza nelle retribuzioni (o i rendimenti delle covariate) se le competenze dei lavoratori vengono mantenute costanti. L'ultimo termine è l'effetto di interazione, che dà conto del fatto che vi è coesistenza di differenze nelle competenze e nei rendimenti.

Il termine di interazione coglie le variazioni nelle retribuzioni che derivano indirettamente da un cambiamento nella composizione della forza lavoro. Un esempio potrebbe essere quello

dell'immigrazione scarsamente qualificata che abbassa il salario medio dei lavoratori domestici (a causa dell'aumento dell'offerta di lavoro nel segmento in questione). Nell'articolo questo termine viene escluso poiché va oltre gli effetti diretti (meccanici) che le variazioni nella composizione dell'occupazione hanno sulla crescita salariale e potrebbe anche cogliere effetti diversi da quelli relativi ai cambiamenti nella composizione dell'occupazione. Ciò è dovuto al fatto che gli shock che si verificano contemporaneamente al cambiamento della composizione potrebbero, in qualche misura, essere riflessi dal termine di interazione. Ad esempio, se uno shock collegato agli sviluppi tecnologici colpisce solo coloro che

percepiscono salari bassi (ossia il gruppo specifico che mostra una variazione nella composizione diversa rispetto agli altri gruppi), tale effetto viene colto dal termine di interazione. Inoltre, in genere questo termine è di modesta entità¹¹⁶ e inciderebbe sui risultati solo in misura marginale. Tuttavia, scegliamo di non includerlo nell'effetto di composizione, in quanto riflette anche un cambiamento endogeno nelle condizioni di mercato dovuto alla modifica della composizione.

4.2 Evidenze per l'area dell'euro

I risultati aggregati relativi all'area dell'euro¹¹⁷ sembrano indicare che all'inizio della crisi gli effetti di composizione abbiano determinato una crescita delle retribuzioni, ma che da allora l'effetto sia diminuito e abbia acquisito segno negativo, contribuendo in tal modo a generare una risposta relativamente contenuta della crescita delle retribuzioni a livello aggregato ai miglioramenti ciclici intervenuti (cfr. grafico 3). Secondo i risultati della configurazione "di base" (cfr. pannello a) del grafico 3), il maggiore contributo positivo degli effetti di composizione alla crescita delle retribuzioni si può osservare tra il 2008 e il 2012, con un apporto pari a oltre 1 punto percentuale, fino a circa 1,5 punti percentuali¹¹⁸. Tali effetti sono diminuiti costantemente da allora, facendo registrare un contributo negativo nel 2015 e nel 2016.

Il principale contributo all'effetto complessivo deriva dalle variazioni nella composizione della struttura per età e per livello di istruzione. Come illustrato nella sezione 3, tale dato è coerente con le variazioni aggregate nella composizione dell'occupazione, fra le quali sono predominanti quelle della struttura per età e per livello di istruzione.

L'impatto decrescente e poi negativo degli effetti di composizione è coerente con il fatto che negli ultimi anni questi hanno contribuito a una crescita salariale contenuta nell'area dell'euro. Pertanto tali effetti potrebbero aver contribuito alla contenuta reazione della crescita salariale alle variazioni cicliche del mercato del lavoro inducendo una crescita delle retribuzioni all'inizio della crisi, mentre la forte ripresa del mercato del lavoro a partire dal 2013 ha frenato tale crescita.

Le varie specificazioni, comprese le qualifiche dei lavoratori, sono utilizzate come verifiche di robustezza, mentre le differenti proxy della durata del rapporto di lavoro sono impiegate come variabili indipendenti. Come prima verifica incrociata, il livello di istruzione viene sostituito dal livello di qualifica in base all'occupazione del lavoratore (cfr. pannello c) nel grafico 3). Ciò è utile nei casi in cui gran parte dei lavoratori svolgono un'occupazione non rispondente al loro livello di istruzione. Con la seconda verifica

¹¹⁶ In media, un ordine di grandezza inferiore rispetto agli altri due termini.

¹¹⁷ I risultati relativi ai paesi dell'area dell'euro sono ponderati per le ore lavorate, desunte dai dati della contabilità nazionale.

¹¹⁸ Le ultime due specificazioni sono riportate anche nel grafico 15 dello studio di Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (a cura di), op. cit. I risultati presentati nel grafico 3 aggiungono i dati raccolti in un ulteriore anno, il 2016. Inoltre, essi sono basati su una metodologia di ponderazione migliorata che non tiene semplicemente conto delle ponderazioni utilizzate nelle indagini, ma utilizza anche le ore lavorate per singole rilevazioni al fine di determinare le ponderazioni nazionali. Tale metodologia riflette in maniera più accurata le ponderazioni nazionali, dal momento che tiene conto delle differenze negli andamenti delle ore lavorate. Benché il profilo complessivo dei risultati non venga influenzato, tale approccio migliorato si traduce in un effetto di segno negativo leggermente maggiore per l'anno 2015 per tutte le specificazioni.

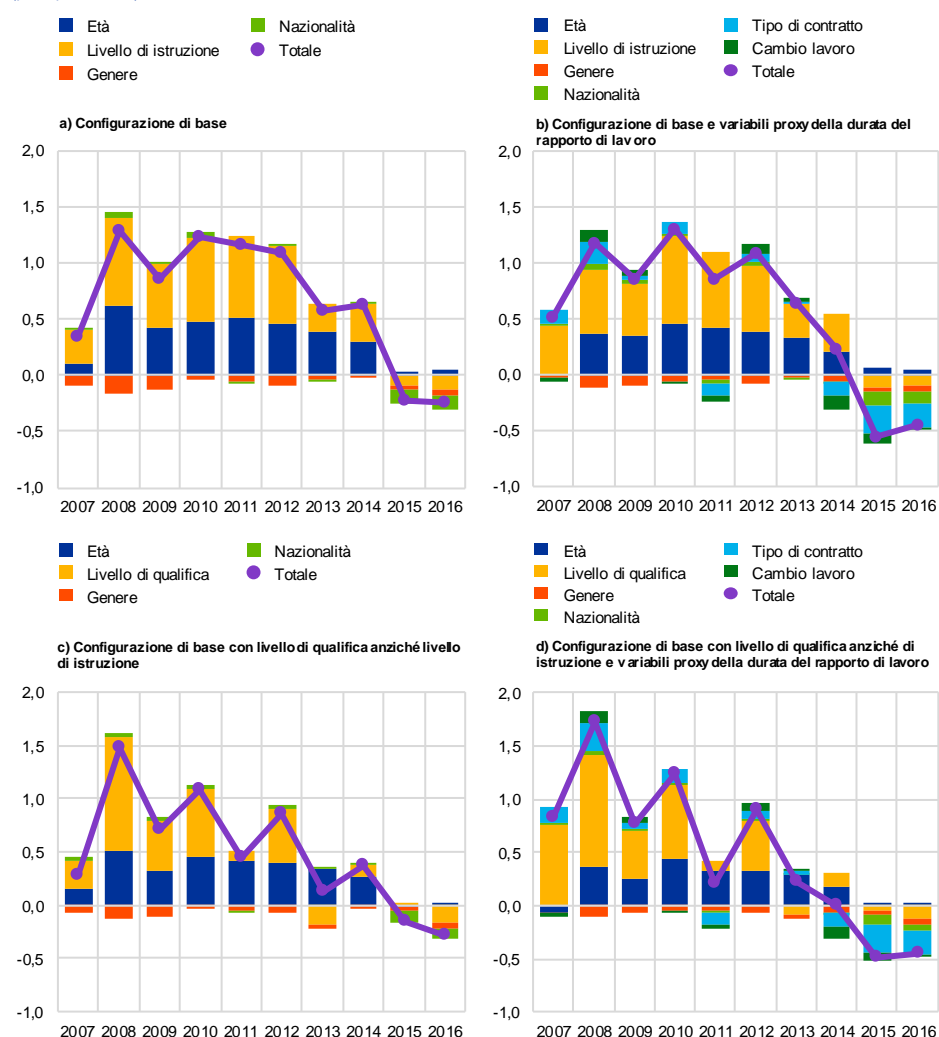
incrociata viene valutato l'impatto dell'aggiunta di variabili proxy della durata del rapporto di lavoro, come ad esempio il fatto che la persona abbia un contratto a tempo determinato o indeterminato o che abbia cambiato lavoro nell'ultimo anno (cfr. i pannelli b) e d) nel grafico 3). Tali variabili proxy vengono aggiunte alla configurazione di base; è tuttavia importante osservare che esse possono dar conto solo in parte del concetto di "durata del rapporto di lavoro", ossia della permanenza in servizio presso lo stesso datore di lavoro.

Grafico 3

Effetti di composizione medi sulla crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro

Resultati ottenuti con quattro differenti specificazioni

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat (indagine EU-SILC) ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati aggregati relativi all'UE ponderati per le ore lavorate.

Sostituendo il livello di istruzione con l'occupazione come proxy del livello di qualifica, l'effetto complessivo diventa più volatile e mostra un profilo meno marcato per molti paesi. Ciò indica che utilizzare l'occupazione come proxy del livello di qualifica nell'indagine EU-SILC sembra avere una rilevanza limitata, elemento in parte attribuibile a fattori legati ai dati. I risultati sono comunque in linea con il profilo generale degli effetti di composizione in termini di segno ed entità.

L'aggiunta di variabili che rappresentano la durata del rapporto di lavoro ha comportato maggiori effetti composizionali di segno negativo negli ultimi anni.

L'effetto è illustrato dai dati riportati nei pannelli b) e d) del grafico 3 e potrebbe essere spiegato dal fatto che nuove assunzioni (potenzialmente con contratti a tempo determinato) caratterizzate da retribuzioni più contenute sono divenute effettive dopo la crisi.

Sono state effettuate diverse ulteriori verifiche, che tuttavia non hanno comportato modifiche sostanziali dei risultati. È stata effettuata un'altra verifica sostituendo la "cittadinanza" con il "paese di nascita", poiché sembrava essere una più valida proxy dell'immigrazione. Tuttavia, poiché nell'indagine EU-SILC le variazioni in termini di cittadinanza e paese di nascita mostrano in larga misura le stesse tendenze, detta sostituzione non ha avuto effetti sui risultati né a livello aggregato dell'area dell'euro né per determinati paesi esaminati¹¹⁹.

4.3 Evidenze derivanti da microdati relative a singoli paesi dell'area dell'euro

A livello nazionale, le nostre analisi mostrano una tendenza generale degli effetti di composizione simile a quella relativa all'insieme dell'area dell'euro, ma con una certa eterogeneità tra paesi in termini di segno ed entità di tali effetti nei singoli anni (cfr. grafico 4).

Nella configurazione comprendente variabili proxy della durata del rapporto di lavoro, gli effetti di composizione sono risultati positivi in tutti i paesi nel 2008 (cfr. la colorazione verde nel grafico 4), per poi registrare una diminuzione tra il 2009 e il 2013. Ciò è in linea con i risultati relativi all'insieme dell'area dell'euro, secondo i quali, all'inizio della crisi, gli effetti composizionali hanno incrementato la crescita delle retribuzioni prima del suo successivo calo. Per molti paesi i risultati hanno cambiato segno nel 2014 e nel 2015 (cfr. la colorazione rossa nel grafico 4). Per alcuni paesi dell'Europa meridionale in particolare (ad esempio Spagna, Portogallo e Italia) sono stati osservati notevoli effetti di composizione, che tuttavia sono diminuiti o addirittura hanno acquisito segno negativo in questi stessi paesi nel 2015 e nel 2016. Anche in questo caso, la variazione di segno si riflette sui dati aggregati per l'area dell'euro ed è determinata in larga misura dai cambiamenti nella composizione per età e livello di istruzione.

La Spagna e l'Italia sembrano fornire il principale contributo all'effetto di composizione aggregato per l'area dell'euro (cfr. grafico 5). Il contributo della Spagna è stato particolarmente significativo nel 2008, per poi diminuire, mentre quello dell'Italia è stato relativamente consistente nel 2012. Nel 2015 e nel 2016 entrambi i paesi hanno registrato effetti composizionali molto negativi, che possono essere spiegati con i rispettivi incrementi dell'occupazione, concentrati ai livelli più bassi della distribuzione dei salari. Questi risultati mostrano che gli effetti della composizione dell'occupazione sembrano essere principalmente influenzati da quelli verificatisi nei paesi che hanno sperimentato i cambiamenti ciclici più rilevanti in termini di occupazione¹²⁰. In linea con questi risultati, la

¹¹⁹ È opportuno osservare che, nella nostra analisi, questa variabile legata all'immigrazione rileva soltanto differenze potenziali relativamente o sostanzialmente marcate rispetto a quanto potrebbe già essere evidenziato utilizzando il livello di istruzione, l'età e le altre caratteristiche.

¹²⁰ L'entità delle variazioni dell'occupazione che hanno caratterizzato questi paesi risente, tra l'altro, dell'elevata percentuale di contratti a tempo determinato (in Portogallo e Spagna essa è pari al 20-25 per cento, mentre in Germania è inferiore al 15 per cento), che consente flussi occupazionali più elevati e una maggiore flessibilità del mercato del lavoro.

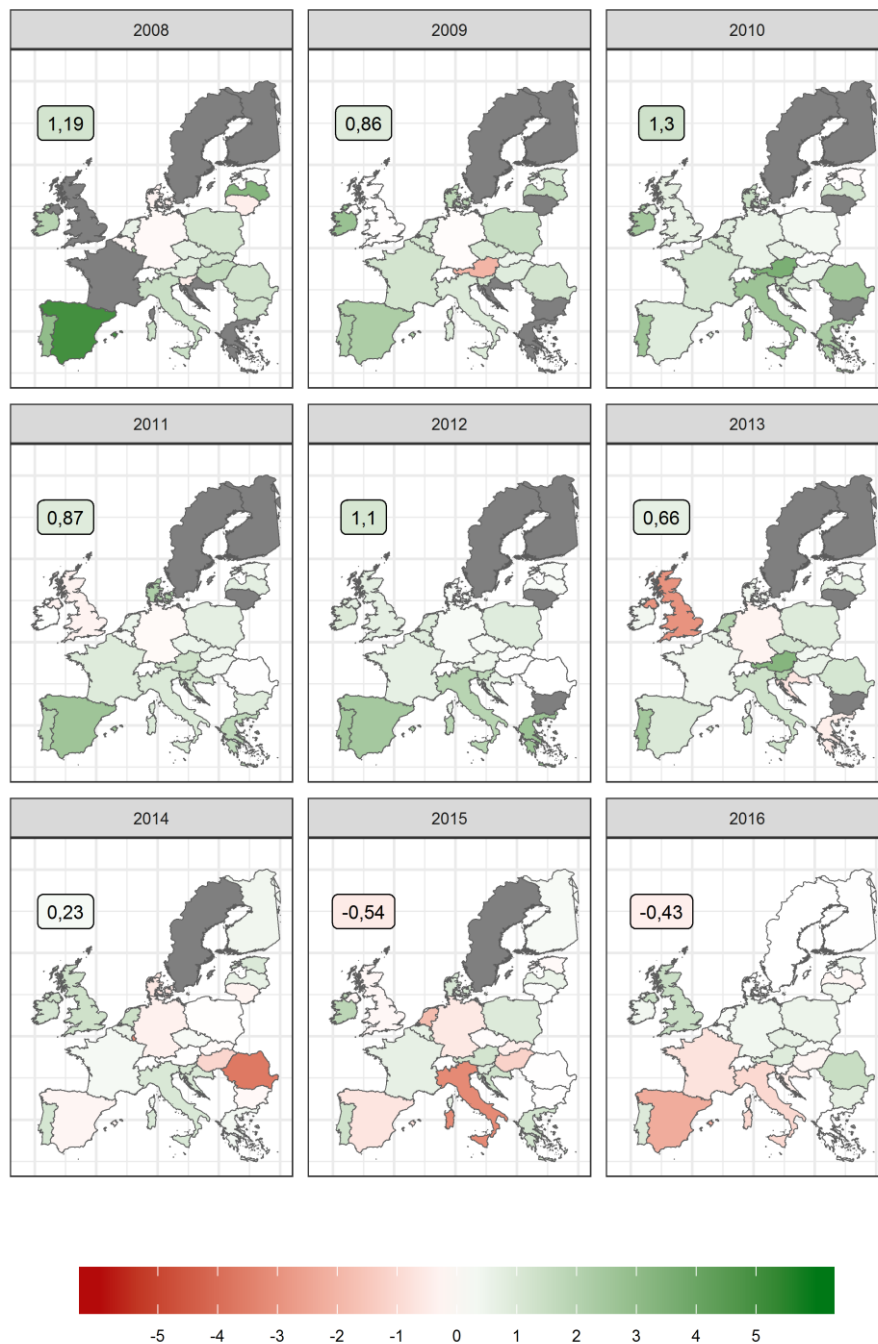
Germania e la Francia sembrano avere registrato effetti di composizione meno marcati, per quanto riguarda l'occupazione complessiva, nel corso dell'intero ciclo.

Grafico 4

Crescita salariale media dell'area dell'euro riconducibile a variazioni nella composizione

Risultati ottenuti per la configurazione comprendente età, livello d'istruzione, genere, nazionalità e proxy della durata del rapporto di lavoro

(punti percentuali, i numeri nelle caselle corrispondono alla media ponderata dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat (indagine EU-SILC) ed elaborazioni della BCE.

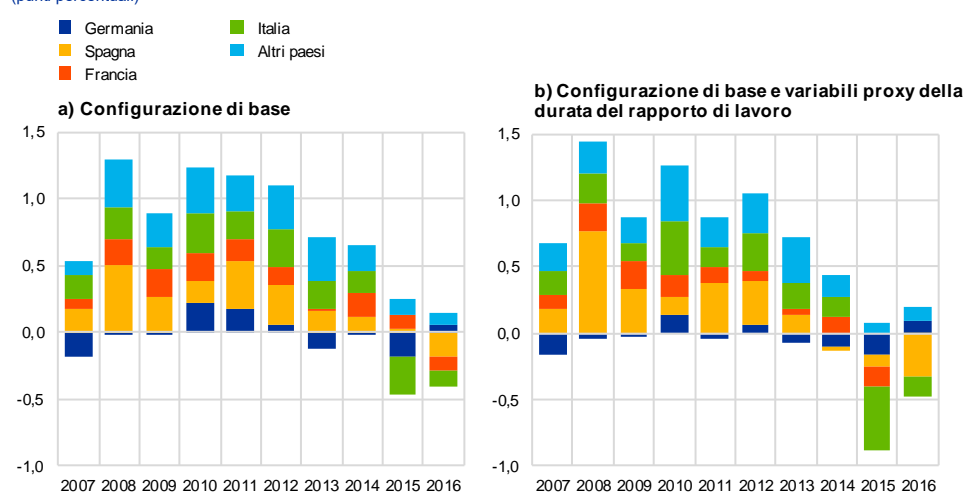
Nota: dati aggregati relativi all'UE ponderati per le ore lavorate. La colorazione grigia indica l'indisponibilità di dati per le aree interessate.

Gli effetti di composizione negativi relativi agli ultimi anni sono dovuti principalmente all'istruzione e all'effetto ridotto dell'età. In particolare in Spagna e in Italia, i due paesi che più esercitano un effetto di composizione negativo, l'istruzione ha l'impatto maggiore, dato che vi è un più marcato incremento dell'occupazione tra i lavoratori con un livello di istruzione più basso. Inoltre, l'incidenza del profilo per età ha acquisito segno negativo per entrambi i paesi negli ultimi due anni, mentre in precedenza aveva un forte effetto positivo.

Grafico 5

Contributi nazionali agli effetti di composizione sulla crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Nota: elaborazioni della BCE.

I risultati ottenuti sono coerenti con gli studi condotti su singoli paesi, come l'Italia e la Spagna. L'analisi evidenzia effetti di composizione positivi rilevanti in Italia¹²¹ e Spagna¹²² nel periodo 2008-2013¹²³.

Riquadro 4

Variazioni nella composizione della forza lavoro secondo l'indagine EU-LFS

a cura di Katalin Bodnár e Friderike Kuik

Il presente riquadro mira a verificare la misura in cui i risultati relativi alle variazioni della composizione nell'occupazione, evidenziati dai dati raccolti nell'indagine dell'UE su reddito e sulle condizioni di vita (EU Survey on Income and Living Conditions EU-SILC), sono coerenti con i dati emersi dall'indagine sulle forze di lavoro (EU Labour Force Survey, EU-LFS). Oltre a questo controllo di robustezza, i dati dell'indagine sulle forze di lavoro – che, contrariamente a quelli dell'indagine EU-SILC, sono già disponibili per il 2017 e

¹²¹ Cfr., ad esempio, D'Amuri, F., *Composition effects and average wage dynamics in Italy*, Mimeo, 2014, e Adamopoulou, E., Bobrowbio, E., De Philippis, M. e Giorgi, F., "Allocative Efficiency and Aggregate Wage Dynamics in Italy", *Occasional Paper Series*, Banca d'Italia, 2016.

¹²² Cfr., ad esempio, Puente, S. e Galán, S., "Analysis of Composition Effects on Wage Behaviour", *Economic Bulletin, Banco de España*, 2014, e Orsini, K., "Wage Adjustment in Spain: Slow, Inefficient and Unfair?" *ECFIN Country Focus*, Commissione europea, 2014.

¹²³ L'impatto dell'immigrazione sulla crescita delle retribuzioni è oggetto di trattazione in "Wage growth in Germany: assessment and determinants of recent developments", *Monthly Report, Deutsche Bundesbank*, aprile 2018, pag.18.

il 2018 – consentono anche di esaminare i recenti andamenti nella composizione dell'occupazione e di valutare in via preliminare le loro possibili ripercussioni sulla crescita delle retribuzioni nel 2017 e nel 2018.

L'indagine sulle forze di lavoro dell'UE consiste in una serie di microdati che forniscono informazioni dettagliate sulla composizione dell'occupazione utilizzando diverse caratteristiche (cfr. riquadro 2). Si tratta di un'indagine presso le famiglie svolta in modo armonizzato in tutti i paesi dell'area dell'euro. A un campione rappresentativo di persone viene chiesto regolarmente quali siano il loro status sul mercato del lavoro, le loro caratteristiche personali e le caratteristiche della loro occupazione (per coloro che risultano occupati). Tale serie di dati è utilizzata regolarmente per monitorare la composizione della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro, ma non fornisce informazioni armonizzate sulle retribuzioni¹²⁴. Poiché l'indagine EU-LFS è rappresentativa delle forze di lavoro, un confronto tra la composizione dell'occupazione in questa serie di dati e quella che emerge dall'indagine EU-SILC costituisce un importante controllo di robustezza dei risultati riportati nell'articolo¹²⁵.

Come nel caso dei dati dell'indagine EU-SILC, anche i dati dell'indagine EU-LFS mostrano notevoli variazioni nella composizione della forza lavoro nell'area dell'euro. La variazione più evidente concerne la composizione per età dell'occupazione. Per via degli andamenti demografici e di un aumento significativo del tasso di partecipazione alla forza lavoro, i lavoratori più anziani (ossia quelli di età superiore ai 55 anni) rappresentano una quota crescente degli occupati dell'area dell'euro, passata da circa il 12 al 20 per cento dal 2006¹²⁶. Al tempo stesso, anche la quota dei lavoratori più qualificati è aumentata notevolmente, di circa 10 punti percentuali, mentre quella dei lavoratori meno qualificati è diminuita. La composizione dell'occupazione per genere è pressoché equamente ripartita, dal momento che l'offerta di lavoro da parte delle donne è aumentata considerevolmente, anche se gran parte di questa variazione si è verificata prima del 2013. L'indagine sulle forze di lavoro evidenzia anche un aumento della percentuale di lavoratori che hanno la cittadinanza di Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Sulla base delle caratteristiche dei contratti e delle mansioni svolte, si può osservare che negli anni fino al 2018 si è verificata una moderata transizione verso posizioni temporanee e occupazioni che richiedono livelli di qualifiche più elevati.

Nel complesso, l'evoluzione delle caratteristiche individuali dei lavoratori, quale rilevata dall'indagine sulle forze di lavoro, conferma il quadro delineato dai dati dell'indagine sul reddito e sulle condizioni di vita. Le due serie di dati definiscono scenari molto simili, sia per quanto concerne la composizione dell'occupazione in funzione delle caratteristiche individuali, sia in termini di variazioni del periodo di tempo per cui entrambi sono disponibili (cfr. grafico A). Ad esempio, sebbene l'indagine EU-LFS evidenzia una percentuale di lavoratori con un livello di istruzione elevato leggermente più alto rispetto a quanto emerso dall'indagine EU-SILC, la variazione di tale percentuale nel tempo è molto simile nei due casi. Le differenze

¹²⁴ Benché venga utilizzata ai fini di una disaggregazione dettagliata dei dati sull'occupazione, l'indagine sulle forze di lavoro non è la principale fonte di informazioni sui livelli occupazionali nell'economia, costituita invece dalla contabilità nazionale. Anche se le dinamiche di questi due gruppi di statistiche sono simili, i livelli di occupazione e i tassi di crescita cumulati che ne risultano sono lievemente diversi per motivi metodologici. Per una spiegazione dettagliata cfr. il testo "[Relation between employment in the labour force survey and in national accounts](#)" pubblicato da Eurostat.

¹²⁵ Mentre l'analisi nel testo principale non tiene conto del lavoro autonomo, il raffronto fra la serie di dati risultante dall'indagine sulle forze di lavoro e quella fornita dall'indagine sul reddito e sulle condizioni di vita contenuto nel presente riquadro è essenzialmente basato su dati relativi all'occupazione, compreso il lavoro autonomo. La ragione fondamentale di tale differenza tra il riquadro e il testo principale è che nei dati dell'indagine sulle forze di lavoro non sono disponibili tutte le scomposizioni relative all'occupazione, tra cui quelle comprendenti il lavoro autonomo. Ciò non dovrebbe tuttavia pregiudicare l'affidabilità del controllo di robustezza illustrato in questo riquadro, che contiene un'analisi coerente dell'occupazione, compreso il lavoro autonomo, svolta utilizzando sia i dati dell'indagine EU-LFS sia quelli dell'indagine EU-SILC. Inoltre, un confronto con i dati di quest'ultima mostra che l'inclusione del lavoro autonomo ha un effetto molto contenuto sul quadro complessivo.

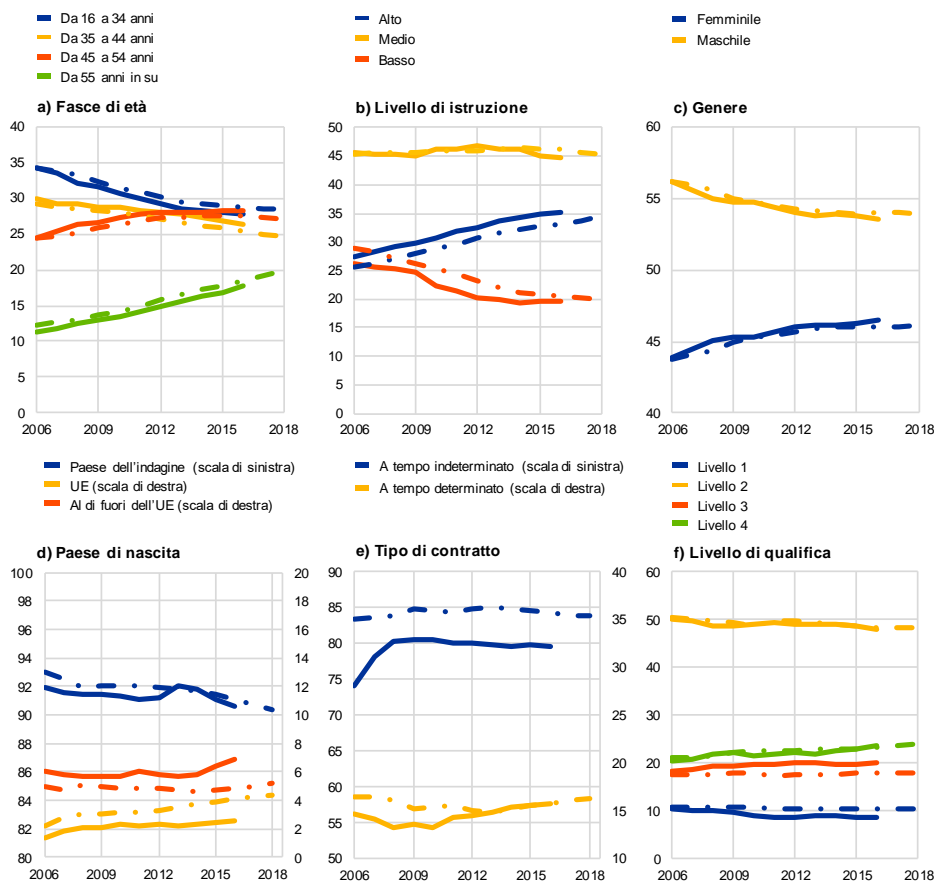
¹²⁶ Cfr. il riquadro [Variazioni nella composizione che hanno contribuito alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa](#), nel numero 8/2018 di questo Bollettino.

che permangono tra i due insiemi di dati potrebbero essere attribuibili a differenze nella definizione delle variabili, nei campioni e nei metodi di campionamento e ad altri fattori come la mancanza di dati in alcuni casi¹²⁷.

Grafico A

Composizione dell'occupazione per caratteristiche dei lavoratori in base all'indagine EU-LFS e all'indagine EU-SILC

(indagine EU-SILC = linea continua; indagine EU-LFS = linea tratteggiata)



Fonti: Eurostat (indagini EU-SILC ed EU-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati aggregati relativi all'area dell'euro ponderati per le ore lavorate; le cifre che non assommano al totale del 100 per cento indicano una mancanza di dati. La scomposizione in base al tipo di contratto (a tempo determinato o indeterminato) si riferisce ai soli lavoratori dipendenti, mentre le altre scomposizioni tengono conto dell'occupazione complessiva (che comprende lavoratori dipendenti, lavoratori autonomi e familiari che contribuiscono al reddito). La prima categoria, per quanto riguarda l'età, comprende persone tra i 15 e i 34 anni nell'indagine EU-LFS e tra i 16 e i 34 anni nell'indagine EU-SILC.

Dati più recenti emersi dall'indagine sulle forze di lavoro indicano che alcune variazioni nella composizione dell'occupazione, per le quali non sono ancora disponibili i dati dell'indagine sul reddito e sulle condizioni di vita, si protraggono dal 2016 (cfr. grafico A). Ad esempio, la percentuale di lavoratori più anziani ha continuato ad aumentare, mentre quella di lavoratori con livelli di istruzione e qualifiche inferiori ha continuato a diminuire. Secondo i microdati utilizzati nel presente articolo, tali tendenze costituiscono le principali determinanti delle variazioni nella composizione in termini di dinamiche salariali aggregate. Pertanto, il protrarsi di dette tendenze suggerisce che è ancora possibile riscontrare alcuni effetti di composizione nelle dinamiche salariali che hanno contraddistinto gli anni più recenti. Tuttavia, sotto alcuni aspetti (in termini di genere, ad esempio) la composizione dell'occupazione non ha registrato notevoli

¹²⁷ Ad esempio, nell'indagine su reddito e sulle condizioni di vita, per alcuni paesi e per alcuni anni, manca fino al 50 per cento delle informazioni relative al tipo di contratto (permanente/temporaneo).

variazioni negli ultimi anni. Nel complesso, le variazioni più contenute, in particolare se confrontate con i primi anni della crisi, sembrano indicare che gli effetti di composizione sulla crescita delle retribuzioni potrebbero essere stati relativamente limitati nel 2017 e nel 2018 e probabilmente non hanno costituito una determinante significativa della ripresa relativamente sostenuta della crescita salariale nell'area dell'euro in quel periodo. Tuttavia, questi elementi possono essere considerati solo come evidenze preliminari, da riesaminare non appena saranno disponibili i dati dell'indagine EU-SILC per il 2017 e il 2018.

5 Conclusioni

Dal 2007 nell'area dell'euro si sono verificate significative variazioni nella composizione dell'occupazione. La percentuale di lavoratori più anziani e più istruiti è aumentata, mentre quella dei lavoratori più giovani e con un livello di istruzione più basso è diminuita. Tali andamenti sono in parte attribuibili a tendenze di più lungo termine (cambiamenti demografici, riforme dei sistemi pensionistici, tendenza all'aumento del livello di istruzione, ecc.), ma possono essere correlati anche agli andamenti ciclici di alcuni paesi: i lavoratori più giovani e meno istruiti/qualificati sono stati i primi a perdere il lavoro durante la crisi, fattore che ha contribuito a un ulteriore incremento della percentuale di lavoratori più anziani e con un livello di istruzione più elevato. Tali tendenze sono confermate sia dai dati dell'indagine sulle forze di lavoro, sia da quelli dell'indagine su reddito e sulle condizioni di vita.

Queste variazioni nella composizione dell'occupazione sembrano aver determinato un aumento delle retribuzioni durante la crisi e contribuito a una loro crescita contenuta negli ultimi anni. Una scomposizione basata sul metodo di Oaxaca-Blinder applicata ai microdati dell'indagine sul reddito e sulle condizioni di vita evidenzia che questi effetti di composizione sono stati più marcati tra il 2008 e il 2012, per poi acquisire segno negativo nel 2015 e nel 2016.

Un'analisi per paese degli effetti di composizione mostra una tendenza generale simile a quella riscontrata per l'insieme dell'area dell'euro, ma con una certa eterogeneità tra paesi per quanto concerne l'entità di tali effetti nei singoli anni. La Spagna e l'Italia sembrano aver contribuito maggiormente all'effetto di composizione aggregato nell'area dell'euro, mentre l'apporto della Germania e della Francia è stato limitato per quanto riguarda l'occupazione totale.

Nel complesso, i risultati mostrano una certa robustezza fra le differenti specificazioni utilizzate nella scomposizione e le variazioni nella composizione dell'occupazione si riflettono anche in diverse serie di microdati. Ciò indica che i principali andamenti degli effetti di composizione relativi all'area dell'euro sembrano essere in generale ben rappresentati dalle analisi illustrate nel presente articolo.

La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi

a cura di Kyriacos Lambrias e Adrian Page

Il presente articolo esamina la capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE per l'area dell'euro nel quadro di elevata volatilità macroeconomica e incertezza affermatosi a partire dalla crisi finanziaria.

Esso illustra che nel tempo si è registrata una notevole variabilità negli errori di previsione. Per quanto riguarda le proiezioni di crescita del PIL in termini reali, gli errori che durante la crisi del debito sovrano si sono dimostrati significativi sono diventati più contenuti negli ultimi anni. Nel caso dell'inflazione complessiva, ad avere un ruolo preponderante nel determinare gli errori, come avvenuto durante gli anni precedenti la crisi, sono state le fluttuazioni impreviste dei corsi petroliferi, che vengono incorporate nelle proiezioni macroeconomiche tenendo conto dell'andamento dei prezzi dei contratti future per il petrolio. D'altro canto, dal 2013 in poi l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto dei beni energetici e alimentari è stata costantemente sovrastimata. Sebbene tali errori di proiezione possano anche essere in parte imputabili alle ipotesi tecniche sottostanti alle diverse proiezioni macroeconomiche, a svolgere un ruolo chiave in momenti diversi hanno concorso anche altri fattori (come errori di modellizzazione e variazioni nelle relazioni o nelle valutazioni economiche). La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE si è rivelata sostanzialmente simile a quella delle altre istituzioni internazionali e dei previsori del settore privato, suggerendo l'esistenza di elementi comuni alla base degli errori di previsione. Tra questi figurerebbero degli shock economici che per la loro natura non erano anticipabili da parte dei previsori e dei fattori che hanno acquisito rilevanza dall'inizio della crisi finanziaria, tra i quali, inter alia, l'adozione di alcune riforme strutturali, le variazioni nel rapporto tra capacità inutilizzata e prezzi, la globalizzazione e la digitalizzazione. L'articolo è strutturato come segue: la sezione 1 illustra le metodologie di elaborazione/compilazione delle proiezioni macroeconomiche; la sezione 2 fornisce una panoramica degli errori nelle proiezioni del PIL in termini reali e dell'inflazione misurata sullo IAPC dal 2010¹²⁸; la sezione 3 esamina alcune fonti di errore e la sezione 4 presenta un raffronto con la capacità predittiva di alcune altre istituzioni e dei principali previsori del settore privato.

1 Introduzione

Ogni trimestre la BCE pubblica le proiezioni relative alla crescita del PIL in termini reali, all'inflazione e a una serie di altre variabili macroeconomiche che forniscono un contributo imprescindibile al processo decisionale in materia di politica monetaria¹²⁹.

¹²⁸ Il presente articolo si concentra sul periodo successivo alla crisi finanziaria, dal 2010 in poi. Come per la maggior parte degli altri previsori, le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti per l'anno 2009 hanno rappresentato una evidente anomalia nella serie storica delle stime e, in quanto tali, sono state approfondite in altre trattazioni. Cfr. ad esempio, Kenny, G. e Morgan, J., "Some lessons from the financial crisis for the economic analysis", *Occasional Paper Series*, n. 130, BCE, ottobre 2011.

¹²⁹ Per ulteriori informazioni sulle proiezioni macroeconomiche, cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016.

A marzo e a settembre tali [proiezioni macroeconomiche](#) sono formulate dagli esperti della BCE, mentre a giugno e a dicembre sono elaborate congiuntamente da questi ultimi e dagli esperti di tutte le banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Le proiezioni sono pubblicate per l'anno solare in corso e per i due anni successivi¹³⁰ e combinano in maniera coerente tutte le informazioni disponibili sulla base di un'ampia gamma di modelli econometrici e di ipotesi di natura tecnica concordate a livello di Eurosistema (ad esempio sui corsi petroliferi, i tassi di cambio e quelli di interesse), eventualmente integrate dalle valutazioni degli esperti. È opportuno ricordare che le proiezioni non sono approvate dal Consiglio direttivo, né riflettono necessariamente i suoi orientamenti sulle prospettive per l'area dell'euro. Rispecchiano, al contrario, le opinioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Tuttavia contribuiscono in misura determinante al processo decisionale in materia di politica monetaria ed è fondamentale che forniscano indicazioni affidabili circa i più probabili andamenti economici futuri.

La valutazione periodica¹³¹ della capacità predittiva delle proiezioni assolve due finalità principali. In primo luogo, individuare dei pattern ricorrenti negli errori previsivi e comprendere le ragioni per cui si è incorso in tali inesattezze può contribuire al miglioramento delle proiezioni future. Ad esempio, il ripetersi di errori aventi lo stesso segno potrebbe indicare che i modelli econometrici utilizzati per elaborare le proiezioni non colgono alcuni cambiamenti strutturali dell'economia e che probabilmente i modelli o gli strumenti utilizzati necessitano di alcuni aggiustamenti. In secondo luogo, gli errori di previsione passati possono fornire un'indicazione del grado di incertezza che caratterizza le proiezioni su orizzonti futuri differenti¹³².

2 Errori nelle proiezioni del PIL in termini reali e dell'inflazione misurata sullo IAPC

Durante la crisi del debito sovrano la crescita del PIL è stata fortemente sovrastimata, ma negli ultimi anni l'accuratezza delle proiezioni è migliorata. Il grafico 1 mostra le proiezioni della crescita media annua del PIL in termini reali per ciascuno degli esercizi trimestrali di proiezione macroeconomica a partire dal 2010, unitamente ai dati effettivi. Per ogni anno sono riportate dodici proiezioni: dalla proiezione prodotta nel primo trimestre due anni prima dell'anno di riferimento alla proiezione prodotta nell'ultimo trimestre dell'anno di riferimento. Le proiezioni prodotte nell'ultimo trimestre dell'anno che precede l'anno di riferimento sono indicate con un punto (ad esempio, le proiezioni prodotte nel quarto trimestre del 2014 per l'anno 2015). Si tratta dell'ultimo esercizio previsivo per il quale non

¹³⁰ Dal 2017 l'orizzonte di previsione è stato esteso in maniera tale che le proiezioni pubblicate nel mese di dicembre includano l'anno in corso e i successivi tre anni solari.

¹³¹ Per una precedente analisi della capacità previsiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, cfr. l'articolo [Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema](#), nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE e, più recentemente, Konogeorgos, G. e Lambrias, K., "An analysis of the Eurosystem/ECB projections", *Working Paper Series*, n. 2291, BCE, giugno 2019, che fornisce una valutazione approfondita delle proiezioni macroeconomiche degli esperti su un arco temporale più lungo (dal 1999 al 2018) utilizzando un insieme di test statistici formali.

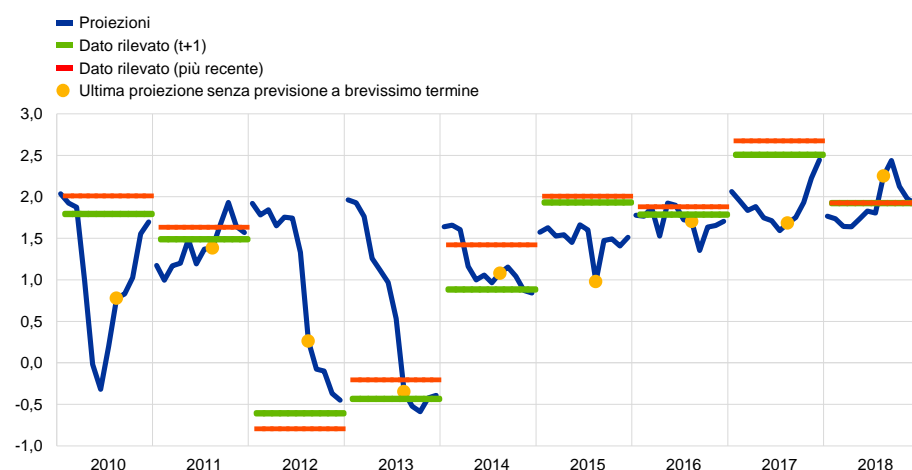
¹³² Oltre alle stime puntuali, la BCE pubblica degli intervalli previsivi per le proiezioni di inflazione e di crescita del PIL in termini reali. Tali intervalli sono costruiti sulla base di errori nelle proiezioni rilevati nel passato. Per ulteriori dettagli, cfr. [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#), BCE, dicembre 2009.

sono disponibili indicatori quantitativi o qualitativi per l'anno oggetto di previsione¹³³. Poiché i dati economici, in particolare le stime del PIL, tendono a essere rivisti, il grafico 1 mostra due risultati: la serie (vintage) dei dati effettivi disponibile un anno dopo la pubblicazione iniziale e quella più recente. Come atteso, nella maggior parte dei casi le proiezioni sono divenute progressivamente più accurate al ridursi dell'orizzonte di previsione e all'aumentare delle informazioni disponibili. Fa eccezione il 2010, per il quale le proiezioni iniziali prodotte nel 2008 erano abbastanza precise, ma sono state riviste al ribasso in misura significativa con l'inizio della crisi finanziaria nel 2009 e poi nuovamente al rialzo con l'affermarsi della ripresa. Dopo il 2010 gli errori più consistenti sono derivati dall'intensificarsi della crisi del debito sovrano tra il 2012 e il 2013, che ha determinato una crescita molto più debole del previsto. Negli anni successivi, sebbene l'accuratezza delle proiezioni relative alla crescita sia di gran lunga migliorata, si è registrata una tendenza alla sua sottostima, in particolare per il 2017. Tale tendenza è stata esacerbata dalle continue revisioni al rialzo dei dati ufficiali (come illustrato nel grafico 1 dal divario tra il dato effettivo rilevato a un anno dalla sua pubblicazione iniziale e quello relativo alla pubblicazione più recente).

Grafico 1

Proiezioni e dati effettivi relativi alla crescita del PIL in termini reali dal 2010

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi)



Fonti: proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e serie storiche dei dati ufficiali pubblicati dall'Eurostat. Note: "Dato rilevato (t+1)" si riferisce al dato ufficiale per l'anno disponibile a un anno dalla sua pubblicazione iniziale. "Dato rilevato (più recente)" si riferisce al dato ufficiale attualmente disponibile per l'anno. Per ciascun anno sono riportate dodici proiezioni, a partire da quelle prodotte nel primo trimestre dell'anno t-2 fino a quelle del quarto trimestre dell'anno t. I punti gialli (ultima proiezione senza il supporto di metodi di nowcasting) indicano la proiezione effettuata nel quarto trimestre dell'anno precedente, ossia l'ultima proiezione per la quale non risultavano disponibili indicatori quantitativi o qualitativi per l'anno oggetto di proiezione.

Le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno sottostimato l'inflazione misurata sullo IAPC nella prima parte del campione e sovrastimato la stessa tra il 2013 e il 2016, dimostrandosi tuttavia sostanzialmente accurate negli anni più recenti. Il grafico 2 mostra le proiezioni e l'inflazione effettiva misurata sullo IAPC a partire dal 2010. Le proiezioni elaborate dopo la crisi finanziaria hanno considerevolmente sottostimato l'inflazione, che secondo le previsioni sarebbe dovuta diminuire in misura più accentuata in risposta all'aumentata capacità produttiva inutilizzata

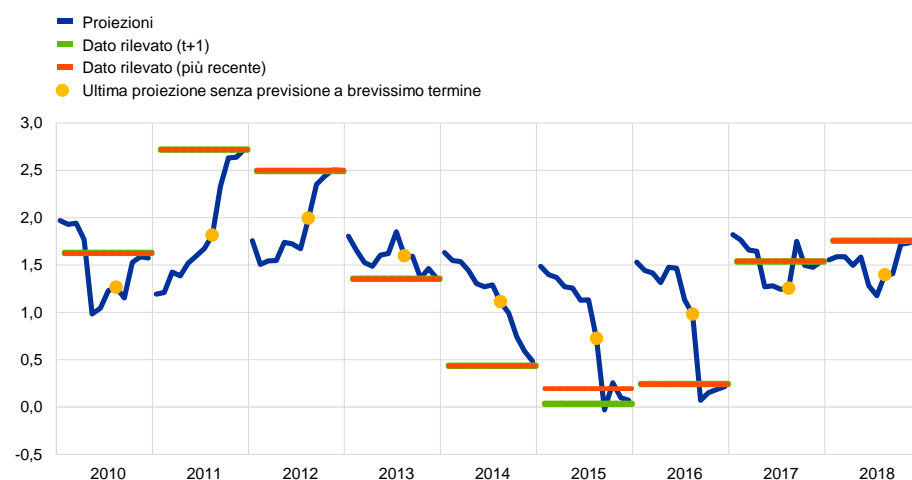
¹³³ Le proiezioni successive sono elaborate a partire da quantità sempre maggiori di dati sugli andamenti economici per l'anno in questione (inclusi gli indicatori di breve periodo che consentono l'utilizzo di strumenti di previsione a brevissimo termine, quali il c.d. nowcasting, e le informazioni trimestrali sul PIL). In genere, com'è prevedibile, includere maggiori informazioni contribuisce a migliorare sensibilmente l'accuratezza delle proiezioni.

che ha caratterizzato le economie avanzate durante questo periodo¹³⁴. Negli anni successivi, in particolare tra il 2014 e il 2016, l'inflazione ha costantemente sorpreso al ribasso. In ciascun anno le proiezioni iniziali si sono attestate intorno all'1,5 per cento, ma sono state costantemente riviste al ribasso alla luce, in particolare, del brusco calo dei corsi petroliferi, che ha determinato livelli dell'inflazione compresi tra circa lo 0,2 e lo 0,5 per cento tra il 2014 e il 2016. Più recentemente, nel 2017 e nel 2018, i dati dell'inflazione realizzata hanno mostrato di essere maggiormente allineati alle proiezioni.

Grafico 2

Proiezioni e dati effettivi relativi all'inflazione misurata sullo IAPC dal 2010

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi)



Fonti: proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e serie storiche dei dati ufficiali pubblicati dall'Eurostat. Note: "Dato rilevato (t+1)" si riferisce al dato ufficiale per l'anno disponibile a un anno dalla sua pubblicazione iniziale. "Dato rilevato (più recente)" si riferisce al dato ufficiale attualmente disponibile per l'anno. Per ciascun anno sono riportate dodici proiezioni, a partire da quelle prodotte nel primo trimestre dell'anno t-2 fino a quelle del quarto trimestre dell'anno t. I punti gialli (ultima proiezione senza il supporto di metodi di nowcasting) indicano la proiezione effettuata nel quarto trimestre dell'anno precedente, ossia l'ultima proiezione per la quale non risultavano disponibili indicatori quantitativi o qualitativi per l'anno oggetto di proiezione.

3 Fonti degli errori nelle proiezioni

La presente sezione esamina alcuni dei fattori principali alla base degli errori nelle proiezioni relative a crescita e inflazione. Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE sono subordinate a una serie di ipotesi tecniche che possono svolgere un ruolo importante nella spiegazione degli errori verificatisi. Le ipotesi principali sono quelle relative ai prezzi delle materie prime (come i prezzi del petrolio) e alle ipotesi finanziarie (come i tassi di interesse e le quotazioni azionarie), che sono basate sulle aspettative del mercato, insieme alle ipotesi sui tassi di cambio, che sono mantenute costanti nell'orizzonte di proiezione¹³⁵. Le proiezioni per l'area dell'euro dipendono anche dalle valutazioni degli esperti sulle prospettive per il contesto internazionale, che possono costituire un'ulteriore fonte di errore. Ai fini del presente articolo, gli errori sono definiti come il dato effettivo al netto della proiezione, per cui un errore positivo indica un dato rilevato

¹³⁴ Cfr. ad esempio: "The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?", *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2013, capitolo 3.

¹³⁵ Per ulteriori dettagli sul modo in cui sono costruite le proiezioni, cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, op. cit.

superiore rispetto alla proiezione (ossia una sottostima), mentre un errore negativo è indice di un dato effettivo inferiore rispetto alla stima puntuale (ossia una sovrastima).

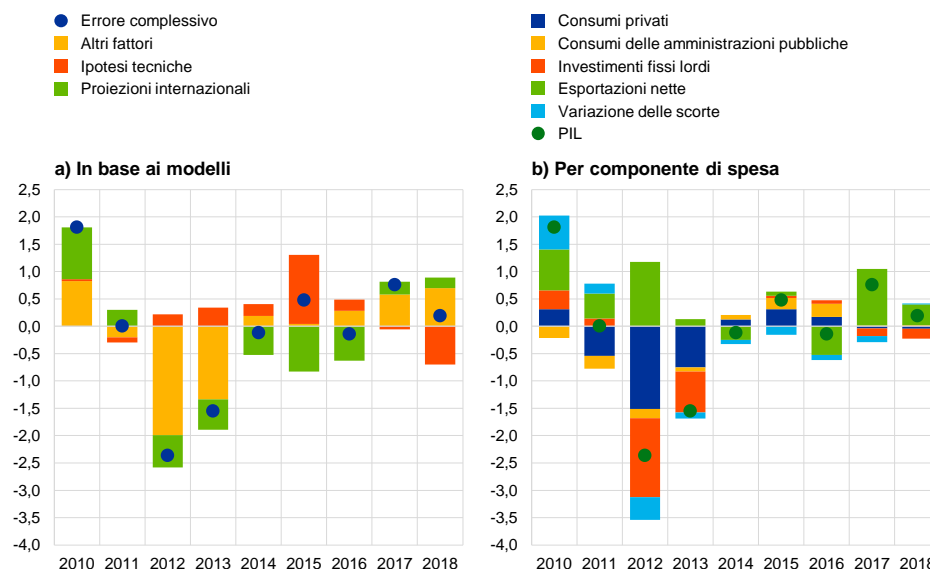
Gli errori contenuti nelle previsioni sugli andamenti internazionali e le ipotesi tecniche spiegano solo in parte gli errori nelle proiezioni compiuti in relazione alla crescita del PIL in termini reali. Il grafico 3 scompone gli errori nelle proiezioni formulate in marzo per l'anno solare successivo. L'orizzonte di proiezione sottostante a tali proiezioni è pari a due anni, poiché i dati ufficiali relativi al PIL sono di norma disponibili fino al quarto trimestre dell'anno precedente. Il pannello a) utilizza le elasticità ricavate dai modelli macroeconomici dell'Eurosistema per scomporre gli errori in ciò che può essere riconducibile a 1) errori nelle ipotesi tecniche; 2) errori sulle prospettive relative al contesto internazionale; 3) tutti gli altri fattori. La scomposizione mostra che gli errori nelle ipotesi tecniche hanno avuto un ruolo limitato nel determinare gli errori delle proiezioni di crescita del PIL, con l'eccezione del 2015, quando il brusco calo dei corsi petroliferi ha dato un impulso inatteso alla crescita, e del 2018, quando l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nel corso del 2017 e all'inizio del 2018 ha gravato sulle esportazioni. Gli errori nelle proiezioni internazionali (ossia la domanda estera dell'area dell'euro) spiegano in parte la sottostima della crescita per il 2010 e il 2017, anni in cui le esportazioni dell'area dell'euro sono notevolmente aumentate. Tra il 2012 e il 2016 il commercio mondiale è stato costantemente più debole del previsto, ma l'impatto sulle proiezioni di crescita è stato in parte compensato da altri errori di segno opposto derivanti dalle ipotesi tecniche. La sovrastima del commercio internazionale, in particolare per le economie emergenti, è stata in parte legata a un cambiamento strutturale dell'intensità degli scambi nell'attività economica mondiale. Tali cambiamenti strutturali sono difficili da prevedere in tempo reale, ma le proiezioni a partire dal 2016 sono ancorate all'orientamento secondo cui, nel medio termine, le importazioni mondiali cresceranno a un ritmo sostanzialmente simile a quello dell'attività internazionale¹³⁶. A partire da quell'anno le proiezioni relative al commercio mondiale si sono dimostrate più precise. Gli "altri fattori" nel grafico 3 si riferiscono a tutte le altre fonti di errore, tra cui la non corretta specificazione dei modelli, i fattori interni, quali le politiche fiscali, strutturali e monetarie (oltre agli effetti colti dalle ipotesi tecniche) e le valutazioni introdotte dagli esperti. Nella maggior parte dei casi, gli errori nelle proiezioni internazionali muovono nella stessa direzione degli altri errori e ciò può rispecchiare degli effetti indiretti indotti da quelli diretti legati all'interscambio commerciale. Ad esempio, gli shock alle prospettive mondiali potrebbero anche aver esercitato un impatto negativo sul clima di fiducia a livello interno, comportando una contrazione della domanda interna.

¹³⁶ L'elasticità del commercio mondiale al reddito si era ridotta nel periodo successivo alla crisi, in un contesto caratterizzato da variazioni nella composizione della struttura degli scambi e dal minore slancio impresso dai fattori strutturali di più lungo periodo che avevano precedentemente trainato la rapida crescita del commercio mondiale, come la liberalizzazione degli scambi, l'espansione delle catene globali del valore e la riduzione dei dazi e dei costi di trasporto. Cfr. ad esempio, IRC Trade Task Force, "[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

Grafico 3

Scomposizione degli errori nelle proiezioni di crescita del PIL in termini reali formulate in marzo per l'anno solare successivo

(punti percentuali)



Fonte: proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE.

Note: gli errori sono definiti come la differenza tra il dato rilevato, disponibile a un anno dalla pubblicazione iniziale, e la proiezione. Le ipotesi tecniche si riferiscono al contributo all'errore complessivo determinato dagli errori nelle ipotesi relative ai prezzi del petrolio, ai tassi di cambio, ai tassi di interesse e alle quotazioni azionarie. Le proiezioni internazionali si riferiscono al contributo all'errore complessivo dato dagli errori nelle proiezioni formulate dalla BCE per la domanda estera dell'area dell'euro. I contributi degli errori nelle ipotesi tecniche e nel contesto internazionale sono calcolati utilizzando le elasticità ricavate dai modelli macroeconomici impiegati dagli esperti dell'Eurosistema per elaborare le proiezioni macroeconomiche.

Per ciò che concerne gli errori commessi nelle proiezioni per le componenti di spesa del PIL, durante la crisi del debito sovrano si sono registrate sovrastime generalizzate, mentre gli errori recenti hanno prevalentemente riguardato le esportazioni nette. Il pannello b) del grafico 3 mostra una scomposizione basata sui contributi all'errore complessivo nella proiezione del tasso di crescita del PIL in termini reali, dati dagli errori previsivi nelle componenti della spesa. Nel 2012 e nel 2013 tutte le componenti della domanda interna si sono rivelate più deboli del previsto, mentre la sorpresa negativa nell'ambito delle importazioni è stata superiore a quella relativa alle esportazioni, determinando un contributo delle esportazioni nette più positivo rispetto alle attese. Negli anni successivi le componenti della domanda interna sono state lievemente più solide del previsto, sostenute dal citato calo dei corsi petroliferi, nonché da diversi interventi di politica monetaria che hanno ridotto i costi di finanziamento per famiglie e imprese. Più di recente gli errori nelle proiezioni sono stati dominati dal contributo delle esportazioni nette, che hanno sorpreso al ribasso nel 2016 e al rialzo nel 2017 e (in misura minore) nel 2018¹³⁷.

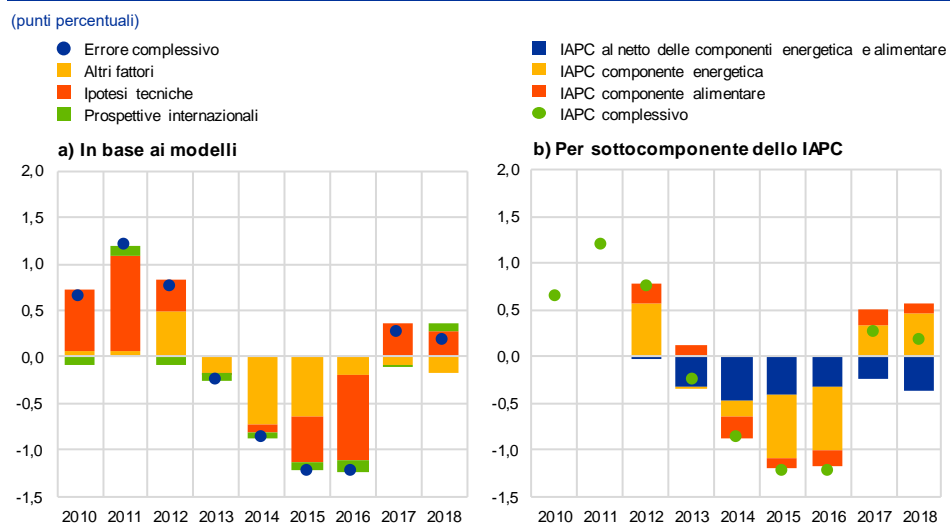
Per quanto riguarda l'inflazione, a svolgere un ruolo significativo sono gli errori nelle ipotesi tecniche, in particolare quelle per il petrolio e i tassi di cambio. Il grafico 4

¹³⁷ Si noti che non vi è corrispondenza diretta tra il contributo degli errori nelle proiezioni internazionali all'interno della scomposizione basata sui modelli e il contributo degli errori nelle esportazioni nette. Il primo non ha soltanto un impatto sulle esportazioni nette, ma anche su altre componenti, in particolare sugli investimenti, mentre il secondo è influenzato da variazioni nelle quote di mercato delle esportazioni e dall'andamento delle importazioni. Negli ultimi anni sugli errori nelle proiezioni relative agli investimenti e alle importazioni dell'area dell'euro hanno inciso gli andamenti in parte contrastanti delle importazioni irlandesi, legate alle attività delle multinazionali, che hanno reso più complessa l'interpretazione degli errori previsivi per queste componenti del PIL.

mostra una scomposizione analoga per gli errori nelle proiezioni relativi all'inflazione. In generale, come illustrato nel pannello a), agli errori nelle ipotesi è ascrivibile una maggiore quota di errori nelle previsioni di inflazione rispetto a quanto osservato nel caso delle proiezioni sulla crescita. In particolare, le forti e inattese oscillazioni dei corsi petroliferi hanno avuto un ruolo preponderante nel determinare la sottostima dell'inflazione misurata sullo IAPC nel 2010-2011 e nel 2017-2018, così come la sua sovrastima nel 2015 e nel 2016. Agli errori nelle proiezioni hanno inoltre contribuito le fluttuazioni del tasso di cambio. In particolare, un marcato deprezzamento dell'euro nel 2014-2015 ha in parte compensato la spinta al ribasso impressa nel 2015 dai corsi petroliferi inferiori alle attese. Oltre al contributo delle ipotesi tecniche, si registra quello derivante da altri fattori che, dal 2013, si è mostrato costantemente negativo, sebbene di entità piuttosto contenuta nel corso degli ultimi due anni.

Grafico 4

Scomposizione degli errori nelle proiezioni di inflazione misurata sullo IAPC formulate in marzo per l'anno solare successivo



Fonte: proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE.

Note: gli errori sono definiti come la differenza tra il dato rilevato, disponibile a un anno dalla pubblicazione iniziale, e la proiezione. Le ipotesi tecniche si riferiscono al contributo all'errore complessivo determinato dagli errori nelle ipotesi relative ai prezzi del petrolio, ai tassi di cambio, ai tassi di interesse e alle quotazioni azionarie. Le proiezioni internazionali si riferiscono al contributo all'errore complessivo dato dagli errori nelle proiezioni formulate dalla BCE per la domanda estera dell'area dell'euro. I contributi degli errori nelle ipotesi tecniche e nel contesto internazionale sono calcolati utilizzando le elasticità ricavate dai modelli macroeconomici impiegati dagli esperti dell'Eurosistema per elaborare le proiezioni macroeconomiche. La scomposizione per sottocomponente dello IAPC è disponibile soltanto a partire dal 2012.

L'andamento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici ha costantemente sorpreso al ribasso dal 2013.

Il pannello b) del grafico 4 mostra la scomposizione degli errori nelle proiezioni sull'inflazione per le principali sottocomponenti dello IAPC, evidenziando come gli stessi siano per la maggior parte riconducibili alla volatilità delle componenti alimentare ed energetica e in larga misura determinati da ipotesi tecniche inesatte. Negli ultimi sei anni gli errori di previsione relativi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, sebbene di entità assai minore rispetto a quelli che hanno interessato le componenti volatili, hanno costantemente mostrato uno scostamento negativo (sovrastima). Errori nelle ipotesi tecniche possono, in certa misura, aver contribuito a generare questi errori, come gli effetti indiretti dei ribassi inattesi nei prezzi del petrolio sui prezzi dei beni e servizi di consumo non energetici negli ultimi anni, nonché l'apprezzamento dell'euro nel 2017 e all'inizio del 2018.

Tuttavia, anche dopo aver considerato gli errori nelle ipotesi tecniche, permane una costante sovrastima.

Sono state avanzate varie spiegazioni in merito all'andamento persistentemente e inaspettatamente contenuto dell'inflazione di fondo negli ultimi anni¹³⁸. È possibile che la capacità inutilizzata nei mercati del lavoro e dei prodotti sia stata sottostimata, e che questo abbia contribuito a una crescita dei salari inferiore al previsto e quindi a una riduzione delle pressioni sui prezzi dal lato dei costi. Un'altra spiegazione possibile è correlata alla "moderazione repressa": mentre durante la crisi del debito sovrano il calo di prezzi e salari sarebbe stato contenuto da rigidità nominali al ribasso, che in tale periodo avrebbero contribuito a valori osservati dell'inflazione più elevati rispetto alle previsioni, negli anni successivi l'inflazione relativa a prezzi e salari si sarebbe analogamente mantenuta su livelli contenuti¹³⁹. Tale andamento potrebbe essere dovuto anche a un rafforzamento del rapporto tra capacità inutilizzata e prezzi, ossia al fatto che un determinato livello di capacità inutilizzata potrebbe aver esercitato un maggiore impatto al ribasso sull'andamento dei prezzi, ad esempio per via dell'azione e delle conseguenze delle riforme strutturali concepite in alcuni paesi per ridurre le rigidità nominali. Un'ulteriore spiegazione riguarda il ruolo esercitato da alcuni fattori globali sull'inflazione interna, che potrebbe andare oltre quanto siano in grado di cogliere i prezzi all'importazione e quelli delle materie prime, generalmente inclusi nelle proiezioni macroeconomiche dagli esperti. La contenuta inflazione potrebbe in parte riflettere un aumento dei flussi commerciali, l'integrazione delle economie emergenti nel contesto economico mondiale e l'ascesa delle catene globali del valore che comportano lo spostamento all'estero di parte del processo produttivo¹⁴⁰. Nell'ambito dell'Eurosistema, un gruppo di lavoro dedicato ha il compito di migliorare i modelli utilizzati per elaborare le proiezioni attraverso l'esame dei più recenti progressi nelle tecniche previsionali, l'analisi degli errori di previsione e l'individuazione e la modellizzazione di discontinuità strutturali e non linearità¹⁴¹. Il personale dell'Eurosistema ha cercato inoltre di occuparsi del notevole contributo degli errori insiti nelle ipotesi tecniche, esaminando modalità di proiezione delle quotazioni petrolifere alternative rispetto all'uso dei prezzi dei contratti future sul greggio. Si è riscontrato che un approccio basato su una combinazione di modelli di determinazione del prezzo del petrolio ha dato risultati relativamente soddisfacenti per alcuni periodi di campionamento. Tuttavia, finora non è stato trovato alcun metodo che sia in grado di funzionare meglio dei future sul prezzo del petrolio per periodi più lunghi¹⁴².

¹³⁸ Per una rassegna, cfr. l'articolo [Le determinanti dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro nel corso del tempo: una prospettiva basata sulla curva di Phillips](#), nel numero 4/2019 di questo Bollettino.

¹³⁹ Cfr. Praet, P., "Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?", intervento tenuto in occasione dell'FMI Spring Meetings Seminar, Washington, D.C., aprile 2015.

¹⁴⁰ Cfr. l'articolo [L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali](#), nel numero 4/2017 di questo Bollettino, e Nickel, C., "The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone", VOX, Policy Portal del CEPR, luglio 2017.

¹⁴¹ Nell'ambito di tale contesto, un gruppo di esperti dell'Eurosistema ha studiato le cause dell'inflazione contenuta; cfr. Ciccarelli, M. e Osbat, C. (eds.), "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, n. 181, BCE, gennaio 2017. Un secondo gruppo di esperti ha studiato le cause della crescita dei salari contenuta; cfr. Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (eds.), "Understanding low wage growth in the euro area and European countries", *Occasional Paper Series*, n. 232, BCE, settembre 2019.

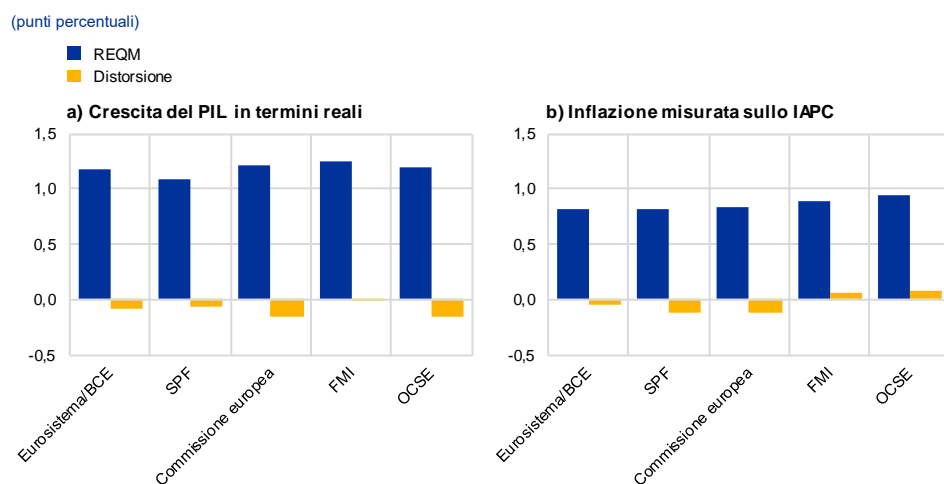
¹⁴² Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo [La previsione dei corsi petroliferi](#), nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

4 Confronto con altre stime

Le proiezioni macroeconomiche sulla crescita e sull'inflazione elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno prodotto risultati simili a quelle formulate dagli operatori del settore privato e da altre istituzioni internazionali. Il grafico 5 mostra la radice dell'errore quadratico medio (REQM) e la distorsione (errore medio) delle proiezioni elaborate per l'anno successivo dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, messe a confronto con quelle ricavate dalla Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, dalla Commissione europea, dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), prendendo sempre in esame le previsioni pubblicate nel secondo trimestre dell'anno. Le diverse istituzioni pubblicano in momenti diversi durante il secondo trimestre: le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, pubblicate per ultime (a giugno), potrebbero quindi godere di un certo vantaggio rispetto alle altre per via della disponibilità di dati economici più recenti. Per compensare tale vantaggio, per le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE si adopera il valore medio della REQM e della distorsione rispetto alle previsioni pubblicate nei mesi di marzo e giugno di ogni anno. Il grafico 5 mostra che dal 2010 tutte le stime presentano un grado abbastanza uniforme di accuratezza predittiva e un livello di distorsione simile e contenuto. La REQM delle proiezioni macroeconomiche sulla crescita formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE è risultata maggiore di quella delle previsioni dell'SPF (indice di una minore capacità predittiva), ma inferiore a quella delle previsioni della Commissione europea e dell'FMI e simile a quella dell'OCSE. Nell'arco di questo periodo, tutte le stime riferite alla crescita presentano un errore medio contenuto, leggermente negativo (a indicare una sovrastima), che oscilla tra 0,0 punti percentuali per l'FMI e -0,16 punti percentuali per l'OCSE, mentre per le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE tale dato era pari a -0,08 punti percentuali.

Grafico 5

Confronto tra gli errori nelle proiezioni macroeconomiche per l'anno successivo elaborate da Eurosistema/BCE e quelli nelle stime del settore privato e di altre istituzioni



Fonti: proiezioni macroeconomiche elaborate dal personale dell'Eurosistema/della BCE, SPF, Commissione europea, FMI e OCSE.
Note: i grafici si riferiscono al periodo 2010-2018. Gli errori sono definiti come il dato rilevato, disponibile l'anno successivo alla pubblicazione iniziale, al netto del dato previsto. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE si riferiscono al valore medio della REQM e della distorsione delle proiezioni di marzo e giugno per l'anno successivo. Per le altre stime, si prendono in considerazione le previsioni pubblicate nel secondo trimestre per l'anno successivo.

La REMQ delle proiezioni macroeconomiche relative all'inflazione elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE è pari a quella della previsione della SPF e inferiore a quella delle altre stime, il che indica una maggiore capacità predittiva. Il valore dell'errore medio delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE è prossimo allo zero (-0,04 punti percentuali) e indica una distorsione più contenuta, mentre la distorsione più elevata ha interessato la previsione della Commissione europea e quella dell'SPF (-0,12 punti percentuali)¹⁴³. Come risulta dal grafico 6, tuttavia, nel periodo tra il 2010 e il 2018 tutte le istituzioni e il settore privato, pur se con livelli di scostamento diversi, hanno commesso errori di previsione in termini di inflazione nella medesima direzione. Ciò vuol dire che tra il 2010 e il 2012, nel 2017 e nel 2018 (errori di previsione positivi) tutte le previsioni hanno sottostimato l'inflazione misurata sullo IAPC, mentre l'inflazione ha sorpreso tutti al ribasso tra il 2013 e il 2016 (errori negativi). Questo indica la presenza di una fonte di errore comune a tutte le analisi, che potrebbe includere shock alle variabili economiche fondamentali imprevedibili e/o cambiamenti nelle relazioni economiche, mentre è improbabile che ciò sia dovuto a errori di valutazione. Il pannello c del grafico 6 mostra inoltre che negli anni più recenti le proiezioni elaborate dal personale dell'Eurosistema e della BCE hanno costantemente sovrastimato l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti alimentari ed energetiche, al pari delle previsioni elaborate da altre istituzioni. La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche sul PIL e sull'inflazione formulate dal personale dell'Eurosistema e della BCE su un campione molto più esteso è stata esaminata in un recente documento di ricerca della BCE, i cui risultati sono discussi nel riquadro 1.

¹⁴³ Una recente nota suggerisce che le aspettative di inflazione implicite nei mercati finanziari si sono comportate in modo analogo rispetto alle previsioni dell'SPF per orizzonti simili a quelli qui analizzati (da uno a due anni), ma sostiene che i mercati potrebbero aver corretto le aspettative di inflazione a lungo termine più rapidamente, migliorando la qualità previsiva sugli orizzonti a più lungo termine negli anni più recenti. Cfr. Kirker, M. e de-Muizon, M., "The crisis performance of inflation expectations and forecast", Deutsche Bank Research, settembre 2019.

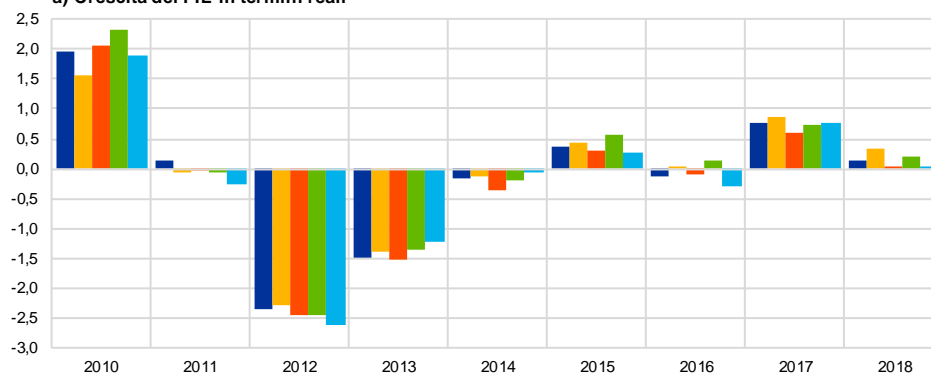
Grafico 6

Confronto tra gli errori nelle proiezioni macroeconomiche per l'anno successivo elaborate da Eurosystem/BCE e quelli nelle stime del settore privato e di altre istituzioni

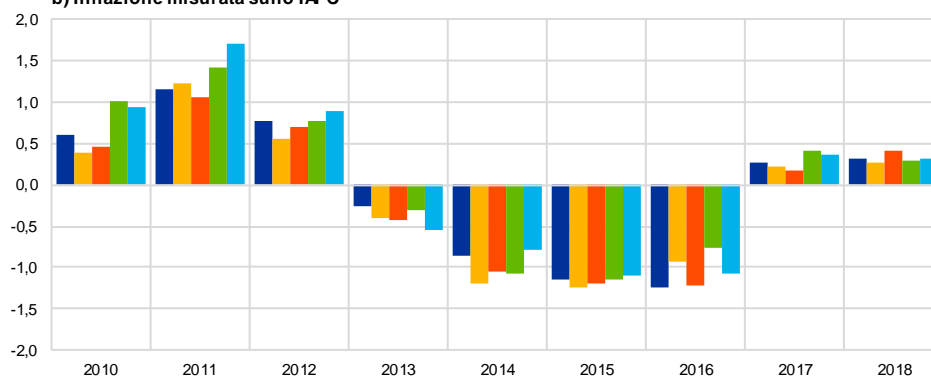
(punti percentuali)



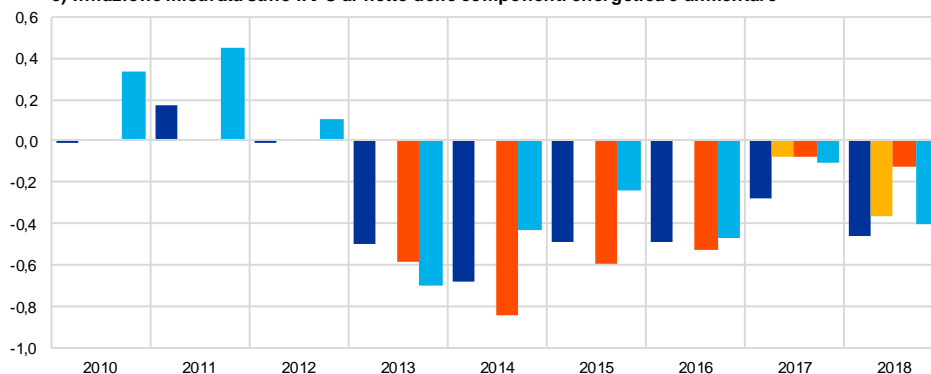
a) Crescita del PIL in termini reali



b) Inflazione misurata sullo IAPC



c) Inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare



Fonti: proiezioni macroeconomiche elaborate dal personale dell'Eurosistema/della BCE, SPF, Commissione europea, FMI e OCSE.

Note: gli errori sono definiti come il dato rilevato, disponibile l'anno successivo alla pubblicazione iniziale, al netto del dato previsto. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE si riferiscono al valore medio delle proiezioni di marzo e giugno per l'anno successivo. Per le altre stime, si prendono in considerazione le previsioni pubblicate nel secondo trimestre per l'anno successivo. Per la Commissione europea, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetiche ed alimentari si riferisce al dato al netto di energia e alimentari non trasformati.

Riquadro 1

La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE su un orizzonte temporale più lungo

a cura di Kyriacos Lambrias

Un recente lavoro della BCE¹⁴⁴ ha esaminato in modo più approfondito la capacità predittiva degli esperti dell'Eurosistema e della BCE a breve distanza dall'avvio dell'unione monetaria. Un lungo intervallo campionario a cadenza trimestrale consente un'analisi più completa della qualità previsiva mediante test e criteri statistici spesso utilizzati nella letteratura sulla valutazione delle previsioni. Tali esercizi sono stati condotti da altre istituzioni quali la Commissione europea, l'FMI e la Bank of England.

Una delle principali tematiche indagate dal lavoro di ricerca è l'ipotesi che le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE risentano di distorsioni, ossia che esista una tendenza persistente a commettere errori in un'unica direzione. La conclusione cui giunge l'analisi è che le proiezioni dell'Eurosistema e della BCE relative all'inflazione sono obiettive. Tale conclusione non contrasta con l'accertamento dei persistenti errori di previsione compiuti in una sola direzione emersi dall'analisi sul periodo più recente esposta in precedenza. L'esame di un campione più lungo, con maggiori informazioni e con l'utilizzo di strumenti statistici, suggerisce come tale periodo più recente caratterizzato da sovrastime persistenti sia relativamente breve. Per contro, è interessante notare che le proiezioni di crescita del PIL sembrano aver risentito di maggiori livelli di distorsione rispetto a quelli sull'inflazione misurata sullo IAPC. Secondo gli autori tale distorsione (sovrastima) è persistente e considerevole su un orizzonte di due anni, rendendo pertanto impossibile affermare che le proiezioni sul PIL siano obiettive. Gli autori hanno inoltre esaminato il grado di distorsione in un contesto temporale variabile. Il grafico A mostra la stima della distorsione su finestre mobili di 25 trimestri a due diversi orizzonti di previsione, a quattro trimestri in avanti ($h=4$) e a otto ($h=8$), con le linee verdi e quelle rosse a rappresentare gli intervalli di confidenza attorno alle stime. Il grafico A evidenzia un andamento chiaro delle proiezioni relative all'inflazione misurata sullo IAPC: la distorsione è costantemente diminuita nel tempo, passando da una sottostima persistente, nei primi anni dopo l'unione monetaria e fino alla crisi finanziaria, a una sovrastima persistente negli anni più recenti. Tali distorsioni "si annullano" quando si analizza l'intero campione, inducendo alla sopraccitata conclusione di una generale assenza di distorsioni. D'altra parte, le proiezioni sul PIL sembrano aver costantemente risentito di distorsioni in una sola direzione (sovrastima)¹⁴⁵.

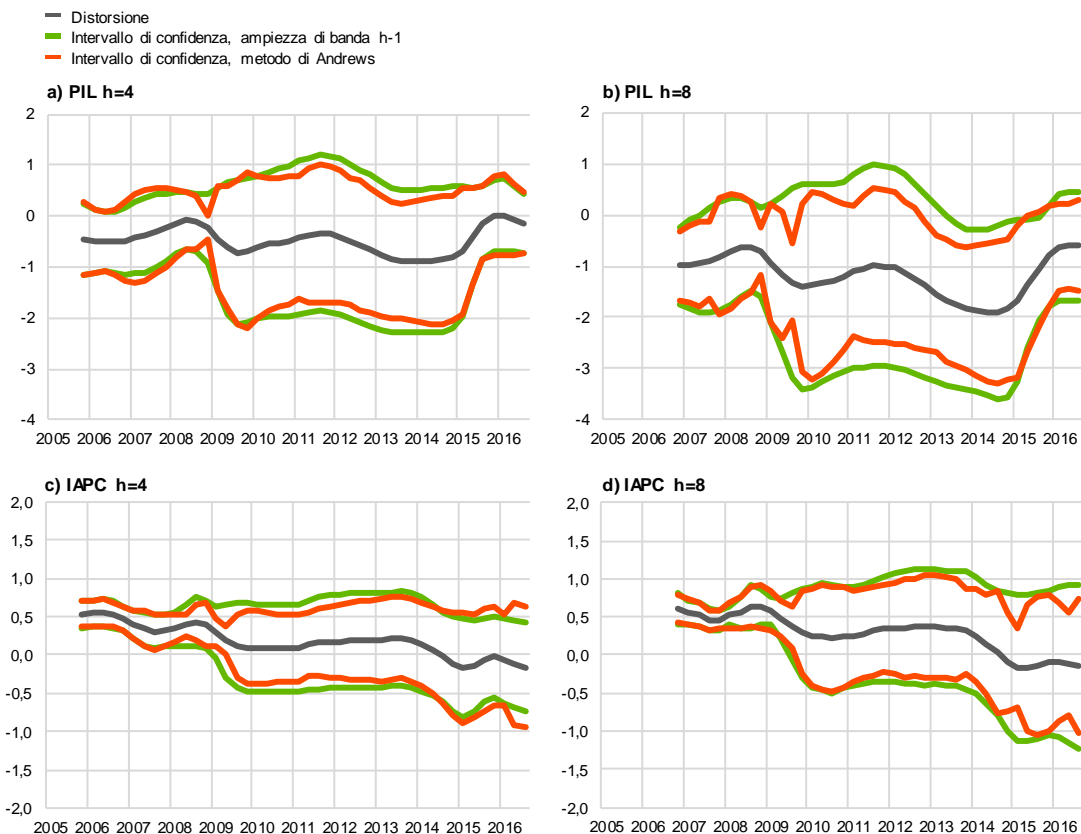
¹⁴⁴ Kontogeorgos, G. e Lambrias, K., op. cit.

¹⁴⁵ Sebbene in un contesto temporale variabile, come nel grafico A, la distorsione non appaia statisticamente significativa, essa si dimostra tale quando si esamina l'intero campione.

Grafico A

Stima delle distorsioni variabili nel tempo nelle previsioni relative alla crescita del PIL dell'area dell'euro e all'inflazione misurata sullo IAPC a quattro (h=4) e a otto (h=8) trimestri in avanti

(punti percentuali)



Fonte: Kontogeorgos e Lambrias (2019).

Note: errore medio (distorsione, linea grigia) nelle proiezioni delle variazioni percentuali sui dodici mesi del PIL in termini reali e dello IAPC su finestre mobili di 25 trimestri. Una distorsione positiva indica una sottostima e una distorsione negativa indica una sovrastima. Le linee verdi e quelle rosse rappresentano intervalli di confidenza stimati utilizzando metodi diversi, ossia fissando l'ampiezza di banda a h-1 (linea verde) o scegliendola in modo ottimale utilizzando il metodo di Andrews (linea rossa) (Cfr. Andrews, D.W.K., "Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation", *Econometrica*, vol. 59, n. 3, maggio 1991, pagg. 817-858).

5 Osservazioni conclusive

L'articolo suggerisce che, nel complesso, la capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate negli ultimi anni dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE si è dimostrata soddisfacente e in linea con quella delle proiezioni formulate da altre istituzioni. Nel contempo è necessario un impegno costante per migliorare le proiezioni mediante: a) l'esame di metodi alternativi che potrebbero aumentare la precisione delle ipotesi tecniche; b) l'allineamento dei modelli economici utilizzati per le proiezioni agli ultimi progressi nelle tecniche di previsione e, soprattutto, c) una migliore valutazione o anticipazione dei cambiamenti fondamentali nelle relazioni economiche derivanti, ad esempio, dall'impatto delle riforme strutturali, della globalizzazione e della digitalizzazione. Al fine di risolvere tali criticità, nell'ambito dell'Eurosistema un gruppo ad hoc di esperti esamina periodicamente la qualità delle proiezioni e perfeziona gli strumenti utilizzati per la loro elaborazione.

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	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,9	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 4° trim.	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 1° trim.	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
2° trim.	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
3° trim.	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 giu.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
lug.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
ago.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
sett.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
ott.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)							Importazioni di beni 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	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 4° trim.	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 1° trim.	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,2
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 giu.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
lug.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
ago.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
sett.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
ott.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 mag.	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
giu.	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
lug.	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
ago.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
set.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
ott.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10

Fonte: BCE.

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

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

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

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2019 mag.	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4
giu.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2
lug.	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7
ago.	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7
set.	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
ott.	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.104,9	23.278,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)} (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾				
			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 nov.	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
dic.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019 gen.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
feb.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
mar.	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
mag.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
giu.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
ott. ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)} (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
dic.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 gen.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mag.	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
giu.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
lug.	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
ago.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
set.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
ott. ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 mag.	1.339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
giu.	1.314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
lug.	1.340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
ago.	1.368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
set.	1.387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
ott.	1.349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
A lungo termine														
2016	15.373	3.695	3.173	.	1.176	6.686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15.353	3.560	3.048	.	1.235	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.149	.	1.260	7.022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 mag.	16.052	3.767	3.199	.	1.297	7.153	636	246	62	79	.	13	86	7
giu.	16.113	3.768	3.217	.	1.305	7.190	633	245	61	76	.	23	80	5
lug.	16.182	3.789	3.257	.	1.315	7.190	636	253	70	72	.	25	78	8
ago.	16.191	3.784	3.255	.	1.312	7.200	639	120	25	40	.	8	41	6
set.	16.264	3.805	3.285	.	1.339	7.200	634	277	82	83	.	34	74	4
ott.	16.202	3.795	3.292	.	1.339	7.153	623	260	60	84	.	24	85	6

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2016	16.613,8	4.213,4	3.308,6	.	1.235,2	7.151,7	704,9	7.089,5	537,6	1.084,2	5.467,7
2017	16.593,1	4.079,4	3.203,3	.	1.304,8	7.304,7	700,8	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.961,8	4.192,1	3.318,4	.	1.332,1	7.445,8	673,4	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7
2019 mag.	17.390,8	4.341,0	3.369,2	.	1.412,0	7.574,3	694,5	7.586,6	470,9	1.208,1	5.907,6
giu.	17.426,9	4.324,6	3.390,4	.	1.405,1	7.617,7	689,1	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3
lug.	17.522,2	4.366,2	3.429,6	.	1.425,5	7.607,8	693,1	7.980,2	484,0	1.252,8	6.243,4
ago.	17.559,1	4.372,7	3.435,0	.	1.425,0	7.624,6	702,0	7.841,0	462,4	1.183,0	6.195,6
set.	17.650,6	4.398,7	3.467,3	.	1.445,4	7.639,6	699,8	8.182,3	496,1	1.335,6	6.350,6
ott.	17.550,8	4.370,6	3.464,6	.	1.445,4	7.577,4	692,8	8.257,7	508,2	1.348,6	6.400,8
Tasso di crescita											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 mag.	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
giu.	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
lug.	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
ago.	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
set.	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
ott.	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2019 1° trim.	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2° trim.	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
3° trim.	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 giu.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
lug.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
ago.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
set.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
ott.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2019 nov.	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2019 nov.	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2018 3° trim.	26.129,9	26.707,7	-577,8	11.198,5	9.161,6	8.890,1	11.147,7	-72,5	5.439,9	6.398,4	673,9	14.502,9
4° trim.	25.399,7	25.891,3	-491,6	10.895,1	9.041,6	8.475,2	10.508,5	-87,9	5.398,2	6.341,2	719,1	14.197,4
2019 1° trim.	26.652,9	26.908,5	-255,6	11.179,5	9.124,4	9.114,2	11.251,0	-91,4	5.709,4	6.533,1	741,1	14.629,3
2° trim.	26.837,0	27.084,1	-247,1	11.064,3	9.096,4	9.232,2	11.424,4	-78,2	5.847,8	6.563,3	770,8	14.695,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 2° trim.	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Transazioni												
2018 3° trim.	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
4° trim.	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
2019 1° trim.	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
2° trim.	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 mar.	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
apr.	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
mag.	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
giu.	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
lug.	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
ago.	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 ago.	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2019 ago.	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	10.817,0	10.339,5	5.858,7	2.235,3	2.193,0	1.038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4.928,9	4.451,4
2017	11.200,9	10.707,5	6.036,9	2.296,7	2.304,3	1.101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5.297,9	4.804,5
2018	11.561,2	11.060,8	6.207,5	2.363,9	2.405,9	1.175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5.547,4	5.047,0
2018 4° trim.	2.922,9	2.805,7	1.566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1.410,5	1.293,3
2019 1° trim.	2.945,1	2.814,9	1.575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1.422,3	1.292,2
2° trim.	2.967,3	2.868,9	1.588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1.426,5	1.328,1
3° trim.	2.981,9	2.878,3	1.599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1.432,7	1.329,2
in percentuale del PIL												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 1° trim.	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
2° trim.	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
3° trim.	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 4° trim.	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 1° trim.	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
2° trim.	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
3° trim.	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 1° trim.	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
2° trim.	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
3° trim.	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 4° trim.	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 1° trim.	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
2° trim.	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
3° trim.	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2016	9.703,7	161,1	1.931,6	479,2	1.834,9	444,3	473,7	1.106,3	1.084,7	1.847,2	340,6	1.113,3
2017	10.040,0	176,2	1.991,7	502,2	1.909,8	468,8	465,8	1.133,7	1.143,7	1.897,4	350,6	1.160,9
2018	10.356,2	177,7	2.041,5	537,2	1.968,4	488,5	469,8	1.168,0	1.195,2	1.954,7	355,3	1.205,0
2018 4° trim.	2.618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 1° trim.	2.638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
2° trim.	2.658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
3° trim.	2.669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
in percentuale del valore aggiunto												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 1° trim.	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
2° trim.	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
3° trim.	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 4° trim.	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 1° trim.	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
2° trim.	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
3° trim.	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2018 4° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 1° trim.	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 4° trim.	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
3° trim.	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 4° trim.	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 1° trim.	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
2° trim.	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0
3° trim.	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 4° trim.	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4
2019 1° trim.	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
2° trim.	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1
3° trim.	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 4° trim.	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
2019 1° trim.	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8
3° trim.	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti ²⁾
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 4° trim.	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3
2019 1° trim.	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3
2° trim.	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3
3° trim.	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2
2019 mag.	-	-	12,412	7,6	-	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	-
giu.	-	-	12,361	7,5	-	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	-
lug.	-	-	12,404	7,6	-	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	-
ago.	-	-	12,330	7,5	-	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	-
set.	-	-	12,365	7,6	-	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	-
ott.	-	-	12,334	7,5	-	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	7,9	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2018 4° trim.	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 1° trim.	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
2° trim.	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
3° trim.	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 mag.	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
giu.	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
lug.	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
ago.	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
set.	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 mag.	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
giu.	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
lug.	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
ago.	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
set.	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8

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	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 4° trim.	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 1° trim.	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2° trim.	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 apr.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
mag.	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
giu.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
lug.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
ago.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
set.	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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

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

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 4° trim.	1.058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 1° trim.	1.065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
2° trim.	1.061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
3° trim.	1.057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019 apr.	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
mag.	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
giu.	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
lug.	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
ago.	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
set.	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2019 set.	4.243,0	3.922,1	320,9	2.407,2	2.086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2019 set.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2018 4° trim.	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019 1° trim.	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
2° trim.	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
3° trim.	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.
2019 apr.	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
mag.	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
giu.	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
lug.	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
ago.	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
set.	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2018 4° trim.	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019 1° trim.	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
2° trim.	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 mar.	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
apr.	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
mag.	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
giu.	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
lug.	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
ago.	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

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

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

4 Prezzi e costi

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

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

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	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018 4° trim.	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4
2019 1° trim.	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
2° trim.	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
3° trim.	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 4° trim.	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 1° trim.	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
2° trim.	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 apr.	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
mag.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
giu.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
lug.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
ago.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
set.	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari 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)

	M3													
	M2						M3-M2							
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	4		5	6	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	8	9	10
1	2													
	Consistenze													
2016	1.076,0	6.082,7	7.158,7	1.329,1	2.221,6	3.550,7	10.709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11.389,4		
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,7	2.261,8	3.458,4	11.208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11.866,9		
2018	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4		
2018 4° trim.	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4		
2019 1° trim.	1.179,2	7.277,1	8.456,3	1.114,8	2.318,1	3.432,8	11.889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12.512,2		
2° trim.	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3		
3° trim.	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0		
2019 mag.	1.185,9	7.364,7	8.550,6	1.122,6	2.333,9	3.456,4	12.007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12.636,5		
giu.	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3		
lug.	1.193,7	7.486,4	8.680,1	1.104,5	2.344,3	3.448,9	12.129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12.765,8		
ago.	1.198,7	7.572,2	8.770,9	1.114,0	2.347,1	3.461,1	12.232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12.864,8		
set.	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0		
ott. ^(p)	1.209,4	7.673,9	8.883,3	1.094,2	2.357,0	3.451,2	12.334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12.959,9		
	Transazioni													
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8		
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5		
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7		
2018 4° trim.	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4		
2019 1° trim.	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5		
2° trim.	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7		
3° trim.	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8		
2019 mag.	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1		
giu.	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1		
lug.	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5		
ago.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4		
set.	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0		
ott. ^(p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0		
	Variazioni percentuali													
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0		
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7		
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2		
2018 4° trim.	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2		
2019 1° trim.	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6		
2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5		
3° trim.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6		
2019 mag.	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7		
giu.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5		
lug.	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1		
ago.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7		
set.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6		
ott. ^(p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6		

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2016	2.093,8	1.632,5	293,3	159,9	8,0	6.057,4	3.403,3	645,6	2.006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,7	3.702,8	562,2	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 4° trim.	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 1° trim.	2.380,3	1.956,0	270,1	148,1	6,1	6.752,9	4.126,3	514,9	2.110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
2° trim.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
3° trim.	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
2019 mag.	2.401,5	1.976,1	269,2	149,3	6,9	6.824,1	4.186,6	512,1	2.123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
giu.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
lug.	2.429,0	2.008,1	264,1	150,4	6,4	6.894,2	4.250,7	508,8	2.132,9	1,8	1.009,3	220,7	457,8
ago.	2.462,0	2.040,0	264,4	151,0	6,6	6.927,8	4.283,4	507,4	2.135,4	1,7	1.022,9	231,5	461,3
set.	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
ott. (a)	2.471,9	2.052,8	260,2	150,9	7,9	6.994,7	4.349,3	500,5	2.143,3	1,7	1.047,5	223,1	467,4
Transazioni													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 4° trim.	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 1° trim.	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
2° trim.	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
3° trim.	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 mag.	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
giu.	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
lug.	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
ago.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
set.	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
ott. (a)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Variazioni percentuali													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 4° trim.	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 1° trim.	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
2° trim.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
3° trim.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 mag.	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
giu.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
lug.	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
ago.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
set.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
ott. (a)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2016	4.382,4	1.083,1	3.286,0	12.879,6	10.708,6	10.980,9	4.310,3	5.449,8	835,8	112,8	1.385,8	785,2
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,1	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9
2018 4° trim.	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9
2019 1° trim.	4.661,4	1.001,5	3.648,5	13.526,5	11.201,0	11.553,1	4.426,5	5.787,7	856,1	130,7	1.526,8	798,7
2° trim.	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5
3° trim.	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2
2019 mag.	4.634,5	1.004,1	3.618,7	13.595,3	11.261,6	11.625,4	4.462,2	5.806,8	867,7	124,9	1.533,6	800,1
giu.	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5
lug.	4.672,9	1.000,5	3.660,7	13.682,2	11.335,0	11.706,1	4.483,6	5.843,4	873,6	134,4	1.541,0	806,2
ago.	4.707,4	1.003,8	3.691,9	13.735,7	11.388,3	11.748,2	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.544,6	802,8
set.	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2
ott. ^(a)	4.665,5	1.001,8	3.652,1	13.801,7	11.423,2	11.786,2	4.503,2	5.895,0	886,2	138,9	1.562,7	815,8
Transazioni												
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7
2018 4° trim.	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1
2019 1° trim.	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5
2° trim.	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3
3° trim.	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2
2019 mag.	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0
giu.	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7
lug.	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5
ago.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3
set.	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0
ott. ^(a)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5
Variazioni percentuali												
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2018 4° trim.	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2019 1° trim.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8
2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
3° trim.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
2019 mag.	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4
giu.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
lug.	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8
ago.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1
set.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
ott. ^(a)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3

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⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2016	4.310,3	4.308,4	1.012,2	796,5	2.501,6	5.449,8	5.729,0	616,5	4.083,7	749,6
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,9	4.216,3	729,0
2018	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2018 4° trim.	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2019 1° trim.	4.426,5	4.511,6	980,7	853,1	2.592,7	5.787,7	6.065,6	694,5	4.391,1	702,2
2° trim.	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
3° trim.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
2019 mag.	4.462,2	4.544,2	981,2	865,3	2.615,7	5.806,8	6.098,5	700,7	4.408,9	697,3
giu.	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
lug.	4.483,6	4.569,8	983,3	872,9	2.627,4	5.843,4	6.133,3	708,6	4.437,6	697,2
ago.	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,5	696,5
set.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
ott. ^(p)	4.503,2	4.593,3	983,4	878,3	2.641,5	5.895,0	6.181,4	715,2	4.488,3	691,5
Transazioni										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 4° trim.	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 1° trim.	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
2° trim.	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
3° trim.	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 mag.	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
giu.	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
lug.	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
ago.	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
set.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
ott. ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Variazioni percentuali										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 4° trim.	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 1° trim.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
2° trim.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
3° trim.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 mag.	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
giu.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
lug.	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
ago.	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
set.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
ott. ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2016	306,5	6.957,3	2.088,6	71,0	2.148,4	2.649,3	1.127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6.771,0	1.967,4	59,8	2.017,5	2.726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2018 4° trim.	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2019 1° trim.	370,0	6.906,3	1.937,1	55,9	2.145,8	2.767,6	1.180,5	420,2	199,0	212,3
2° trim.	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
2019 mag.	368,1	6.913,4	1.932,6	56,5	2.138,0	2.786,3	1.277,9	410,3	212,8	229,2
giu.	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
lug.	374,5	7.018,2	1.931,1	57,7	2.150,5	2.878,9	1.404,1	399,4	206,5	224,1
ago.	403,5	7.060,0	1.916,5	57,3	2.148,4	2.937,7	1.461,2	423,9	212,6	231,5
set.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
ott. ^(p)	380,6	7.057,4	1.947,8	55,0	2.131,1	2.923,5	1.490,2	440,4	221,4	236,2
Transazioni										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 4° trim.	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 1° trim.	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
2° trim.	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
3° trim.	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 mag.	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
giu.	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
lug.	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
ago.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
set.	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
ott. ^(p)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Variazioni percentuali										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 4° trim.	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 1° trim.	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
2° trim.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
3° trim.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 mag.	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
giu.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
lug.	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
ago.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
set.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
ott. ^(p)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

6.2 Entrate e spese

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

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

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

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

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 3° trim.	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
4° trim.	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 1° trim.	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
2° trim.	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Debito pubblico										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 3° trim.	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
4° trim.	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 1° trim.	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
2° trim.	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 3° trim.	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
4° trim.	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 1° trim.	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
2° trim.	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Debito pubblico										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 3° trim.	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
4° trim.	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 1° trim.	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
2° trim.	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

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 all'11 dicembre 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-19-008-IT-N (online)