

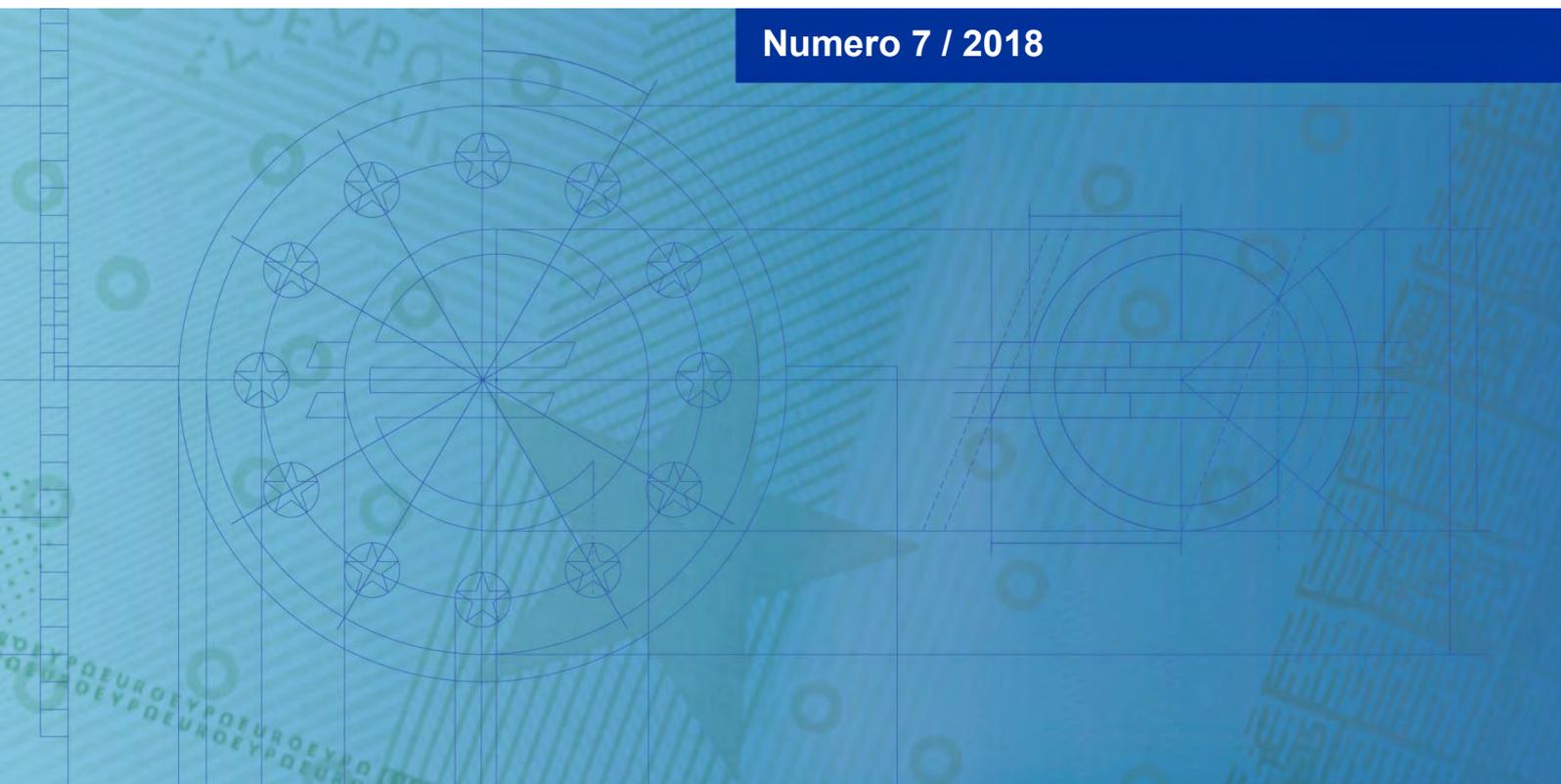


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2018





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	18
5 Moneta e credito	21
Riquadri	26
1 Acquisto di obbligazioni verdi nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema	26
2 La ripartizione geografica del saldo di conto corrente dell'area dell'euro	33
3 Investimenti in attività immateriali nell'area dell'euro	37
4 La digitalizzazione e il suo impatto sull'economia: cosa emerge da un'indagine presso imprese di grandi dimensioni	42
5 Il ruolo dei prezzi dell'energia negli andamenti recenti dell'inflazione: un confronto fra paesi	50
Articoli	55
1 Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi	55
2 Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro	79
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni più recenti, pervenute dopo la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di settembre, pur indicando un'evoluzione leggermente più debole rispetto alle attese, restano nel complesso coerenti con il proseguimento di un'espansione generalizzata dell'economia dell'area dell'euro e con un graduale incremento delle pressioni inflazionistiche. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si possono tuttora ritenere sostanzialmente bilanciati.

Nel contempo, restano in rilievo rischi connessi al protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità nei mercati finanziari. Ciononostante, il vigore di fondo dell'economia continua a sostenere la convinzione del Consiglio direttivo che l'inflazione nel prossimo periodo procederà stabilmente a convergere verso il livello previsto e che ciò proseguirà anche dopo la graduale liquidazione degli acquisti netti di attività. Tuttavia, è ancora necessario uno stimolo significativo da parte della politica monetaria per sostenere l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Tale sostegno continuerà a provenire dagli acquisti netti di attività fino alla fine dell'anno, dalle elevate consistenze di attività acquistate e dai relativi reinvestimenti, nonché dalle indicazioni prospettiche rafforzate del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE. In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello previsto.

Di recente, con il maturare del ciclo economico internazionale, gli indicatori congiunturali sulla crescita economica a livello mondiale hanno mostrato un indebolimento. Lo slancio del commercio mondiale ha subito una moderazione, in un contesto caratterizzato dal reiterarsi di provvedimenti e minacce da parte degli Stati Uniti in tema di aumenti delle tariffe commerciali, nonché da possibili misure ritorsive dei paesi interessati. Cionondimeno, le prospettive a breve termine rimangono stabili. Le condizioni finanziarie internazionali continuano a fornire sostegno alle economie avanzate, dando luogo nel contempo a effetti sfavorevoli per le economie emergenti.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti, a fronte di un aumento dei tassi privi di rischio a livello mondiale e di crescenti tensioni nei mercati del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro. Le quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro si sono ridotte, di riflesso a un deterioramento della propensione al rischio. Per contro, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie sono rimasti generalmente invariati. Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,4 per cento sul periodo precedente sia nel primo sia nel secondo trimestre del 2018. In prospettiva, le informazioni più recenti restano nel complesso coerenti con lo scenario di base del

Consiglio direttivo, che indica il proseguimento di un'espansione economica generalizzata. Tuttavia, alcuni recenti andamenti in determinati settori esercitano un impatto sul profilo della crescita a breve termine. Le misure di politica monetaria della BCE continuano a fornire sostegno alla domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dalla perdurante crescita dell'occupazione e dall'aumento delle retribuzioni. Gli investimenti delle imprese beneficiano della solidità della domanda interna, delle condizioni di finanziamento favorevoli e della redditività delle imprese. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimangono robusti. Inoltre, l'espansione dell'attività mondiale dovrebbe continuare a stimolare le esportazioni dell'area dell'euro, seppure a un ritmo più contenuto.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata al 2,1 per cento a settembre, dal 2,0 per cento di agosto, soprattutto di riflesso all'andamento più vigoroso della componente dell'energia e dei beni alimentari. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio è probabile che nei prossimi mesi la variazione sui dodici mesi dell'inflazione complessiva oscilli intorno al livello attuale. Le misure dell'inflazione di fondo, ancorché rimaste generalmente contenute, sono cresciute rispetto ai valori minimi osservati in precedenza. Le pressioni interne sui costi stanno divenendo più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e dell'irrigidimento dei mercati del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo segni un rialzo verso la fine dell'anno per salire ulteriormente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'espansione economica in corso e dalla più vigorosa dinamica salariale.

L'analisi monetaria indica che lo scorso settembre la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è collocata al 3,5 per cento, dopo il 3,4 per cento di agosto. L'espansione dei prestiti al settore privato si è rafforzata ulteriormente, confermando la tendenza al rialzo che si osserva dagli inizi del 2014. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2018 indica che la crescita dei prestiti continua a essere sostenuta dall'incremento della domanda per tutte le tipologie e dalle favorevoli condizioni di concessione dei prestiti alle imprese e dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

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

Sulla base di questa valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che essi si mantengano sui livelli attuali almeno fino all'estate del 2019 e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che l'Eurosistema continuerà a effettuare acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) al nuovo ritmo mensile di 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018. Il Consiglio direttivo ha anticipato che, se i dati più recenti confermeranno le attuali prospettive per l'inflazione a medio termine, si porrà termine

agli acquisti netti. Il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

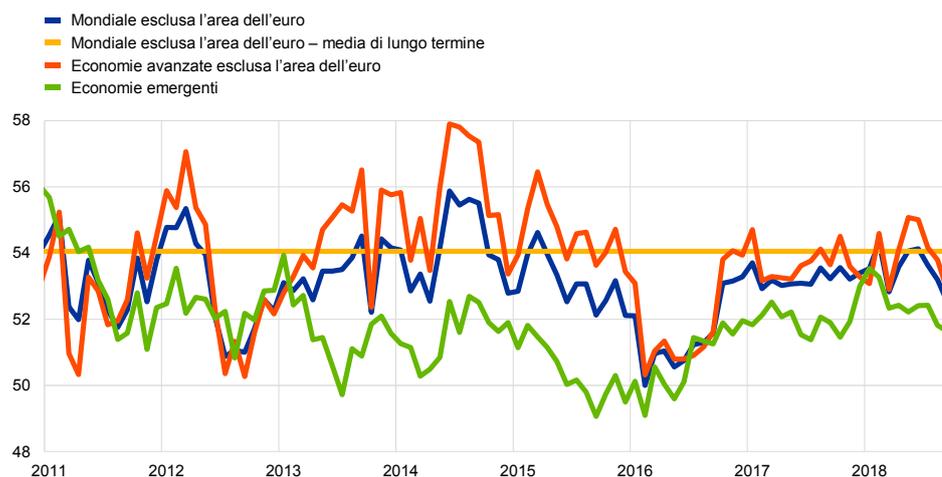
Nella recente fase di maturazione del ciclo economico mondiale, gli indicatori di indagine relativi alla crescita economica si sono indeboliti a livello internazionale.

L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è diminuito ulteriormente al di sotto della media di lungo periodo a settembre (cfr. grafico 1), collocandosi al livello più basso da due anni. Il calo va ricondotto sia alla componente manifatturiera che a quella dei servizi. Su base trimestrale, la media del PMI per il terzo trimestre del 2018 è scesa rispetto al periodo precedente. Una diminuzione del PMI composito relativo al prodotto è riscontrabile nelle principali economie avanzate, tra cui gli Stati Uniti, il Giappone e il Regno Unito. Nelle economie emergenti, è cresciuto in India ma si è indebolito in Cina, in Russia e in Brasile, dove è rimasto al di sotto del valore soglia di espansione.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

I rischi per l'economia mondiale restano orientati verso il basso, in un contesto caratterizzato dagli interventi e dalle minacce attuali da parte degli Stati Uniti di aumentare le tariffe commerciali e dalle potenziali ritorsioni da parte dei paesi interessati.

Il governo statunitense ha introdotto dazi sulle importazioni dalla Cina per ulteriori 200 miliardi di dollari con effetto a partire dal 24 settembre 2018, e la Cina ha risposto con dazi sulle esportazioni dagli Stati Uniti per ulteriori 60 miliardi di dollari. Vista la dimensione di queste ultime misure, l'incertezza circa il loro impatto è aumentata, soprattutto per quanto riguarda il clima di fiducia delle imprese e i piani di spesa in conto capitale. Anche le incertezze a livello delle politiche restano alte. Sebbene gli Stati Uniti stiano ponderando ulteriori dazi sulle esportazioni cinesi e un aumento delle misure protezionistiche nel settore automobilistico, un nuovo accordo tra Stati Uniti, Messico e Canada (USMCA) segnala un allentamento delle tensioni

commerciali. I rischi per la crescita mondiale connessi al crescente protezionismo restano nel complesso significativi.

Le condizioni finanziarie a livello mondiale rimangono favorevoli per le economie avanzate, generando effetti sfavorevoli per le economie emergenti.

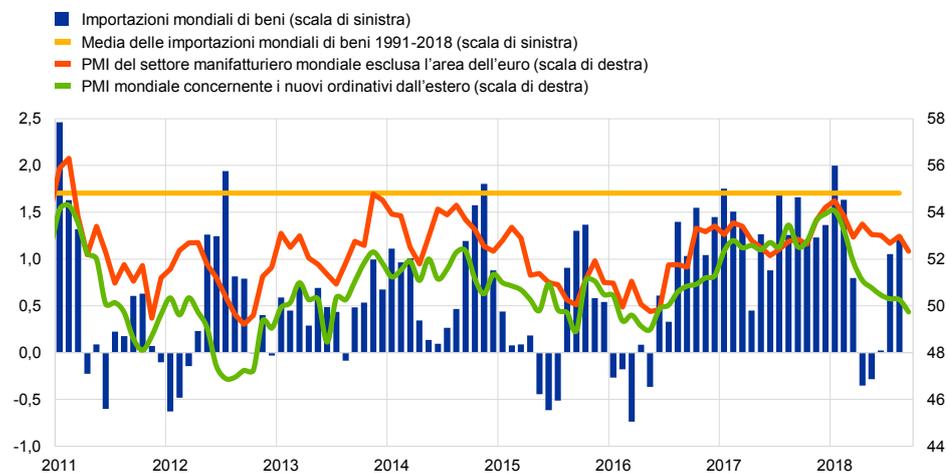
Complessivamente, le politiche monetarie si mantengono accomodanti nelle economie avanzate. Al tempo stesso, negli Stati Uniti a settembre, il Federal Open Market Committee ha alzato i tassi di riferimento in un contesto caratterizzato da una crescita sostenuta, un'inflazione crescente e un mercato del lavoro forte. A seguito di questa decisione, il rendimento dei titoli di Stato decennali statunitensi ha raggiunto il suo livello massimo dal 2011, mentre i mercati azionari mondiali sono calati nettamente. In Cina, le condizioni finanziarie sono migliorate in seguito ai provvedimenti della banca centrale della Repubblica Popolare Cinese assunti in risposta all'indebolimento delle prospettive per l'attività economica in presenza di crescenti tensioni commerciali. Più in generale, tuttavia, le condizioni finanziarie nelle economie emergenti restano tese e gravano sulle prospettive dell'attività economica. Nel complesso, nel corso degli ultimi mesi, il clima di fiducia a livello mondiale non si è completamente ristabilito, e sembra che gli investitori finanziari trattino in maniera sempre più differenziata le economie emergenti contraddistinte da squilibri significativi, da un elevato fabbisogno di finanziamento esterno e da un limitato spazio di manovra per il sostegno fornito dalle politiche. Inoltre, l'ulteriore innalzamento dei tassi negli Stati Uniti e il rafforzamento del dollaro potrebbero determinare nuovi inasprimenti delle condizioni finanziarie nelle economie emergenti.

La crescita del commercio mondiale ha registrato un rallentamento, ma le prospettive di breve periodo restano stabili. Dopo i dati molto modesti registrati nel secondo trimestre dell'anno, le importazioni mondiali di beni hanno segnalato un'ulteriore ripresa ad agosto, grazie alle importazioni più robuste da parte delle economie emergenti (cfr. grafico 2). Il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero è diminuito al punto da uscire dal territorio espansivo a settembre; tuttavia la media nel terzo trimestre dell'anno è rimasta al di sopra della soglia neutra. Altri indicatori del commercio forniscono segnali discordi. I dati recenti indicano nel complesso una crescita moderata ma costante del commercio nel terzo trimestre.

Grafico 2

Commercio internazionale di beni e indagini

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2018 per le importazioni mondiali di beni e a settembre 2018 per il PMI.

Ad agosto l'inflazione a livello mondiale è rimasta stabile. L'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ad agosto è rimasta inalterata al 2,9 per cento mentre, al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione si è attestata al 2,1 per cento. In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. Anche se nel medio periodo le spinte al rialzo provenienti dai prezzi del petrolio dovrebbero calare, la graduale diminuzione della capacità economica inutilizzata dovrebbe sostenere l'inflazione di fondo.

I mercati petroliferi hanno risentito soprattutto delle sanzioni statunitensi all'Iran. I prezzi del greggio di riferimento Brent sono aumentati, passando da un minimo di 70 dollari al barile raggiunto in estate agli 86 dollari al barile toccati il 3 ottobre, quando la prospettiva delle sanzioni ha cominciato a influenzare le esportazioni di petrolio iraniano e l'OPEC ha deciso di non aumentare ulteriormente la produzione. La contrazione più recente dei prezzi del petrolio a 76 dollari al barile il 23 ottobre è stata determinata dagli annunci da parte dell'Arabia Saudita e della Russia di un possibile aumento dell'offerta se necessario, assieme a un'ondata di vendite sul mercato azionario a livello mondiale e a previsioni al ribasso della crescita della domanda petrolifera. Dalla fine di luglio, i prezzi delle materie prime non petrolifere sono diminuiti all'incirca del 2 per cento. Mentre i prezzi dei prodotti alimentari sono leggermente scesi, quelli dei metalli sono saliti, soprattutto per effetto dei prezzi dei minerali ferrosi.

Negli Stati Uniti le prospettive per l'attività economica rimangono solide.

Nel secondo trimestre del 2018 il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 4,2 per cento, dopo il 2,2 per cento del primo trimestre. Questa netta accelerazione va ricondotta in parte al vigore delle esportazioni. Nella misura in cui tali esportazioni sarebbero state anticipate in risposta ai dazi futuri attesi, il sostegno degli scambi non dovrebbe perdurare. Inoltre, l'inasprimento delle tensioni commerciali tra

Stati Uniti e Cina potrebbe influenzare in maniera crescente il clima di fiducia delle imprese e di conseguenza la spesa per investimenti. Tuttavia, le prospettive di breve periodo restano robuste, sorrette da fondamentali macroeconomici solidi, nonché da un'ampia espansione fiscale prociclica. Al tempo stesso, a settembre il mercato del lavoro ha continuato a creare posti di lavoro a un ritmo robusto e il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente fino al 3,7 per cento, il valore più basso da dicembre 1969. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,3 per cento a settembre mentre, al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione si è mantenuta al 2,2 per cento.

In Giappone, l'attività economica è stata robusta nel secondo trimestre, ma le condizioni meteorologiche eccezionali hanno sollevato incertezze riguardo alle prospettive future. Dopo una contrazione moderata nel primo trimestre dell'anno, l'attività economica ha registrato un aumento nel secondo trimestre, favorita da forti investimenti. Le prospettive tuttavia rimangono caratterizzate da crescente incertezza. Dopo le forti piogge e le alluvioni di luglio nel Giappone occidentale, è probabile che l'impatto del tifone Jebi e del terremoto di Hokkaido, verificatisi a settembre, gravino sull'attività economica. Guardando ancor più avanti, l'economia giapponese dovrebbe tornare a una crescita moderata, anche se a un ritmo gradualmente decrescente, poiché la diminuzione della capacità produttiva inutilizzata e il calo del sostegno fiscale potrebbero limitare le prospettive di crescita nonostante la politica monetaria accomodante. Inoltre permangono le incertezze riguardo alle politiche commerciali, soprattutto per quanto riguarda i possibili dazi sul settore automobilistico giapponese. Gli indicatori del mercato del lavoro, al contempo, segnalano un ulteriore rafforzamento, mentre il rialzo dei prezzi e dei salari resta limitato. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice IPC è rimasta all'1,2 per cento a settembre mentre, al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione si è mantenuta prossima allo zero.

Nel Regno Unito, la crescita del PIL reale ha registrato una modesta ripresa nel secondo trimestre. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo che la crescita nel primo trimestre ha subito una lieve revisione al ribasso, allo 0,1 per cento. I consumi delle famiglie sono diminuiti, mentre le componenti legate agli investimenti e alla spesa per il commercio sono state pesantemente riviste al ribasso, mostrando in entrambi i casi delle contrazioni per due trimestri consecutivi. Le informazioni più recenti desunte dalle indagini PMI suggeriscono che nel terzo trimestre il tasso di espansione del PIL rispetto al trimestre precedente potrebbe collocarsi su un livello analogo, anche se gli indicatori di breve periodo per il settore manifatturiero orientato alle esportazioni segnalano una prospettiva meno ottimista. Ciò è in linea con un contesto di indebolimento della crescita a livello internazionale, di tensioni commerciali crescenti e di maggiore incertezza riguardo all'esito dei negoziati per l'uscita del paese dall'Unione Europea a marzo 2019. Dopo aver fatto registrare un lieve incremento durante l'estate, a settembre l'inflazione è tornata al 2,4 per cento, dal 2,7 di agosto. La volatilità osservata nei mesi estivi era in larga misura attesa, per effetto dei precedenti andamenti dei prezzi petroliferi e di un leggero indebolimento della sterlina attorno alla fine del secondo trimestre dell'anno.

In Cina, il tasso di incremento del PIL si è attenuato solo lievemente nel terzo trimestre del 2018, in presenza di un sostegno aggiuntivo fornito dalle politiche.

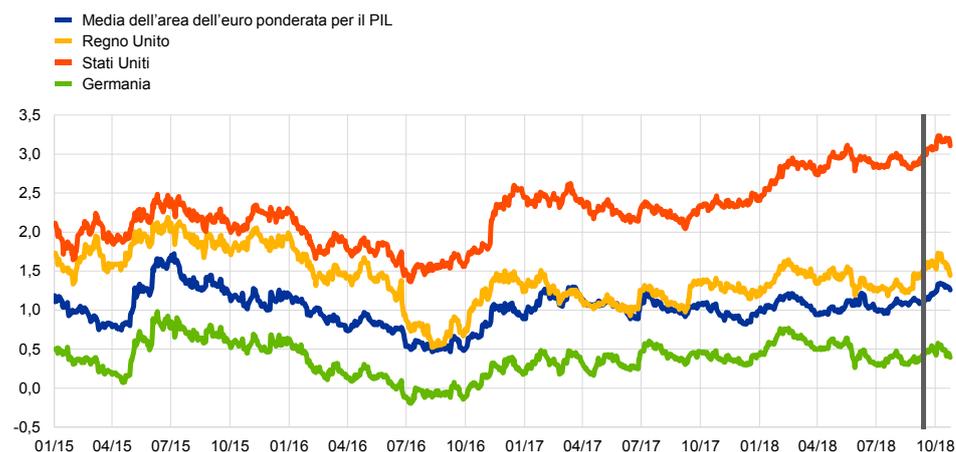
Nel terzo trimestre del 2018 il PIL in termini reali è salito al 6,5 per cento sul periodo corrispondente, grazie all'andamento vigoroso dei consumi e delle esportazioni e al sostegno fornito dalle politiche governative. Tuttavia, nel breve termine, il rallentamento del mercato dell'edilizia residenziale e gli effetti ritardati del precedente inasprimento finanziario potrebbero gravare sulla crescita. Inoltre si prevede che i nuovi dazi introdotti dal governo statunitense per ulteriori 200 miliardi di dollari sulle esportazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti abbiano effetti avversi sull'attività economica. Per mitigare tali effetti, le autorità cinesi hanno annunciato un ampio pacchetto di misure non tariffarie per facilitare la crescita commerciale e promuovere gli investimenti nazionali. Inoltre i responsabili delle politiche cinesi hanno deciso di abbassare il dazio medio sulle importazioni dal 9,8 per cento del 2017 al 7,5 per cento a partire dal 1° novembre. A settembre l'inflazione complessiva misurata sull'indice IPC è leggermente aumentata al 2,5 per cento, mentre l'inflazione strutturale è calata all'1,7 per cento.

I rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati dalla metà di settembre (cfr. grafico 3). Nel periodo in esame (dal 13 settembre al 24 ottobre), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di 18 punti base, raggiungendo l'1,28 per cento, in un contesto caratterizzato da un aumento dei tassi privi di rischio a livello mondiale e da crescenti tensioni nei mercati del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro. Rispetto al rendimento dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni, il differenziale sulle obbligazioni sovrane italiane a dieci anni si è ampliato di 86 punti base, arrivando al 3,22 per cento, mentre i differenziali su titoli analoghi emessi da Spagna e Portogallo si sono ampliati in misura lievemente inferiore. I rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti di 20 punti base, toccando il 3,17 per cento, negli Stati Uniti, mentre sono scesi all'1,48 per cento, riducendosi di 3 punti base, nel Regno Unito.

Grafico 3

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 settembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 24 ottobre 2018.

Sono calati gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario nell'area dell'euro. Nel periodo di riferimento, le quotazioni del mercato azionario delle società finanziarie e non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono scese del 7 per cento circa per effetto di un aumento del tasso di sconto e dei premi per il rischio, in un contesto di tensione sui mercati dei titoli di Stato dell'area. Tuttavia, le aspettative di utili societari elevati hanno continuato a sostenere le quotazioni azionarie all'interno dell'area. Nel periodo in esame, sono scese anche le quotazioni azionarie delle SNF e delle società finanziarie statunitensi, rispettivamente del 6 e del 7,5 per cento. In considerazione di tali andamenti, le aspettative del mercato circa la futura volatilità delle quotazioni azionarie sono aumentate sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, attestandosi, su base annua, rispettivamente al 21,5 e al 21 per cento. In termini storici, tali livelli permangono relativamente bassi.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle SNF dell'area dell'euro si sono mantenuti relativamente al riparo dalle tensioni nei mercati azionari e del debito sovrano. In confronto a metà settembre, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è sceso di 3 punti base, a 64 punti base. I differenziali sul debito del settore finanziario con alto merito di credito sono saliti di 3 punti base, a 93 punti base. Nonostante l'aumento dei rendimenti nella prima metà del 2018, i differenziali delle obbligazioni societarie si sono mantenuti significativamente inferiori (50-60 punti base) ai livelli osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato tra -35 e -37 punti base. La liquidità in eccesso è scesa di circa 37 miliardi di euro, a 1.867 miliardi circa. Tale calo è stato determinato da un aumento dei fattori autonomi netti, dalla scadenza della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e da alcuni rimborsi anticipati delle somme prese in prestito nell'ambito della seconda serie di tali operazioni (OMRLT-II). Allo stesso tempo, il calo della liquidità in eccesso è stato parzialmente compensato dal proseguimento degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema.

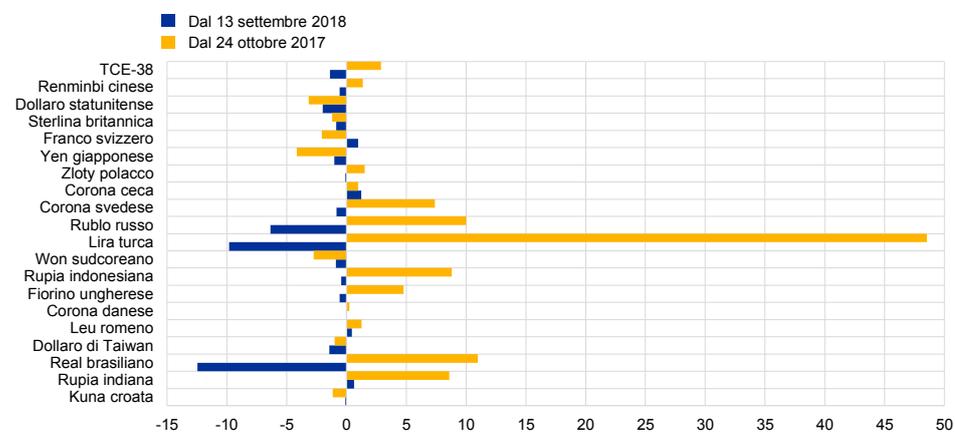
La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto nel periodo esaminato. Gli operatori di mercato hanno rivisto al rialzo le proprie aspettative sui tassi di interesse a più lungo termine. La curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali precedenti ottobre 2020, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è indebolito dell'1,4 per cento. In termini bilaterali, l'euro si è deprezzato rispetto alle valute delle principali economie avanzate, in particolare rispetto al dollaro statunitense (del 2,0 per cento), di riflesso alle aspettative sull'evoluzione della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, rispetto allo yen giapponese (dell'1,0 per cento) e rispetto alla sterlina britannica (dello 0,9 per cento). L'euro si è svalutato anche nei confronti delle valute della maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, nonché del renminbi cinese (dello 0,6 per cento) e delle valute di altre importanti economie emergenti, quali la Turchia, la Russia e il Brasile, sostenute da un clima di mercato in miglioramento dopo il significativo deprezzamento verificatosi in precedenza. Nello stesso periodo, l'euro si è rafforzato dell'1,0 per cento rispetto al franco svizzero.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 24 ottobre 2018.

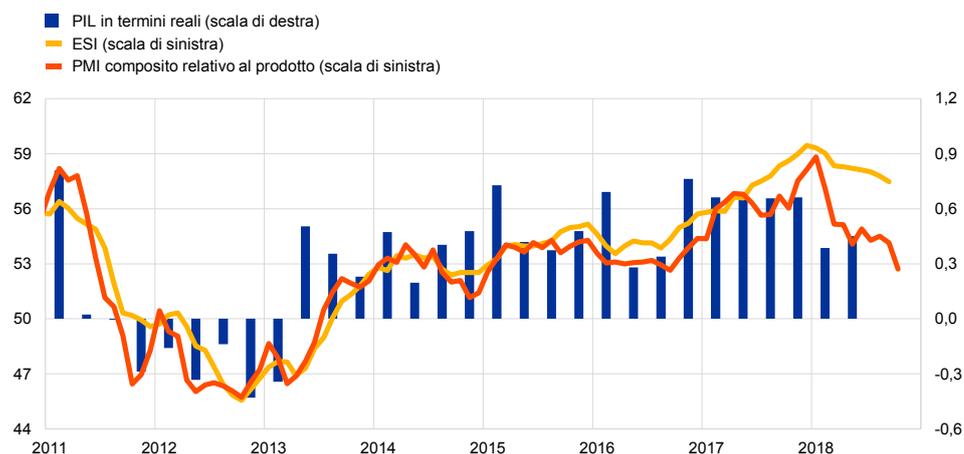
3 Attività economica

Le informazioni più recenti, pur indicando un'evoluzione lievemente più debole rispetto alle attese, restano nel complesso coerenti con il procedere di un'espansione economica generalizzata. Nei primi due trimestri dell'anno il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo la dinamica particolarmente sostenuta osservata nei precedenti cinque trimestri (cfr. grafico 5). La domanda interna ha fornito un apporto positivo ai risultati del secondo trimestre, mentre l'interscambio commerciale netto e la variazione delle scorte hanno avuto un impatto neutro sulla dinamica del PIL. Gli indicatori economici, con i risultati delle indagini che rimangono nel complesso su livelli elevati, segnalano una prosecuzione della crescita nella seconda metà dell'anno.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre 2018 per il PIL reale, a settembre 2018 per l'ESI e a ottobre 2018 per il PMI.

Nel secondo trimestre l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,4 per cento sul periodo precedente nei diversi paesi e settori dell'area dell'euro. La media di ore lavorate è aumentata sensibilmente nel secondo trimestre, recuperando il calo dovuto all'impatto temporaneo di assenze per malattia e scioperi nel trimestre precedente¹. Tenuto conto dell'incremento più recente, l'occupazione si colloca su un valore del 2,4 per cento superiore al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. A partire dal minimo raggiunto nel secondo trimestre del 2013, l'espansione cumulata dell'occupazione nell'area dell'euro è pari a 9,2 milioni di persone. Alla forte crescita occupazionale registrata durante questo periodo di espansione economica si è accompagnata la sostanziale stabilità delle ore medie lavorate, che riflette principalmente l'impatto di svariati fattori strutturali (ad es. la quota consistente di lavoratori a tempo parziale sul totale degli occupati).

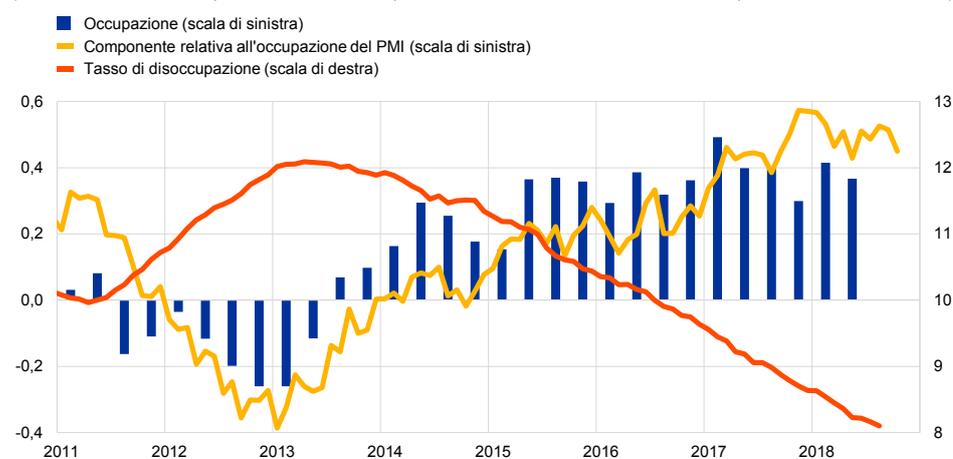
¹ Cfr. il riquadro *Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano il perdurare del vigore del mercato del lavoro nei trimestri a venire. Il tasso di disoccupazione complessiva dell'area ha registrato un ulteriore calo ad agosto, collocandosi all'8,1 per cento (cfr. grafico 6), il livello più basso registrato da novembre 2008. In prospettiva, gli indicatori delle indagini segnalano il proseguire della crescita occupazionale nel terzo trimestre dell'anno.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

I redditi delle famiglie hanno continuato a sostenere la crescita dei consumi privati. Nel secondo trimestre del 2018 i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita più vivace nel primo.

Da un lato, tale rallentamento sembra riflettere fattori temporanei avversi (come l'impatto degli scioperi sulla spesa legata ai trasporti in Francia) e, dall'altro, il venir meno di fattori temporanei positivi nel primo trimestre (maggiore consumo energetico dovuto a un inverno rigido). Su base annua, i consumi sono aumentati dell'1,3 per cento nel secondo trimestre del 2018, in lieve rallentamento rispetto al primo, quando erano cresciuti dell'1,6 per cento. Allo stesso tempo, la crescita annuale del reddito reale disponibile delle famiglie è aumentata, passando dall'1,7 per cento del primo trimestre all'1,9 del secondo. Pertanto al rallentamento della crescita dei consumi è corrisposto un aumento del tasso di variazione dei risparmi sui dodici mesi: dal 3,4 per cento del primo trimestre al 5,9 per cento nel secondo. Il tasso di risparmio delle famiglie è salito al 12,0 per cento nel secondo trimestre, lievemente al di sopra del minimo storico dell'11,9 per cento registrato nei precedenti tre trimestri.

La crescita dei consumi privati dovrebbe mostrare una certa tenuta nei prossimi trimestri. I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano una prosecuzione della crescita della spesa per consumi nel terzo trimestre di quest'anno. Tuttavia, è importante osservare che il legame fra immatricolazioni di nuove vetture e acquisti di automobili, che

alimenta l'espansione dei consumi privati, è probabilmente soggetto a una distorsione al momento, poiché sembra che un'ampia parte delle immatricolazioni di agosto siano state effettuate da produttori/rivenditori piuttosto che da consumatori. Il quadro di una solida e protratta dinamica dei consumi è confermato anche da altri indicatori. Ad esempio, la ricchezza netta delle famiglie ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre e quindi a fornire ulteriore supporto all'espansione dei consumi privati. I risultati delle indagini più recenti mostrano inoltre ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro, che dovrebbero continuare a sostenere il reddito aggregato e, quindi, la spesa per consumi. In aggiunta, sebbene nel corso del 2018 la fiducia dei consumatori sia diminuita, essa si mantiene ancora su un livello elevato e ben al di sopra della sua media di lungo periodo.

Dopo un debole primo trimestre del 2018, la crescita degli investimenti è stata caratterizzata da una ripresa nel secondo. La crescita trimestrale dell'1,4 per cento degli investimenti nel secondo trimestre di quest'anno è dovuta a un aumento degli investimenti in impianti, macchinari e, in misura minore, prodotti di proprietà intellettuale (il riquadro 3 fornisce un quadro dell'andamento degli investimenti in attività immateriali nell'area dell'euro). Al tempo stesso, il tasso di crescita trimestrale degli investimenti nel settore delle costruzioni è salito all'1,1 per cento. Di contro, nello stesso trimestre, gli investimenti in mezzi di trasporto sono notevolmente diminuiti. Per quanto riguarda il terzo trimestre del 2018, gli indicatori di breve periodo segnalano un proseguimento della crescita. I dati mensili collocano la produzione di beni di investimento a luglio e ad agosto in media su un valore superiore dello 0,7 per cento rispetto al loro livello medio del secondo trimestre, in cui su base trimestrale sono cresciuti dello 0,8 per cento. D'altra parte, indicatori quali l'utilizzo della capacità produttiva (in lieve calo ma ancora elevato), il clima di fiducia e gli ordini (entrambi più bassi) segnalano alcuni rischi al ribasso per la dinamica espansiva degli investimenti diversi dalle costruzioni. Quanto agli investimenti in costruzioni, i dati mensili sulla produzione edile raccolti fino ad agosto indicano che la crescita si protrarrà nel terzo trimestre del 2018, sebbene in moderazione.

Dovrebbe proseguire una solida espansione degli investimenti, sostenuta da una robusta domanda interna e da condizioni di finanziamento favorevoli. I conti settoriali dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2018 indicano che i margini operativi (misurati dal rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto) sono rimasti sostanzialmente invariati dalla fine del 2015 e continuano a mantenersi prossimi ai valori medi di lungo periodo. Tuttavia, è possibile che le incertezze riguardo alla futura introduzione di un aumento dei dazi abbiano già influenzato negativamente le decisioni di investimento. Quanto agli investimenti nel settore delle costruzioni, l'aumento delle intenzioni di acquistare o ristrutturare da parte delle famiglie, insieme alle positive previsioni dei costruttori su prezzi e occupazione, segnalano una dinamica favorevole per il settore delle costruzioni nel breve periodo. Tuttavia, poiché le condizioni di finanziamento dovrebbero inasprirsi lievemente, potrebbero emergere gradualmente opportunità alternative di investimento a lungo termine.

All'inizio del terzo trimestre del 2018 la crescita dell'interscambio nell'area dell'euro è rimasta moderata. Sulla base delle informazioni disponibili fino ad

agosto, le esportazioni nominali di beni nell'area dell'euro sono aumentate dell'1,1 per cento sul periodo precedente, lievemente al di sotto dei dati registrati nel secondo trimestre del 2018 (1,3 per cento sul periodo precedente). Di contro, le esportazioni verso i paesi esterni all'area dell'euro hanno avuto un lieve recupero ad agosto (un aumento del 2,1 per cento, dopo una contrazione di circa l'1,1 per cento a luglio), indicando una certa accelerazione su base congiunturale rispetto al secondo trimestre. Ad agosto le importazioni nominali dell'area dell'euro sono diminuite dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo essere aumentate dello 0,9 per cento a luglio. Utilizzando le informazioni disponibili fino ad agosto, le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro sono aumentate del 2,8 per cento in termini nominali nel terzo trimestre, riflettendo un'accelerazione rispetto al secondo trimestre del 2018 (2,2 per cento sul periodo precedente). Gli indicatori anticipatori, come l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero e la valutazione dei livelli degli ordini dall'estero della Commissione europea sono coerenti con un peggioramento degli andamenti delle esportazioni e mostrano un calo a ottobre, in un contesto caratterizzato da una tendenza al ribasso a partire dall'inizio dell'anno. I dati effettivi, quali i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero dei paesi esterni all'area dell'euro, hanno avuto una ripresa ad agosto, dopo un certo peggioramento a giugno e luglio.

Nel complesso, i più recenti indicatori economici suggeriscono il perdurare di un'espansione generalizzata. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è tornata a salire e ha registrato un aumento relativamente forte ad agosto, dopo il netto calo dei due mesi precedenti. Tuttavia, nei mesi di luglio e agosto la produzione si è attestata mediamente su valori dello 0,2 per cento inferiori rispetto al livello registrato nel secondo trimestre del 2018, quando era aumentata dello 0,1 per cento su base trimestrale. Tale debolezza è in parte correlata ai temporanei colli di bottiglia nella produzione delle automobili, provocati dalle procedure di controllo dopo che dal 1° settembre è stata introdotta la procedura di controllo armonizzata a livello mondiale per i veicoli leggeri (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP). Le indagini più recenti segnalano una crescita forte e perdurante, con ritmi simili, o lievemente inferiori, a quelli della prima metà dell'anno. Il PMI composito relativo al prodotto si è collocato in media a 54,3 nel terzo trimestre, rispetto a 54,7 nel secondo, prima di scendere a 52,7 in ottobre. Nel contempo l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è sceso a 112,5 nel terzo trimestre da 114,0 nel secondo (cfr. grafico 5). Entrambi gli indicatori si mantengono ben al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

L'espansione economica è sostenuta dalla domanda interna e da persistenti miglioramenti nel mercato del lavoro. Tuttavia, alcuni recenti andamenti in determinati settori esercitano un impatto sul profilo di crescita a breve termine. Le misure di politica monetaria della BCE continuano a fornire sostegno alla domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dalla perdurante crescita dell'occupazione e dall'aumento delle retribuzioni. Al tempo stesso, gli investimenti delle imprese beneficiano della solidità della domanda interna, delle condizioni di finanziamento favorevoli e della redditività delle imprese. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimangono robusti. Inoltre, l'espansione dell'attività mondiale dovrebbe continuare a stimolare le esportazioni dell'area dell'euro, seppure in misura inferiore. I risultati

dell'ultima [ECB Survey of Professional Forecasters](#), condotta agli inizi di ottobre, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste al ribasso per il 2018 e il 2019 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di luglio. Il quadro per il 2020 è rimasto invariato.

I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro vengono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Nel contempo permangono notevoli rischi connessi al protezionismo, alle vulnerabilità dei mercati emergenti e alla volatilità dei mercati finanziari.

4 Prezzi e costi

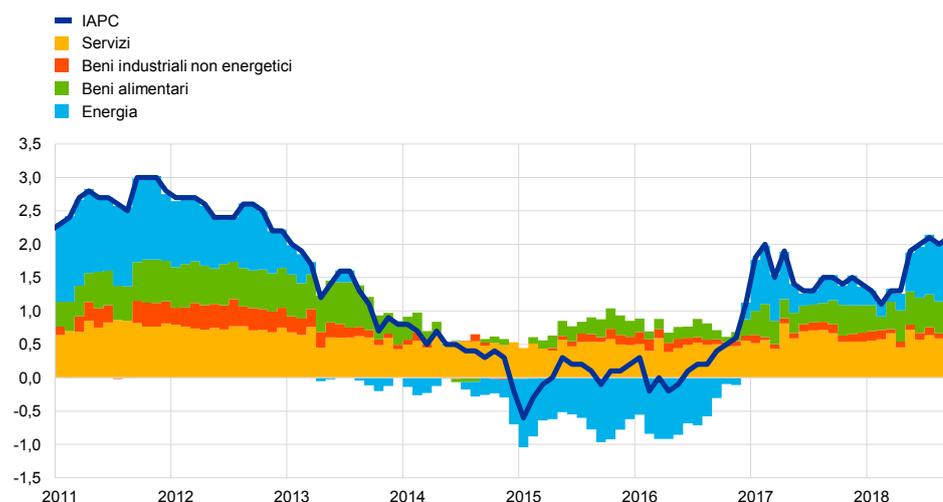
Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 2,1 per cento a settembre dal 2,0 per cento di agosto (cfr. grafico 7).

Tale aumento è riconducibile al contributo lievemente maggiore delle componenti dei beni alimentari ed energetici, mentre i contributi provenienti dalle componenti dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici sono rimasti pressoché invariati. Negli ultimi mesi un apporto significativo all'inflazione complessiva è stato dato dai prezzi dei beni energetici. Tale contributo varia notevolmente tra i diversi paesi dell'area dell'euro, in parte in ragione del diverso grado di trasmissione dei corsi petroliferi ai prezzi al consumo dei beni energetici (cfr. il riquadro *Il ruolo dei prezzi dell'energia negli andamenti recenti dell'inflazione: un confronto fra paesi* in questo numero del Bollettino).

Grafico 7

Contributo delle componenti dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2018.

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste in genere modeste, ma sono più elevate rispetto ai valori minimi toccati in precedenza. A settembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari era pari allo 0,9 per cento, invariata rispetto ad agosto e rivista al ribasso da un iniziale 1,0 per cento.

Nel medesimo periodo, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici, beni alimentari e componenti molto volatili (quali le voci legate a viaggi e abbigliamento e calzature) è rimasta stabile. Negli ultimi mesi, movimenti laterali dell'inflazione di fondo sono stati evidenziati anche da due misure basate su modelli, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore. Nondimeno, ciascuna misura, statistica o basata su modelli, si è attestata su livelli superiori in confronto ai rispettivi punti di minimo registrati nel 2016.

Le spinte inflative lungo la filiera produttiva per i beni industriali non energetici nel paniere dello IAPC hanno continuato ad aumentare.

Il tasso di inflazione sui dodici mesi per i beni di consumo non alimentari importati è salito al -0,4 per cento a luglio, in aumento dal livello minimo pari a -2,7 per cento registrato ad aprile. L'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è aumentata, passando dallo 0,5 per cento di giugno allo 0,6 per cento di luglio e agosto². Si è trattato del risultato più alto dalla fine del 2012, segno di un proseguimento della ripresa dai livelli minimi del 2016, che si attestavano in media intorno allo 0,0 per cento. Tale capacità di tenuta a fronte delle pressioni al ribasso derivanti dal forte apprezzamento dell'euro nel 2017 potrebbe essere riconducibile all'effetto di compensazione proveniente dal rafforzamento delle pressioni interne sui costi. Le pressioni sui prezzi sono rimaste forti nei primi stadi della catena di approvvigionamento; l'inflazione alla produzione per i beni intermedi era pari al 3,2 per cento ad agosto, invariata rispetto a luglio.

La dinamica della crescita salariale indica un rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi.

Tutti i principali settori e la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro hanno contribuito alla crescita sui dodici mesi del reddito per occupato negli ultimi trimestri. Questo aumento generalizzato della crescita delle retribuzioni, unitamente alle informazioni sugli accordi salariali negoziati relativi ai prossimi uno o due anni, conferma l'aspettativa di un ulteriore incremento dei salari. Complessivamente, gli andamenti recenti di tale dinamica hanno seguito il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, man mano che altri fattori che hanno frenato la crescita salariale, quali la bassa inflazione passata e l'impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi, continuano a venire meno.

Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. grafico 8).

Il 24 ottobre il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato all'1,67 per cento. Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un ritorno graduale dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. La probabilità neutrale al rischio di deflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, resta trascurabile. I risultati dell'[indagine della BCE presso i previsori professionali](#) (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al quarto trimestre del 2018 indicano aspettative di inflazione complessiva media pari all'1,7 per cento per il 2018, il 2019 e il 2020, invariate rispetto a quanto emerso dall'indagine precedente. Secondo l'SPF, l'inflazione media a più lungo termine attesa per l'area dell'euro ha continuato ad attestarsi all'1,9 per cento.

² Gli indici dei prezzi alla produzione dell'area dell'euro relativi ad agosto 2018 non includono i dati riferiti alla Germania, che sono stati resi noti solo dopo la diffusione degli indici per l'area dell'euro in ragione dell'adozione di nuovi pesi. Gli indici dei prezzi alla produzione dell'area dell'euro che verranno diffusi a novembre 2018 con riferimento al mese di settembre includeranno dati nuovi e rivisti per la Germania; gli indici dell'area dell'euro verranno rivisti di conseguenza.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- SPF 4° trim. 2018
- SPF 3° trim. 2018
- SPF 2° trim. 2018
- Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (settembre 2018)
- Previsioni di Consensus Economics (11 ottobre 2018)
- ◆ Misure delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato (ottobre 2018)
- IAPC



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro e Consensus Economics.

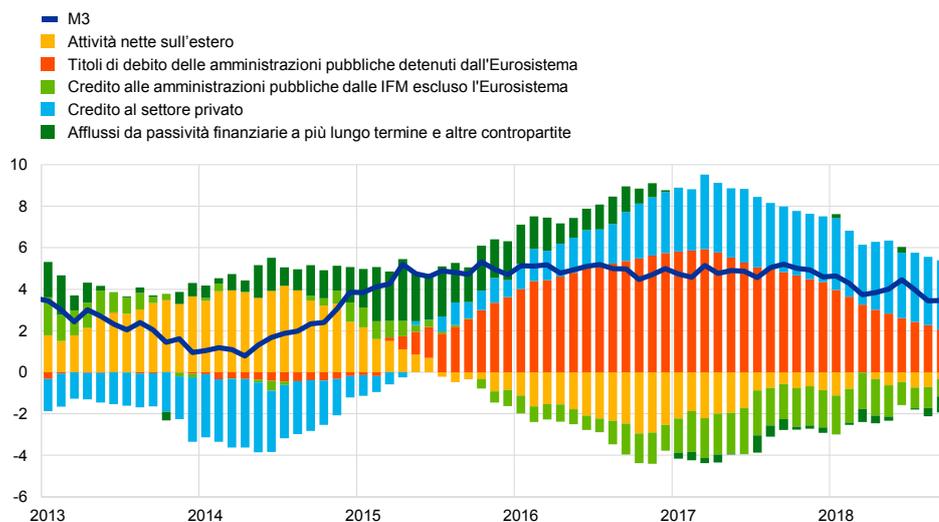
Note: l'indagine SPF relativa al secondo trimestre del 2018 è stata condotta tra il 4 e il 10 aprile 2018, quella relativa al terzo trimestre è stata condotta dal 2 al 6 luglio 2018, mentre l'SPF relativa al quarto trimestre è stata svolta tra il 1° e il 5 ottobre 2018. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per l'inflazione ricavata dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 24 ottobre 2018. Nella SPF per il secondo trimestre del 2018 le aspettative a più lungo termine sono riferite al 2022, mentre in quella per il terzo e il quarto trimestre del 2018 sono riferite al 2023.

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato a crescere nel secondo trimestre del 2018. Secondo l'indicatore della BCE dei prezzi degli immobili residenziali, nel secondo trimestre di quest'anno i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annua del 4,1 per cento, in ribasso dal 4,3 per cento del primo trimestre, confermando un ulteriore consolidamento del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta generalmente stabile a settembre. Interrompendo il calo che prosegue dall'ultimo picco (5,2 per cento) registrato a settembre 2017, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha toccato il 3,5 per cento a settembre, in rialzo dal 3,4 per cento ad agosto (cfr. grafico 9), grazie a un significativo afflusso verso i depositi overnight. Inoltre, la riduzione degli acquisti netti (da 80 a 60 miliardi di euro ad aprile 2017 e successivamente a 30 miliardi a gennaio 2018) ha comportato un più contenuto impatto positivo del programma di acquisto di attività (PAA) sulla crescita di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, che comprende le componenti più liquide di M3, ha nuovamente fornito un importante contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio, salendo al 6,8 per cento a settembre (dal 6,4 per cento ad agosto). L'espansione dell'aggregato monetario ha continuato a beneficiare della sostenuta crescita economica e del basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse molto bassi.

Grafico 9
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Tale contropartita comprende sia i prestiti delle IFM al settore privato sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario. L'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2018.

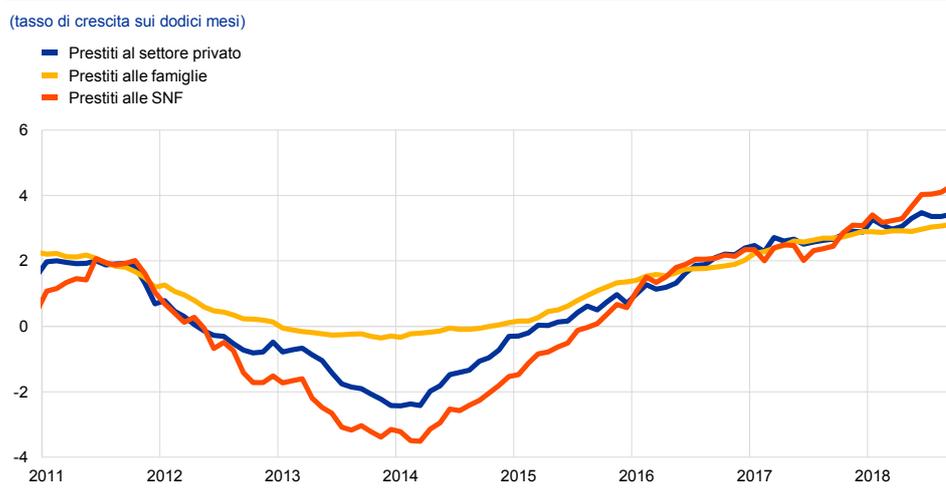
Le fonti interne di creazione di moneta sono rimaste la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio. Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo alla crescita di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 9), in un contesto contraddistinto dalla menzionata riduzione degli acquisti netti mensili nell'ambito del PAA. La riduzione del contributo degli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema alla crescita di M3 è stata attenuata da un moderato incremento dell'apporto del credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 9). Per contro, la

vendita di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) ha frenato la crescita di M3 (cfr. le aree verde chiaro degli istogrammi nel grafico 9). Infine, il contributo negativo delle attività nette sull'estero, che riflette sia l'incertezza globale sia le preferenze degli investitori, si è attenuato a settembre (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 9).

L'espansione dei prestiti al settore privato si è rafforzata ulteriormente, mantenendo la tendenza al rialzo che si osserva dagli inizi del 2014.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è rimasto stabile al 3,4 per cento a settembre (cfr. grafico 10). Esso ha beneficiato di un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), che ha raggiunto il 4,3 per cento a settembre, in rialzo dal 4,1 per cento di agosto. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,1 per cento. Mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto moderato in prospettiva storica, si è verificata una notevole espansione dei nuovi prestiti. La ripresa della crescita dei prestiti è stata favorita dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), nonché dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se il volume dei crediti deteriorati in alcuni paesi resta elevato e potrebbe limitare l'intermediazione finanziaria³.

Grafico 10
Prestiti al settore privato



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

L'allentamento dei criteri per la concessione del credito e la crescente domanda nel terzo trimestre del 2018 hanno continuato a sostenere la crescita dei prestiti. Secondo l'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di ottobre 2018

Cfr. anche il capitolo 3 della [Financial Stability Review](#), BCE, maggio 2018.

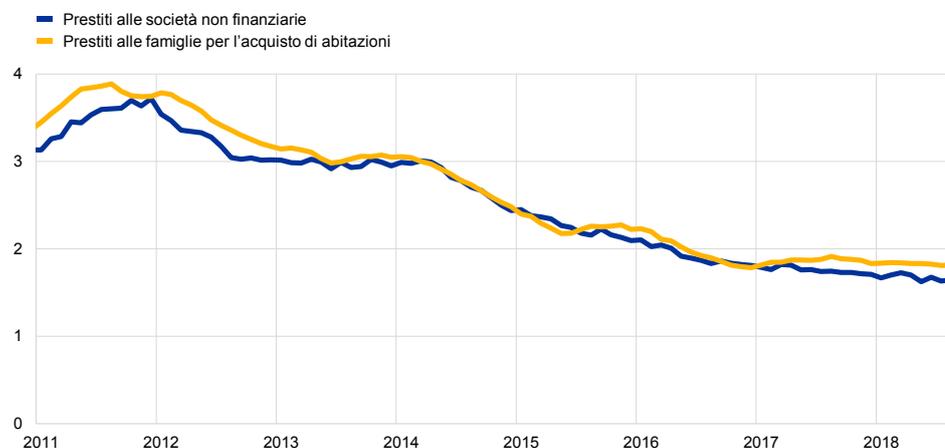
l'allentamento netto dei criteri di erogazione del credito è stato principalmente determinato dalle pressioni concorrenziali e, in misura minore, da un'attenuazione del rischio percepito. Le banche hanno inoltre segnalato una crescita della domanda netta in tutte le categorie di prestiti, dovuta in gran parte al basso livello generale dei tassi di interesse, agli investimenti fissi, alle scorte e al capitale circolante, all'attività di fusione e acquisizione, alle prospettive favorevoli del mercato degli immobili residenziali e alla fiducia dei consumatori. Secondo quanto riportato dagli istituti di credito riguardo al PAA, esso ha migliorato la loro posizione di liquidità e le condizioni di finanziamento sul mercato, ma ha avuto ricadute negative sulla loro redditività per via della riduzione dei margini netti di interesse. Il PAA ha esercitato un effetto di allentamento sulle condizioni e sui termini applicati in tutte le categorie di prestito e ha avuto conseguenze positive sui volumi dei prestiti erogati dalle banche, anche se tali effetti sono stati più contenuti rispetto al periodo di segnalazione precedente. In aggiunta, è stato indicato che il valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale esercita un impatto positivo sui volumi dei prestiti, mentre grava sul margine di interesse netto delle banche.

I tassi sui prestiti molto favorevoli hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro. Ad agosto 2018 il tasso sui prestiti bancari alle SNF è rimasto sostanzialmente stabile all'1,65 per cento, molto prossimo al minimo storico rilevato a maggio di quest'anno. Nello stesso mese, il tasso sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni è rimasto stabile ad agosto all'1,81 per cento, anch'esso molto vicino al minimo storico risalente a dicembre 2016 (cfr. grafico 11). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa e maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF e alle piccole imprese (supponendo che i prestiti di entità molto contenuta, fino a 250.000 euro, siano concessi principalmente a piccole imprese) è risultata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che sono stati più esposti alla crisi finanziaria. Ciò indica una più uniforme trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 11

Tassi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

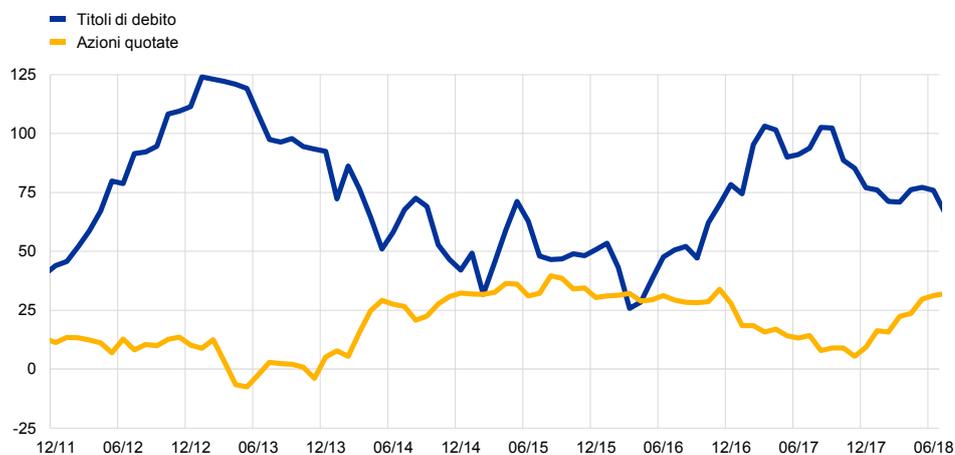
Note: i tassi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2018.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro è diminuita nei primi due mesi del terzo trimestre del 2018 rispetto ai mesi corrispondenti del trimestre precedente. Gli ultimi dati della BCE mostrano che, su base netta, il flusso totale dei titoli di debito emessi dalle SNF a luglio e agosto 2018 è rimasto marginalmente positivo e in linea con i consueti andamenti stagionali osservati negli ultimi anni. Da una prospettiva di medio termine (cfr. grafico 12), è proseguita la riduzione dei flussi annuali di titoli di debito dai livelli massimi raggiunti circa un anno fa. I dati di mercato disponibili indicano un considerevole aumento dei titoli di debito emessi nel periodo compreso tra settembre e ottobre 2018. L'emissione netta totale di azioni quotate da parte di SNF è stata negativa a luglio e agosto 2018, in linea con l'andamento stagionale della serie. Nonostante un lieve calo registrato ad agosto rispetto al mese precedente, i flussi annuali sono rimasti prossimi ai massimi livelli rilevati dal 2012.

Grafico 12

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 ad agosto 2018.

I costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro sono cresciuti marginalmente nei primi due mesi del terzo trimestre del 2018.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è salito al 4,7 per cento circa ad agosto, in rialzo dal 4,6 per cento di giugno, rimanendo, secondo le previsioni, su tale livello fino a ottobre. Sebbene attualmente le stime collochino il costo del finanziamento circa 41 punti base al di sopra del minimo storico toccato ad agosto 2016, tale valore resta considerevolmente più basso rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014. L'incremento del costo del finanziamento registrato dalla fine del secondo trimestre del 2018 rispecchia un aumento del costo del capitale di rischio e, per quanto concerne la fase più recente, un aumento del costo dei titoli di debito emessi sul mercato. Il costo dei prestiti bancari sia a breve che a lungo termine è rimasto relativamente stabile nel medesimo periodo.

Riquadri

1 Acquisto di obbligazioni verdi nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema

a cura di Roberto A. De Santis, Katja Hettler, Madelaine Roos e Fabio Tamburrini

Il presente riquadro esamina l'impatto del programma di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema sul crescente mercato delle obbligazioni verdi⁴.

Descrive la composizione delle consistenze di obbligazioni verdi detenute dall'Eurosistema e valuta gli andamenti dei loro prezzi e volumi in essere, per poi analizzare la misura in cui tali obbligazioni possono essere state influenzate dal PAA.

Il PAA si prefigge lo scopo di sostenere un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione in linea con l'obiettivo primario della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi, definita come un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo. I criteri di idoneità per il PAA sono deliberatamente ampi al fine di includere un'ampia varietà di titoli acquistabili.

Ciò sostiene l'efficacia del programma ed evita distorsioni in specifici segmenti di mercato. L'attuazione del PAA è ispirata al principio di neutralità rispetto al mercato e non opera distinzioni in senso positivo o negativo sulla base di criteri ambientali o di altra natura. Nel caso specifico del programma di acquisto di attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), che ha l'obiettivo di rafforzare ulteriormente la trasmissione dei benefici derivanti dall'acquisto di attività alle condizioni di finanziamento dell'economia reale, l'acquisto di titoli emessi dalle società non bancarie riflette in misura proporzionale il valore di mercato di tutte le obbligazioni idonee in termini di settori di attività o rating.

Benché nel PAA non vi sia un esplicito obiettivo ambientale, la BCE ha acquistato obbligazioni verdi sia nell'ambito del CSPP, sia nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Tali acquisti hanno contribuito alla costituzione di un portafoglio ben diversificato.

Il termine "obbligazioni verdi" si riferisce a titoli di debito i cui proventi sono utilizzati per finanziare progetti di investimento che generano benefici in termini ambientali. Esistono diversi approcci per la definizione e certificazione delle obbligazioni verdi e non si è affermato, finora, alcuno standard di mercato a livello internazionale⁵. Se da un lato molte obbligazioni verdi sono tali in virtù di un'autocertificazione, dall'altro alcune giurisdizioni hanno sviluppato il proprio sistema

⁴ Nel presente riquadro le "obbligazioni verdi" sono definite sulla base della classificazione di Bloomberg relativa all'utilizzo dei proventi delle obbligazioni, laddove questi ultimi sono impiegati esclusivamente in progetti verdi nuovi o esistenti, ossia in programmi e attività che perseguono obiettivi di sostenibilità climatica o ambientale di altro tipo.

⁵ Per una descrizione generale delle definizioni e certificazioni esistenti, cfr. Ehlers, T. e Packer, F., "Green bond finance and certification", *BIS Quarterly Review*, settembre 2017.

di certificazione e altre si affidano a una molteplicità di linee guida⁶. Si ritiene che l'assenza di definizioni standardizzate e obblighi di segnalazione, nonché la granularità variabile delle classificazioni sottostanti, oltre a ridurre la trasparenza per gli investitori, stiano frenando l'offerta⁷ in quanto, tra le altre cose, gli emittenti sono esposti a rischi reputazionali e a possibili accuse di utilizzo fraudolento delle tematiche ambientali ("greenwashing") qualora non impieghino i proventi per le finalità dichiarate⁸. La BCE sostiene le attuali iniziative dell'UE intraprese nell'ambito del piano d'azione della Commissione europea sulla finanza sostenibile volte a elaborare una definizione armonizzata delle attività "verdi" (tassonomia). Essa avrebbe l'effetto di migliorare la trasparenza e promuovere l'offerta di strumenti di debito verdi.

Negli ultimi anni il mercato delle obbligazioni verdi ha subito una rapida evoluzione, con le emissioni che a livello mondiale sono passate da meno di un miliardo di euro nel 2008 a oltre 120 miliardi di euro nel 2017 (cfr. grafico A, riquadro b). Dal 2013 l'emissione netta di obbligazioni verdi denominate in euro si è decuplicata (cfr. grafico A, riquadro a). Nel periodo tra il 2013 e il 2018 il totale delle emissioni verdi nette di qualità elevata denominate in euro effettuate nell'area hanno rappresentato circa il 24 per cento delle emissioni verdi nette a livello mondiale. Nello stesso periodo tuttavia, nonostante il recente aumento, le obbligazioni verdi hanno ancora costituito solo l'1 per cento dell'offerta complessiva di obbligazioni denominate in euro. Le obbligazioni verdi, al pari delle altre tipologie di obbligazioni, tendono a mostrare una quotazione inferiore rispetto alla price guidance iniziale e una domanda generalmente superiore all'offerta. In generale, offrono rendimenti analoghi a quelli di obbligazioni convenzionali comparabili, ma vi sono evidenze del fatto che in alcuni segmenti di mercato esse consentono agli emittenti di ottenere finanziamenti a tassi inferiori rispetto alle obbligazioni convenzionali; ciò sarebbe in linea con l'ipotesi secondo cui gli investitori sono disposti a rinunciare a parte del reddito in conseguenza dell'auto-imposizione di vincoli di investimento⁹.

⁶ Cfr., ad esempio, *Green Bond Principles*, International Capital Market Association, 2018.

⁷ Cfr. "Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options", relazione preliminare redatta per il gruppo di studio del G20 sulla finanza verde, 2016.

⁸ Cfr. Wang, E.K., "Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States", *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 12, n. 2, 2017, pagg. 467-491.

⁹ Cfr. Ehlers, T. e Packer, F., op. cit.; Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G. e Wurgler, J., "Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds", *NBER Working Paper*, n. 25194, ottobre 2018.

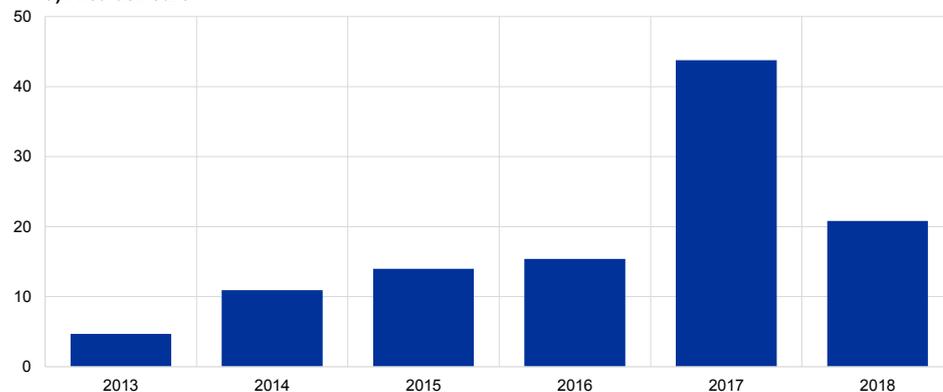
Grafico A

Emissioni nette di obbligazioni verdi denominate in euro

(miliardi di euro)

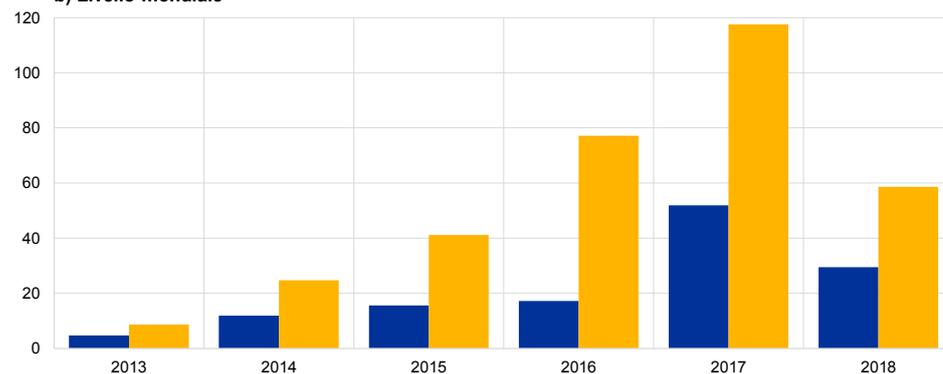
■ Emissioni verdi in euro nell'area dell'euro

a) Area dell'euro



■ Emissioni verdi in euro a livello mondiale
■ Emissioni verdi in tutte le valute a livello mondiale

b) Livello mondiale



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per il 2018 si riferiscono alle emissioni del periodo gennaio-agosto.

Gli acquisti di obbligazioni verdi nell'ambito del CSPP sono sostanzialmente coerenti con la crescita della quota di obbligazioni verdi sull'universo dei titoli idonei. Attualmente il volume in essere dell'universo delle obbligazioni societarie verdi idonee ai fini del CSPP è pari a 31 miliardi di euro (cfr. grafico B, riquadro di destra). L'Eurosistema ne detiene circa il 20 per cento, così come detiene il 20 per cento dell'intero universo di titoli idonei ai fini del CSPP. Nell'ambito di tale insieme le obbligazioni verdi costituiscono un segmento ridotto, ma in espansione, equivalente al 4 per cento del totale (cfr. grafico B, riquadro di sinistra). Esaminando più in dettaglio la distribuzione per settore economico, le emissioni di obbligazioni verdi non risultano diffuse in maniera omogenea. Mostrano invece una notevole concentrazione nei settori a elevata intensità di carbonio, come i servizi di pubblica utilità, le infrastrutture, i trasporti e le costruzioni¹⁰. Le società operanti in tali settori emettono obbligazioni verdi per finanziare l'adozione di tecnologie più efficienti, ridurre l'impronta ecologica e

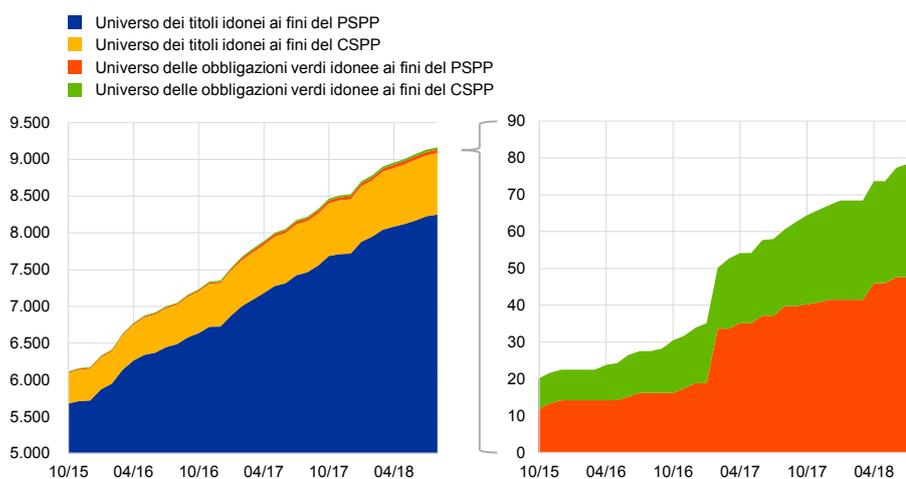
¹⁰ Sulla base di classificazioni interne della BCE. Secondo i dati dell'Eurostat nel 2015 i servizi di pubblica utilità, le infrastrutture, i trasporti e le costruzioni erano responsabili del 67 per cento delle emissioni totali di gas serra nell'UE.

riorientare i portafogli energetici verso fonti rinnovabili. Considerando le emissioni idonee ai fini del CSPP, tali settori rappresentano congiuntamente il 35 per cento del totale delle emissioni obbligazionarie e il 94 per cento di quelle verdi. La concentrazione delle obbligazioni verdi in questi settori si riflette anche nel portafoglio del CSPP.

Grafico B

Universo dei titoli idonei ai fini del CSPP e del PSPP e obbligazioni verdi idonee – consistenze in essere

(miliardi di euro)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: dati basati sulle consistenze in essere in termini nominali. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 agosto 2018.

Dall'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016, i differenziali sulle obbligazioni societarie verdi sono costantemente diminuiti e tale effetto è in gran parte riconducibile agli acquisti eseguiti dall'Eurosistema. Nel settore industriale

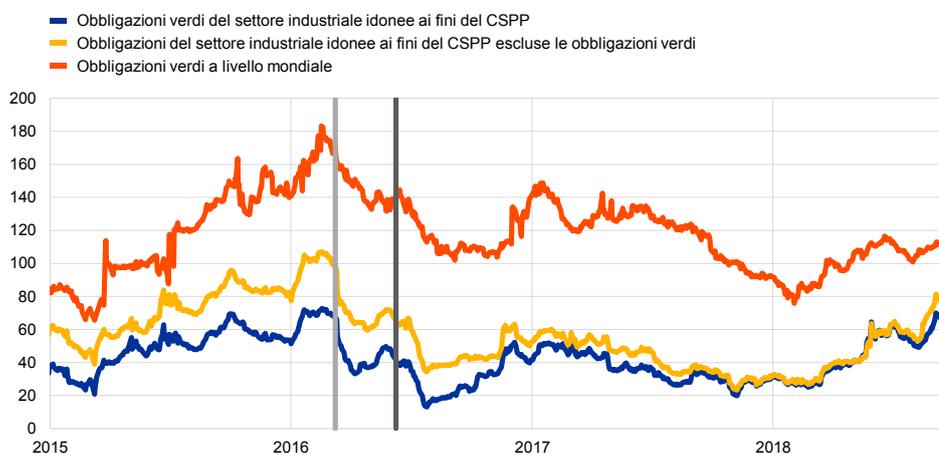
l'andamento del differenziale medio sulle obbligazioni societarie relative alle obbligazioni verdi idonee ai fini del CSPP ricalca quello delle altre obbligazioni idonee (cfr. grafico C). La variazione dei differenziali sulle obbligazioni verdi idonee nel periodo successivo all'annuncio del CSPP (dal 10 marzo 2016 alla fine di dicembre 2017) è stata messa a confronto con quella risalente al periodo precedente l'annuncio (dal 1° aprile 2015 al 9 marzo 2016), tenendo conto di altri fattori che possono incidere sui differenziali sulle obbligazioni societarie, come il rischio di credito specifico delle obbligazioni. Al CSPP è ascrivibile una riduzione media dei differenziali sulle obbligazioni verdi idonee di 25 punti base, pari a circa l'intero calo registrato dopo l'annuncio del programma. Dalla fine del 2016, insieme alla rapida crescita dell'offerta obbligazionaria concomitante all'aumento dei differenziali sulle obbligazioni verdi a livello mondiale, il divario tra i differenziali delle obbligazioni verdi e i differenziali dell'intero comparto industriale si è gradualmente riassorbito e dalla fine del 2017 i rendimenti delle obbligazioni verdi hanno seguito andamenti analoghi a quelli delle obbligazioni convenzionali¹¹.

¹¹ L'aumento dei differenziali sulle obbligazioni societarie verdi alla fine del 2016 è in parte dovuto a fattori tecnici. Il 10 ottobre 2016 una nuova emissione di 1,75 miliardi di euro da parte di Electricité de France ha determinato un incremento dei differenziali medi ponderati per il volume sulle obbligazioni societarie verdi pari a sei punti base (il dato è passato da 25 a 31).

Grafico C

Differenziali sulle obbligazioni societarie idonee ai fini del CSPP nel settore industriale e differenziali sulle obbligazioni verdi a livello mondiale

(Z-spread, punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: medie dello Z-spread ponderate per i volumi basate su obbligazioni aventi: a) importo di emissione superiore a 250.000 euro; b) rating compreso tra A e BBB; c) vita residua da 3 a 11 anni per le obbligazioni idonee ai fini del CSPP o da 1,5 a 20 anni per le obbligazioni verdi mondiali. Le anomalie estreme dei differenziali sulle obbligazioni verdi mondiali sono state rimosse. Le linee verticali indicano l'annuncio del CSPP il 10 marzo 2016 (grigio chiaro) e l'avvio degli acquisti nell'ambito del programma l'8 giugno 2016 (grigio scuro). L'ultima rilevazione si riferisce al 27 settembre 2018.

Immediatamente dopo l'annuncio del CSPP a marzo 2016, l'emissione delle obbligazioni verdi ha registrato un incremento e risulta da allora in crescita.

Il rapporto tra le consistenze in essere delle obbligazioni verdi e quelle complessive del settore industriale, inclusi i servizi di pubblica utilità, le infrastrutture, i trasporti e le costruzioni, è stabilmente aumentato dopo l'annuncio del CSPP passando da meno del 4 per cento a marzo 2016 a oltre il 9 per cento alla fine di settembre 2018 (cfr. grafico D). Tali risultati sono in linea con quelli precedenti relativi all'impatto del CSPP sulle emissioni complessive di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, cresciute dopo l'annuncio del programma soprattutto tra gli emittenti idonei¹². Essi sono inoltre confermati da un'analisi del più omogeneo settore dei servizi di pubblica utilità e in relazione a specifiche scadenze. Occorre tuttavia osservare che tale andamento positivo riflette in parte un fenomeno di carattere internazionale. Le emissioni di obbligazioni verdi sono infatti aumentate a livello mondiale, passando da meno di 10 miliardi di euro nel 2013 a circa 120 miliardi nel 2017.

¹² Per una descrizione generale dell'impatto del CSPP cfr. l'articolo intitolato *L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

Grafico D

Rapporto tra il volume delle obbligazioni verdi idonee ai fini del CSPP e il totale delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP nel settore industriale

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: dati basati sulle consistenze in essere in termini nominali. L'ultima rilevazione si riferisce al 27 settembre 2018.

Dall'inizio del PSPP l'Eurosistema ha inoltre acquistato, in misura crescente nel tempo, obbligazioni verdi emesse da sovrani, agenzie e istituzioni sovranazionali.

Il volume di obbligazioni verdi idonee emesse da tali organismi del settore pubblico è modesto rispetto all'universo delle obbligazioni idonee ai fini del PSPP (meno dell'1 per cento). Mentre le banche multilaterali di sviluppo come la Banca europea per gli investimenti e le agenzie come la Kreditanstalt für Wiederaufbau hanno una lunga storia di emissione di obbligazioni verdi e rappresentano una quota relativamente ampia del totale delle emissioni di obbligazioni verdi idonee ai fini del PSPP (cfr. grafico E, riquadro a), i governi hanno fatto il loro ingresso nel mercato delle obbligazioni verdi solo in tempi recenti, con l'emissione da parte del Tesoro francese della prima obbligazione verde di un sovrano dell'area dell'euro a gennaio 2017. I governi, tuttavia, mostrano la tendenza a ricorrere su vasta scala al mercato, superando le consistenze emesse dalle società appartenenti alla medesima giurisdizione (grafico E, riquadro b). Le obbligazioni verdi emesse da organismi del settore pubblico rappresentano, nel complesso, 48 miliardi di euro nell'universo di obbligazioni idonee ai fini del PSPP. Il 24 per cento di tale somma (rispetto al 15 per cento del 2015) è attualmente detenuto dall'Eurosistema e risulta sostanzialmente in linea con la quota dei titoli da esso detenuti ai fini del PSPP sull'intero universo dei titoli idonei.

Sebbene la quantità di obbligazioni verdi detenute rimanga relativamente modesta, le evidenze suggeriscono che l'Eurosistema, mediante i propri acquisti, abbia complessivamente ridotto i rendimenti delle obbligazioni verdi e sostenuto la loro emissione da parte delle società non finanziarie.

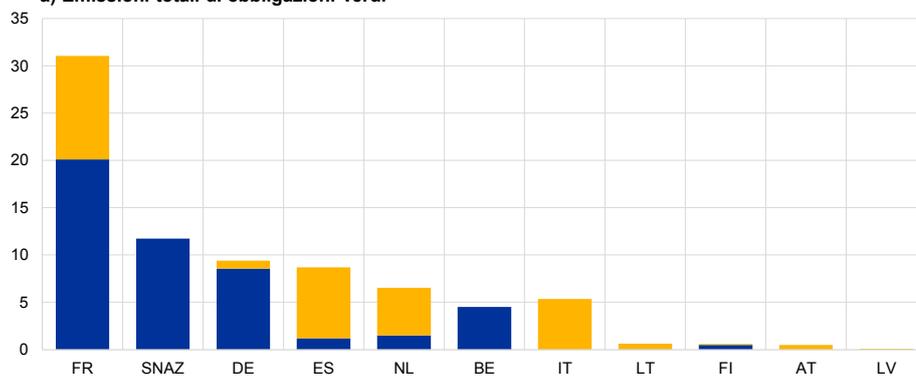
Grafico E

Emissioni di obbligazioni verdi da parte dei settori pubblico e societario per giurisdizione (consistenze in essere)

(miliardi di euro)

■ Universo dei titoli idonei ai fini del PSPP
 ■ Universo dei titoli idonei ai fini del CSPP

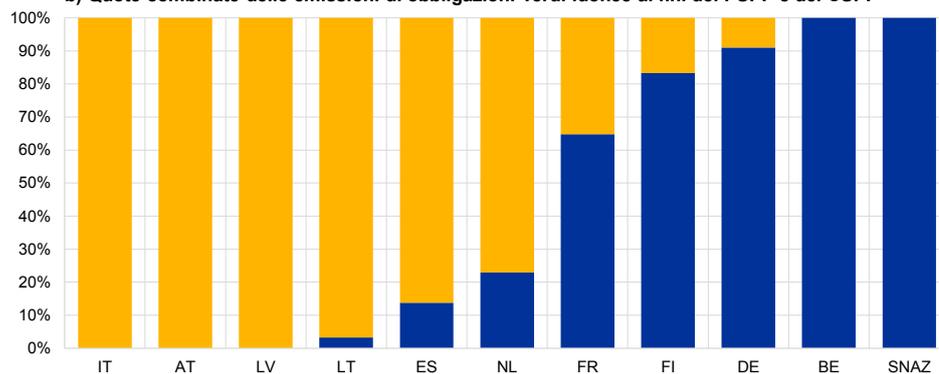
a) Emissioni totali di obbligazioni verdi



(valori percentuali)

■ Universo dei titoli idonei ai fini del PSPP
 ■ Universo dei titoli idonei ai fini del CSPP

b) Quote combinate delle emissioni di obbligazioni verdi idonee ai fini del PSPP e del CSPP



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: SNAZ sta per entità sovranazionali, le quali includono le banche multilaterali di sviluppo. I dati si riferiscono al periodo tra gennaio 2012 e agosto 2018.

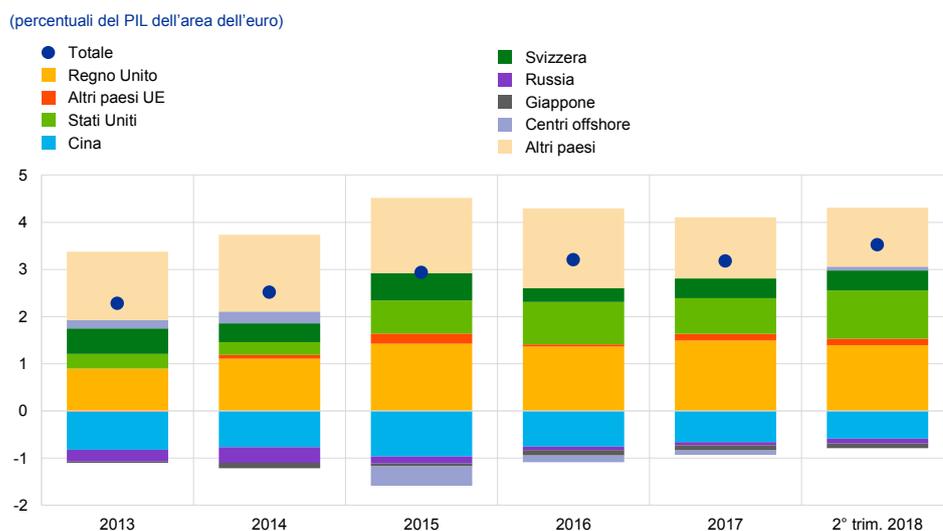
La ripartizione geografica del saldo di conto corrente dell'area dell'euro

a cura di Michael Fidora e Martin Schmitz

Negli ultimi anni la ripartizione geografica del saldo di conto corrente dell'area dell'euro è stata abbastanza stabile, con i principali partner commerciali responsabili dei maggiori avanzi e disavanzi bilaterali (cfr. grafico A). Secondo dati recentemente disponibili relativi alla disaggregazione geografica del saldo di conto corrente dell'area dell'euro, il surplus complessivo – pari al 3,5 per cento del PIL nei dodici mesi terminanti alla fine del secondo trimestre del 2018 – è in gran parte legato alle transazioni con il Regno Unito e gli Stati Uniti, che forniscono un contributo rispettivamente pari all'1,4 e all'1,0 per cento del PIL dell'area dell'euro, seguiti dalla Svizzera con lo 0,4 per cento. La Cina, al contrario, ha contribuito negativamente (circa -0,6 per cento del PIL dell'area) al saldo di conto corrente. Al tempo stesso, l'impatto di tutti gli altri principali partner commerciali per i quali è disponibile una ripartizione geografica è stato relativamente limitato, mentre il gruppo dei restanti paesi – comprendente i maggiori produttori di petrolio – ha fornito un contributo positivo al surplus dell'area dell'euro (circa l'1,3 per cento del PIL).

Grafico A

Saldo di conto corrente per paese o area geografica di controparte



Fonte: BCE.

Nota: la dicitura "2° trim. 2018" si riferisce ai quattro trimestri fino alla fine del secondo trimestre del 2018, mentre la dicitura "Altri paesi UE" comprende sia gli Stati membri sia le istituzioni dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione del Regno Unito.

Gran parte dell'incremento dell'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro registrato dal 2013, pari a circa 1,2 punti percentuali di PIL, è dato dal miglioramento del saldo nei confronti dei tre maggiori partner commerciali dell'area (cfr. grafico B). Nell'arco di tale periodo, i surplus delle partite correnti dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito sono cresciuti

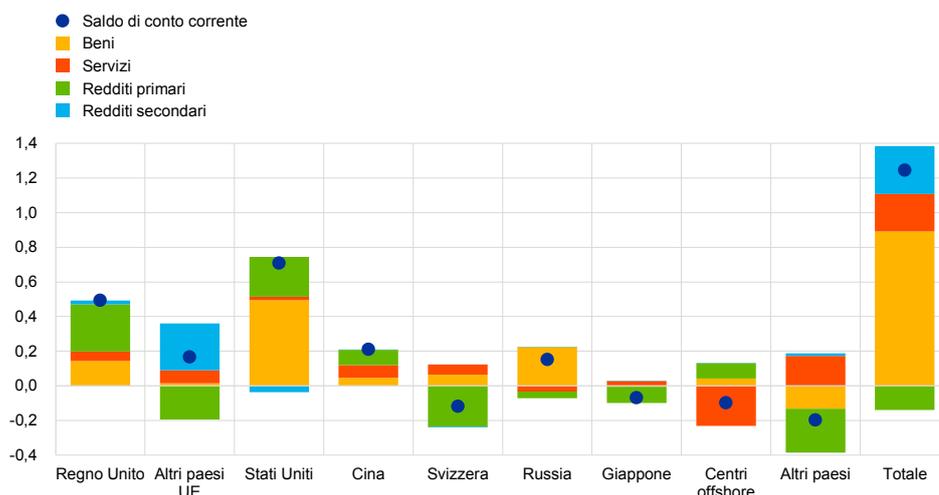
rispettivamente di 0,7 e di 0,5 punti percentuali di PIL dell'area, mentre il deficit nei confronti della Cina si è ridotto di 0,2 punti. Il saldo di conto corrente è inoltre migliorato anche rispetto ai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (escluso il

Regno Unito) e alla Russia, mentre ha registrato un peggioramento con tutti gli altri principali partner commerciali.

Grafico B

Variazioni delle principali componenti del saldo di conto corrente per paese o area geografica di controparte

(variazioni registrate tra il 2013 e i quattro trimestri fino al 2° trim. del 2018, in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonte: BCE.

Nota: la dicitura "Altri paesi UE" comprende sia gli Stati membri sia le istituzioni dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione del Regno Unito.

Le maggiori variazioni dal 2013 nella ripartizione geografica dei saldi di conto corrente dell'area dell'euro sono state registrate negli scambi dei beni e nei redditi primari (cfr. grafico B). I miglioramenti dei saldi bilaterali di conto corrente hanno rispecchiato in gran parte quelli della bilancia mercantile e dei redditi primari, in particolare nel caso del Regno Unito e degli Stati Uniti. Al tempo stesso, i casi di peggioramento del saldo bilaterale sono principalmente dovuti a un deterioramento dei saldi dei redditi primari¹³, soprattutto nei confronti della Svizzera, del Giappone e degli "altri paesi". Inoltre, l'area dell'euro ha registrato un miglioramento del saldo dei redditi secondari¹⁴ rispetto agli "altri paesi UE" (con l'esclusione del Regno Unito) in conseguenza di un calo dei contributi a favore del bilancio dell'UE.

In un contesto caratterizzato da una robusta domanda mondiale, il miglioramento del saldo mercantile dell'area dell'euro registrato dal 2013 è stato in gran parte dovuto all'aumento delle esportazioni, cresciute di più delle importazioni (cfr. grafico C). Tra i saldi bilaterali, il principale incremento è stato osservato nei confronti degli Stati Uniti; la forte crescita delle esportazioni, superiore al modesto aumento registrato dalle importazioni, è la conseguenza sia della più vigorosa domanda interna statunitense sia dell'apprezzamento del dollaro rispetto

¹³ I redditi primari rappresentano il rendimento che spetta alle unità istituzionali residenti per il loro contributo al processo produttivo o per la fornitura di attività finanziarie e per la concessione della possibilità di sfruttare risorse naturali a unità istituzionali non residenti (ad esempio, redditi da lavoro dipendente, dividendi e interessi).

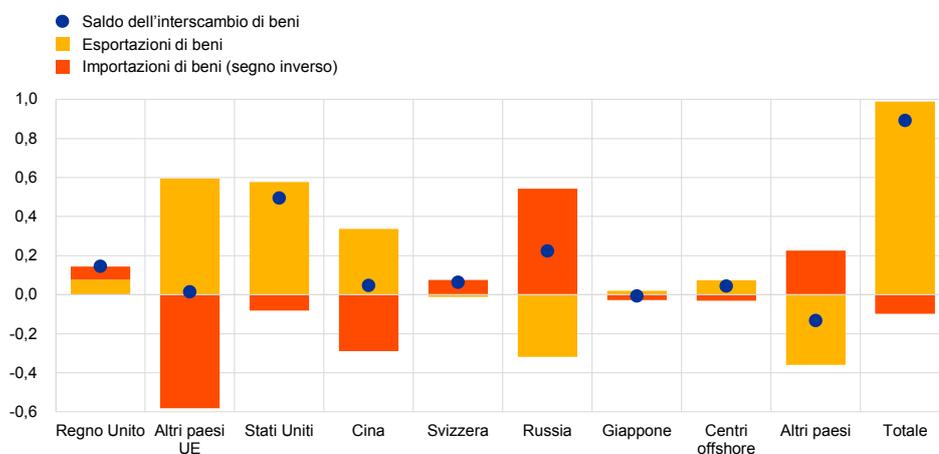
¹⁴ Per redditi secondari si intendono i trasferimenti correnti tra residenti e non residenti che incidono direttamente sul livello del reddito disponibile nazionale lordo e quindi influenzano la capacità dell'economia di consumare beni e servizi (come la cooperazione internazionale e le rimesse dei lavoratori).

all'euro. Contemporaneamente, vi è stato un significativo incremento delle esportazioni nette verso la Russia, in conseguenza di una marcata riduzione del valore degli scambi e, in particolare, di un sensibile calo delle importazioni dovuto alla svalutazione del rublo russo e alla diminuzione dei prezzi delle materie prime. Per quanto concerne gli altri partner commerciali, i mutamenti nei saldi bilaterali sono stati meno rilevanti; in particolare, la variazione che ha interessato le esportazioni nette verso gli altri paesi dell'UE e la Cina è stata di entità piuttosto marginale e ha rispecchiato un'espansione robusta e relativamente equilibrata degli scambi con tali partner commerciali. La forte crescita del commercio bilaterale con gli altri paesi dell'UE è stata trainata dalla ripresa economica dell'UE e, in particolare, dal recupero delle catene del valore dopo il crollo degli scambi di beni causato dalla crisi finanziaria mondiale. Al tempo stesso, i saldi nei confronti del Regno Unito e della Svizzera sono lievemente migliorati, in parte a causa di un calo delle importazioni da questi paesi. L'area dell'euro ha registrato un leggero peggioramento delle esportazioni nette rispetto al gruppo dei restanti paesi, di riflesso a una riduzione complessiva dei valori sia delle esportazioni sia delle importazioni, per quest'ultime la diminuzione è principalmente legata al calo osservato nei prezzi delle materie prime.

Grafico C

Variazione delle esportazioni e delle importazioni di beni per paese o area geografica di controparte

(variazioni registrate tra il 2013 e i quattro trimestri fino al 2° trim. del 2018, in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Note: nel grafico la variazione delle importazioni di beni è riportata con il segno inverso, per cui un valore negativo indica un incremento e un valore positivo indica una riduzione. La dicitura "Altri paesi UE" comprende sia gli Stati membri sia le istituzioni dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione del Regno Unito.

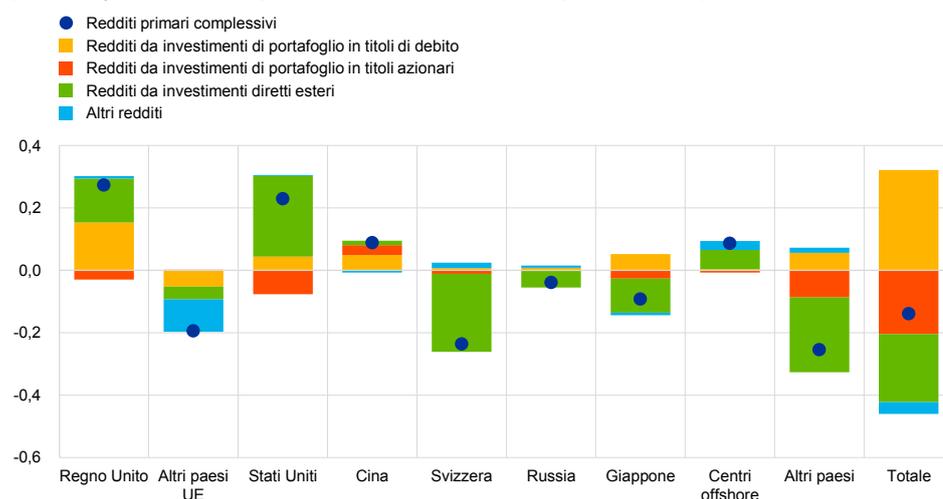
Dal 2013 l'andamento dei saldi bilaterali dei redditi primari è stato principalmente trainato dagli investimenti diretti esteri (IDE), che hanno avuto un'evoluzione piuttosto eterogenea dal punto di vista geografico, e dai redditi da investimenti di portafoglio in titoli di debito (cfr. grafico D). Il saldo dei redditi da investimenti diretti esteri è per lo più riconducibile all'attività delle imprese multinazionali residenti all'interno e all'esterno dell'area. In particolare, sono le decisioni di investimento e la redditività di queste ultime a determinare l'evoluzione dei redditi da IDE; il miglioramento del relativo saldo è stato principalmente rilevato nei confronti degli Stati Uniti, seguiti dal Regno Unito. Esso è dipeso in larga parte da un

incremento degli IDE in questi due paesi facenti capo a soggetti residenti nell'area dell'euro maggiore rispetto ai flussi in direzione opposta. Per contro, la riduzione più significativa nei saldi bilaterali è stata osservata nei confronti della Svizzera, del Giappone e degli "altri paesi". Per i primi due, tale andamento è in linea con un aumento relativo dei flussi di IDE nell'area dell'euro da parte dei soggetti non residenti. Nel caso degli "altri paesi" il peggioramento del saldo è stato indotto da una riduzione degli utili (operativi) percepiti in relazione agli IDE dell'area dell'euro in tali paesi. Il miglioramento dei saldi dei redditi da investimenti di portafoglio in titoli di debito nei confronti del Regno Unito, degli Stati Uniti e del Giappone riflette il pronunciato spostamento, negli ultimi anni, degli investitori dell'area dell'euro verso titoli di debito emessi da soggetti residenti in questi paesi, come pure il calo dei rendimenti dei titoli di debito emessi nell'area dell'euro¹⁵.

Grafico D

Variatione delle principali componenti del saldo dei redditi primari per paese o area geografica di controparte

(variazioni registrate tra il 2013 e i quattro trimestri fino al 2° trim. del 2018, in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Note: la dicitura "Altri paesi UE" comprende sia gli Stati membri sia le istituzioni dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione del Regno Unito. La dicitura "Altri redditi" comprende redditi da lavoro dipendente, redditi da altri investimenti e da attività di riserva nonché altri redditi primari. Tutti i redditi da attività di riserva sono attribuiti ad "Altri paesi".

¹⁵ Cfr. il riquadro *I fattori alla base del recente miglioramento nella posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro*, a cura di Fidora, M. e Schmitz, M., nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

3 Investimenti in attività immateriali nell'area dell'euro

a cura di Malin Andersson e Lorena Saiz

Gli investimenti in attività immateriali consentono di incrementare la produttività. Le attività immateriali¹⁶ sono attività non monetarie prive di sostanza fisica o finanziaria. Esse includono un ampio ventaglio di attività molto diversificate, tra le quali figurano: capitale umano, prodotti innovativi, marchi, brevetti, software, rapporti con i consumatori, banche dati e sistemi di distribuzione. Alcune di esse permettono alle aziende di conseguire incrementi della produttività e dell'efficienza derivanti dalle nuove tecnologie e, come tali, svolgono un ruolo strategico nella creazione di valore da parte dell'impresa. Il presente riquadro illustra le caratteristiche delle attività immateriali ed esamina alcune implicazioni connesse all'aumento della loro rilevanza.

Nell'area dell'euro l'importanza degli investimenti in attività immateriali è aumentata, sia in termini assoluti sia in rapporto alle attività materiali, e diversi sono i fattori che hanno contribuito a tale andamento. Nei paesi dell'area dell'euro e in altre economie avanzate gli investimenti in beni immateriali sono sensibilmente aumentati negli ultimi decenni. Nel corso degli ultimi 20 anni la crescita dei prodotti di proprietà intellettuale, una categoria di attività immateriali inclusa nei conti economici nazionali¹⁷, ha superato quella degli investimenti in attività materiali all'interno dell'area (cfr. grafico A), contribuendo in misura significativa alla crescita annua degli investimenti diversi dalle costruzioni (cfr. grafico B). Il fatto che il tasso di crescita delle attività immateriali sia superiore a quello delle attività materiali è determinato da fattori quali l'aumento della concorrenza mondiale, il ridimensionamento del settore dell'industria a beneficio di quello dei servizi, l'espansione dell'economia digitale, il mutare delle specializzazioni produttive internazionali, i nuovi modelli imprenditoriali (ad esempio a fini di ottimizzazione fiscale) e i generali progressi tecnologici.

¹⁶ Gli investimenti immateriali, nello specifico, comprendono quelli legati a: a) informatica e sistemi informativi computerizzati (come software e banche dati); b) proprietà e competenze aziendali innovative (come R&S di carattere scientifico e non scientifico, diritti d'autore, progettazioni e marchi commerciali); c) competenze economiche (inclusi valore del marchio o brand equity, capitale umano specifico dell'impresa, reti tra cittadini e istituzioni, know-how organizzativo in grado di incrementare l'efficienza, aspetti pubblicitari e di marketing). I beni immateriali sono talvolta definiti "attività intellettuali", "patrimonio di conoscenze" o "capitale intellettuale".

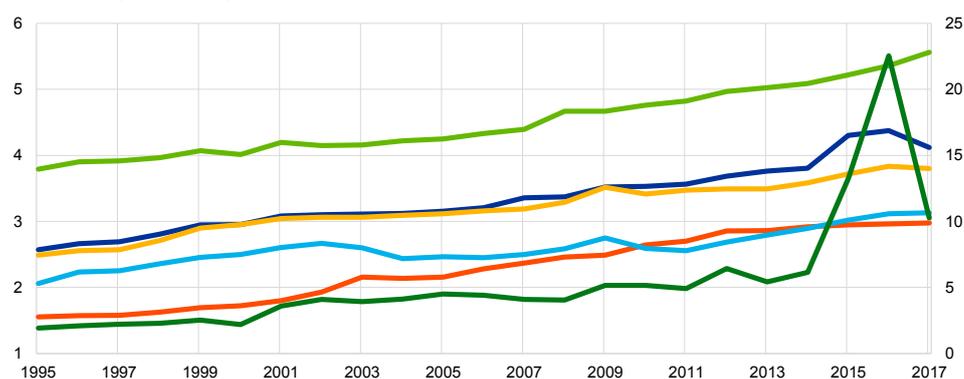
¹⁷ Nel 2014 gli standard metodologici in uso nei conti nazionali, SCN 2008 e SEC 2010, hanno iniziato a considerare investimenti le spese sostenute per l'acquisto o l'esecuzione in conto proprio di R&S. Gli investimenti immateriali, di conseguenza, adesso includono la spesa per apparecchiature informatiche e prodotti di proprietà intellettuale. Il SEC 2010 definisce questi ultimi come conoscenze derivanti da R&S, ricerche o innovazioni il cui utilizzo è limitato dalla legge o da altre forme di tutela. I beni immateriali come il capitale umano, i rapporti con i consumatori e i sistemi di distribuzione non sono ricompresi nei conti nazionali

Grafico A

Investimenti immateriali in percentuale degli investimenti totali

(valori percentuali)

- Area dell'euro
- Germania
- Spagna
- Francia
- Italia
- Irlanda (scala di destra)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

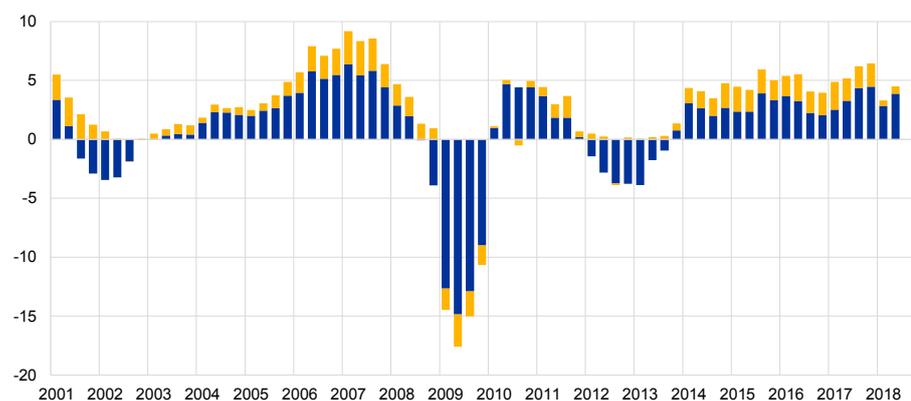
Note: nel grafico "investimenti immateriali" si riferisce ai prodotti di proprietà intellettuale inclusi nei conti nazionali. La volatilità dei dati relativi a Irlanda e Paesi Bassi, principalmente dovuta alle operazioni concernenti la proprietà intellettuale eseguite dalle grandi multinazionali, contribuiscono in misura significativa alle fluttuazioni dei dati dell'area dell'euro.

Grafico B

Scomposizione della crescita degli investimenti in settori diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e punti percentuali)

- Macchinari e attrezzature
- Prodotti di proprietà intellettuale



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi a Belgio e Cipro non sono disponibili; i dati relativi a Irlanda e Paesi Bassi sono stati esclusi in ragione della loro volatilità.

La peculiare natura delle attività immateriali rende meno semplice il loro utilizzo come garanzia e ciò può tradursi in un livello subottimale di investimenti in tale tipologia di beni. Le attività immateriali condividono alcune caratteristiche con le attività materiali. Entrambe, ad esempio, risultano costose da acquisire, ma contribuiscono a generare utili futuri e comportano un certo grado di assunzione del rischio. Le attività immateriali, tuttavia, hanno anche numerose caratteristiche che le

distinguono dalle attività materiali¹⁸, come la scalabilità o non rivalità, ossia l'indipendenza dei benefici che forniscono ai singoli utenti dal numero complessivo di questi ultimi. Al contempo, alcune attività immateriali hanno scarso valore di mercato e il loro costo di produzione è quasi del tutto irrecuperabile. Ciò le rende difficili da scambiare¹⁹, specifiche dell'impresa nella maggior parte dei casi e associate a rischi particolarmente elevati per le aziende che in esse investono. Tali attività, infine, determinano incrementi della produttività, risultano spesso più efficienti quando combinate ad altre attività (ad esempio, formazione dei lavoratori all'utilizzo più proficuo di software e computer) e tendono a generare ricadute positive e benefici su individui diversi rispetto a chi le ha sviluppate (ovvero, sono non esclusive). Le caratteristiche descritte le rendono meno semplici da utilizzare a garanzia e ciò potrebbe quindi significare che sono maggiormente dipendenti dal finanziamento interno (risparmi) che dal capitale fisico²⁰. Tali aspetti, nel complesso, potrebbero indurre le imprese a sottoinvestire in tali attività²¹.

L'analisi basata sui dati micro relativi alle società quotate mostra che le attività immateriali sono in parte responsabili del divario esistente tra gli investimenti delle aziende in beni materiali e la Q di Tobin²². Dalla crisi finanziaria gli investimenti in beni immateriali da parte delle imprese dell'area dell'euro risultano più deboli di quanto ci si aspetterebbe considerando la Q di Tobin (cfr. grafico C, riquadro a). Ciò può indicare scarsi investimenti oppure sopravvalutazioni nei mercati azionari. Due recenti pubblicazioni hanno dimostrato che le attività immateriali sono in grado di spiegare una quota di tale divario negli Stati Uniti²³. L'analisi di regressione condotta per l'area dell'euro dimostra che includere le attività immateriali non capitalizzate (ossia, non inserite nell'attivo dei bilanci) sia negli investimenti sia nella Q di Tobin²⁴ riduce l'entità del divario tra le due grandezze (cfr. grafico C, riquadro b). Aumenta inoltre la sensibilità degli investimenti alla Q di Tobin, sebbene in tutti i casi quest'ultima spieghi soltanto un terzo della variazione complessiva degli investimenti.

¹⁸ Per maggiori dettagli, cfr. Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without Capital – The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017. Cfr. anche l'appendice intitolata "Characteristics of intangibles per asset type" in *Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers*, *European Economy Institutional Papers*, n. 062, Commissione europea, ottobre 2017.

¹⁹ In alcuni casi non è possibile determinare il valore di un'attività immateriale prima che abbia generato valore (ovvero, la verificabilità ex ante risulta ridotta).

²⁰ Cfr. Falato, A., Kadyrzhanova, D. e Sim, J.W., "Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut", *FEDS Working Paper Series*, n. 2013-67, Federal Reserve System, 2013.

²¹ Viceversa, la possibilità di generare economie di scala in grado di accrescere il potere di mercato offre incentivi all'investimento in attività immateriali.

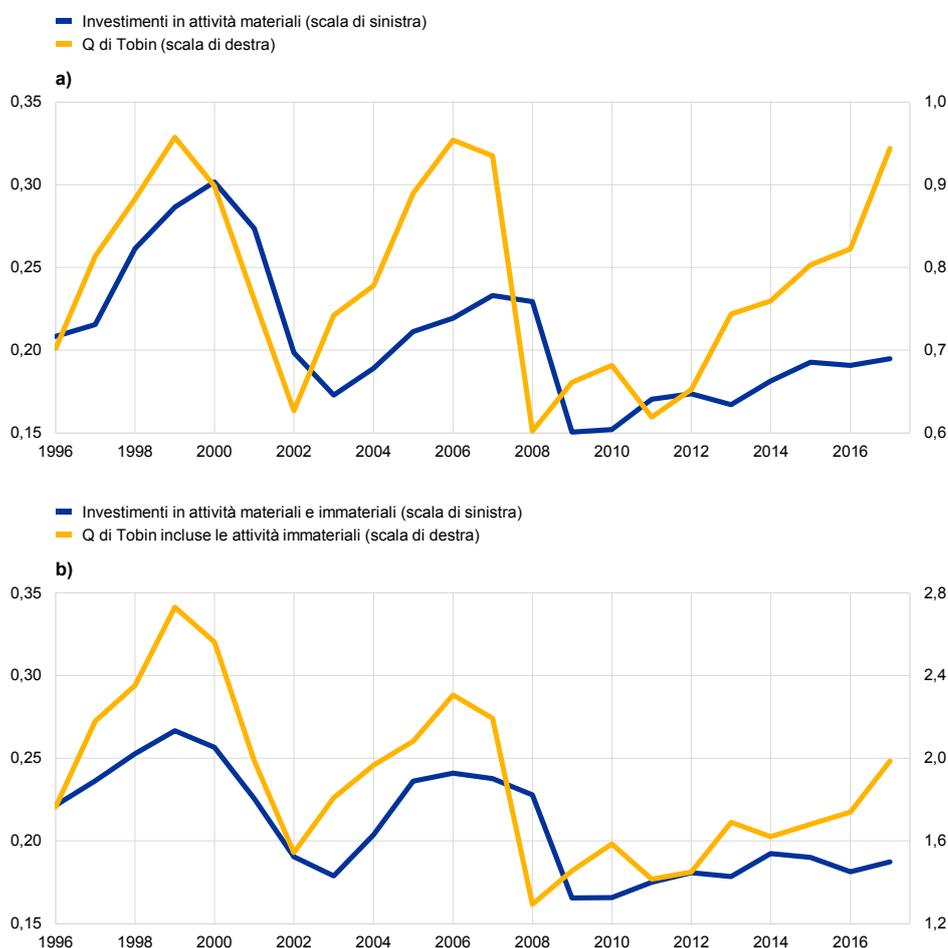
²² La Q di Tobin è il rapporto tra il valore di mercato delle attività di un'azienda e il loro valore di sostituzione. Quando è maggiore di 1,0 può suggerire che il valore di mercato riflette alcune attività non misurate o non registrate detenute dall'azienda. Una Q di Tobin avente valore elevato può incoraggiare le imprese a investire maggiormente in beni di capitale, poiché il valore di questi ultimi supera il loro prezzo di acquisto; per valori della Q di Tobin inferiori a 1,0 vale il contrario.

²³ Cfr. Peters, R.H. e Taylor, L.A., "Intangible capital and the investment-q relation", *Journal of Financial Economics*, vol. 123, 2017, pagg. 251-272, e Crouzet, N. e Eberly, J., "Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles", documento predisposto per l'Economic Policy Symposium di Jackson Hole, 2018.

²⁴ Per maggiori dettagli, cfr. Peters, R.H. e Taylor, L.A., op. cit.

Grafico C Investimenti e Q di Tobin

(valori mediani)



Fonte: Worldscope (aziende quotate dell'area dell'euro).

Note: gli investimenti in attività materiali sono definiti come spese per proprietà, impianti e attrezzature su immobilizzazioni materiali nel periodo precedente. La Q di Tobin è definita come il valore di mercato dell'azienda più il debito complessivo al valore contabile, meno contante e investimenti a breve termine, sul totale delle attività al valore contabile. Gli investimenti in attività immateriali sono definiti come i costi di R&S più il 30 per cento delle spese di vendita, delle spese generali e di quelle di amministrazione. Nel riquadro inferiore gli investimenti in attività materiali e immateriali e la Q di Tobin hanno entrambi per denominatore le immobilizzazioni materiali al valore contabile più i costi capitalizzati di R&S e il 30 per cento delle spese di vendita, delle spese generali e di quelle di amministrazione, mediante l'utilizzo del metodo dell'inventario permanente e dei tassi di deprezzamento impiegati da Peters e Taylor²⁵.

La natura specifica dei beni immateriali rende complessa la misurazione di attività, utili e stock di capitale, così come la distribuzione della produttività tra le imprese²⁶. I problemi di misurazione dell'attività sorgono dal fatto che tali beni sono generalmente considerati quali consumi intermedi specifici dell'azienda, piuttosto che investimenti presenti sul suo bilancio, e in certa misura risultano sottorappresentati nei conti nazionali²⁷. Sebbene la percentuale di attività immateriali iscritta nei bilanci annuali delle aziende sia in graduale aumento, soprattutto nel settore dei servizi (cfr. grafico D), l'insufficiente rilevazione di tali attività potrebbe implicare la sottostima

²⁵ ibid.

²⁶ Cfr. anche Commissione europea, "Unlocking investment in intangible assets in Europe", in *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 16(1), 2017, pagg. 23-35.

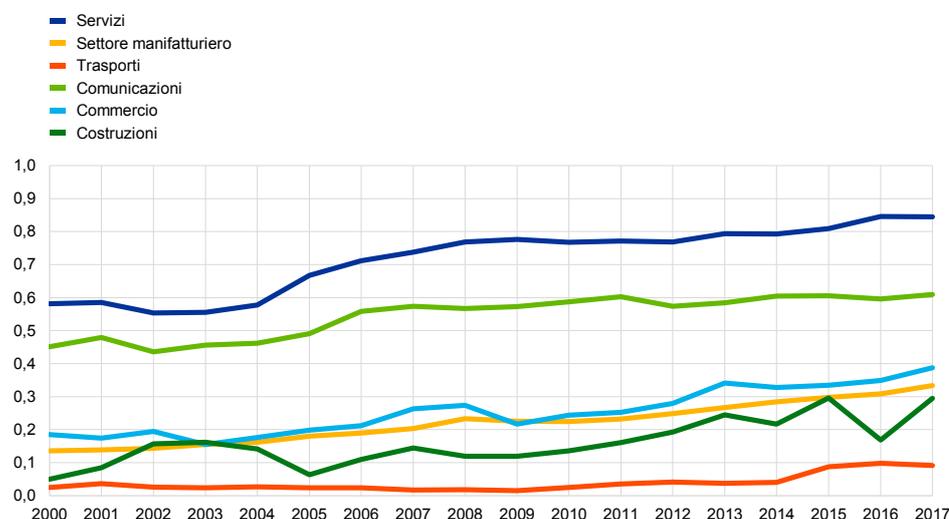
²⁷ Dai conti nazionali, ad esempio, sono esclusi il capitale umano, le conoscenze contenute nelle banche dati, il capitale organizzativo o i marchi.

del prodotto reale. Inoltre, la classificazione dei beni immateriali come spese da detrarre agli utili, al contrario di quanto avviene per le attività, incide sui profitti. Per quanto concerne la misurazione dello stock di capitale, mentre le stime relative ai tassi di deprezzamento sono associate a notevole incertezza, l'aumento della quota di attività immateriali comporta presumibilmente maggiori tassi di deprezzamento complessivo. Di conseguenza, aumenta la quantità di investimenti necessari a compensare il consumo di capitale e a mantenere lo stock di capitale su un livello costante. È possibile, al contempo, che lo stock di capitale permanga sottostimato a causa dell'insufficiente incorporazione degli investimenti immateriali nei conti nazionali (cfr. anche la sezione sul capitale nell'articolo sulla crescita potenziale nel periodo successivo alla crisi in questo numero del Bollettino). Ciò risulta particolarmente importante quando il contributo offerto dal capitale all'output potenziale dell'area dell'euro aumenta rispetto a quello fornito dal lavoro in un contesto di crescenti limitazioni alla forza lavoro. Un rallentamento della crescita dei servizi di capitale immateriale potrebbe manifestarsi, inoltre, nei dati come un rallentamento della crescita della produttività totale dei fattori. Con riferimento alla dispersione della produttività, le aziende aventi considerevoli attività immateriali sembrano incrementare in misura sostanziale i propri investimenti, contribuendo ad ampliare il divario tra le imprese leader e quelle che evidenziano ritardi.

Grafico D

Intensità dei beni immateriali

(valori mediani)



Fonte: Worldscope (aziende quotate dell'area dell'euro).

Nota: il grafico mostra il rapporto tra le attività immobilizzate immateriali e le attività immobilizzate materiali e immateriali al valore contabile.

L'adozione di politiche specifiche in alcune aree, ad esempio assetti proprietari, regime fiscale, diritti di proprietà, concorrenza e regolamentazione dei prodotti, contribuirebbe all'ulteriore promozione degli investimenti in attività immateriali e consentirebbe il rafforzamento della crescita potenziale.

4 La digitalizzazione e il suo impatto sull'economia: cosa emerge da un'indagine presso imprese di grandi dimensioni

a cura di Catherine Elding e Richard Morris

Il presente riquadro sintetizza i risultati di un'indagine ad hoc condotta dalla BCE tra le imprese leader dell'area dell'euro sull'impatto della digitalizzazione sull'economia²⁸. La digitalizzazione può essere considerata come uno shock di tecnologia/offerta che colpisce i principali aggregati economici, per il tramite degli effetti su concorrenza, produttività e occupazione, oltre che attraverso effetti di interazione con le istituzioni e l'amministrazione. Le tecnologie digitali stanno inoltre modificando il modo in cui le imprese svolgono la propria attività e interagiscono con clienti e fornitori. Pertanto, comprendere la trasformazione digitale e i canali attraverso cui essa influenza l'economia rappresenta un fattore di crescente rilevanza per la gestione della politica monetaria.

L'obiettivo principale dell'indagine è osservare il modo in cui, nella percezione delle imprese, la trasformazione digitale sta influenzando gli aggregati macroeconomici. Il questionario chiede informazioni sull'utilizzo di tecnologie digitali da parte delle imprese e sui principali ostacoli all'adozione di tali tecnologie. Si chiedono quindi informazioni in merito ai vari canali attraverso i quali, secondo le imprese, la trasformazione digitale agisce su vendite, prezzi, produttività e occupazione, oltre alla direzione e all'entità complessiva di tale impatto attese per i successivi tre anni. Sono state ricevute risposte da 74 imprese non finanziarie leader, divise equamente fra produttori di beni e fornitori di servizi. Generalmente si tratta di aziende molto grandi, che rappresentano circa il 3,7 per cento della produzione e l'1,7 per cento dell'occupazione totali dell'area dell'euro.

L'adozione di tecnologie digitali presso tali imprese è molto elevata e quelle maggiormente impiegate sono i big data e il cloud computing (cfr. grafico A). L'utilizzo di big data e cloud computing è diffuso in tutti i settori, così come l'uso del commercio elettronico, che è fondamentale nel segmento 'business-to-consumer'. Nel settore manifatturiero e in quello energetico l'intelligenza artificiale, l'"internet of things", la robotica e la stampa 3D mostrano un simile livello di diffusione e gli intervistati tendono a riferire che l'impatto maggiore si verifica quando queste tecnologie vengono tra loro integrate. Gli ostacoli principali all'adozione delle tecnologie digitali sono la difficoltà di adeguamento dell'organizzazione dell'impresa e la necessità di assumere e trattenere personale con elevate qualifiche TIC. Regolamentazione e normativa non sono generalmente considerate un forte ostacolo, sebbene alcune imprese abbiano sottolineato che il quadro normativo dovrebbe evolversi.

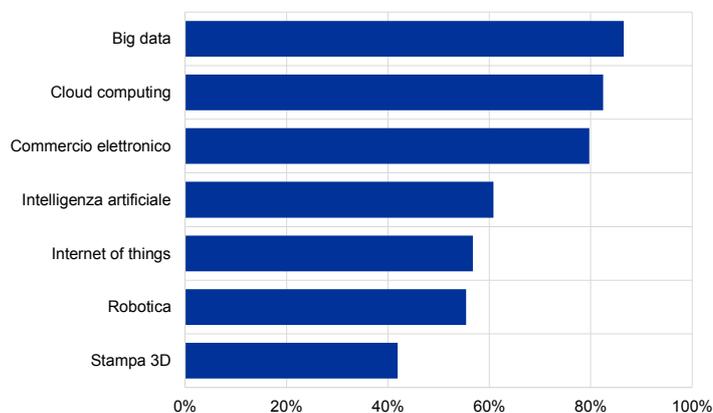
²⁸ Questa indagine della BCE sulla digitalizzazione (ECB Digitalisation Survey), si è svolta nell'aprile del 2018.

Grafico A

Utilizzo di tecnologie digitali e ostacoli alla loro adozione

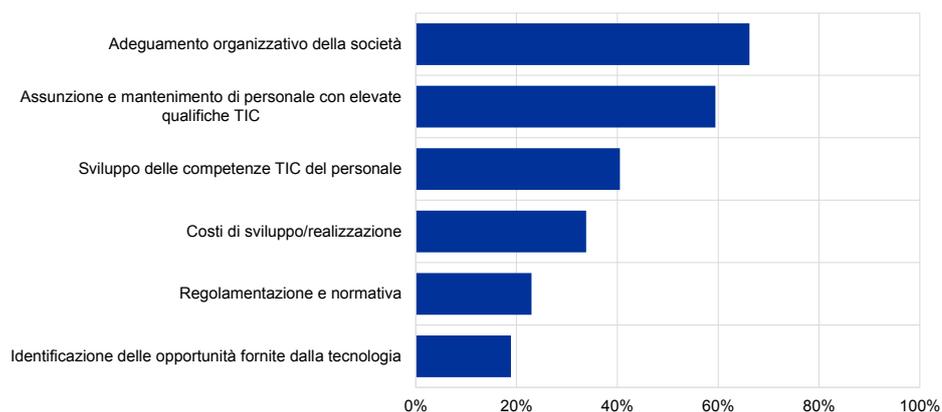
Utilizzo di tecnologie digitali

(percentuale degli intervistati; risposte classificate in base alla valutazione complessiva)



Ostacoli all'adozione di tecnologie digitali

(percentuale degli intervistati; risposte classificate in base alla valutazione complessiva)



Fonti: indagine della BCE sulla digitalizzazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: si basa sulle risposte alle seguenti due domande: "Quali tecnologie digitali ha adottato l'impresa, incluse quelle che si accinge ad adottare?" e "Quali sono i principali ostacoli incontrati dall'impresa in relazione all'adozione di tecnologie digitali?"

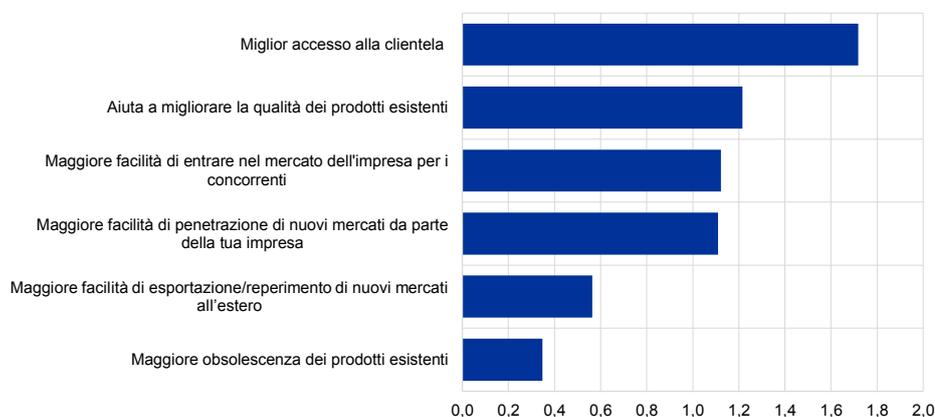
Nel complesso, la vasta maggioranza degli intervistati ritiene che la digitalizzazione abbia un impatto positivo sulle vendite della propria impresa (cfr. grafico B). Più della metà si aspetta che l'adozione di tecnologie digitali produca un "lieve aumento" delle vendite nei prossimi tre anni, mentre circa un terzo si aspetta un "aumento significativo". Tale visione positiva può in parte riflettere la dimensione e la forza relative delle imprese intervistate, in quanto l'alto grado di adozione di tecnologie digitali è considerato in alcuni casi il fattore fondamentale per la conquista di quote di mercato.

Grafico B

Impatto della digitalizzazione sulle vendite

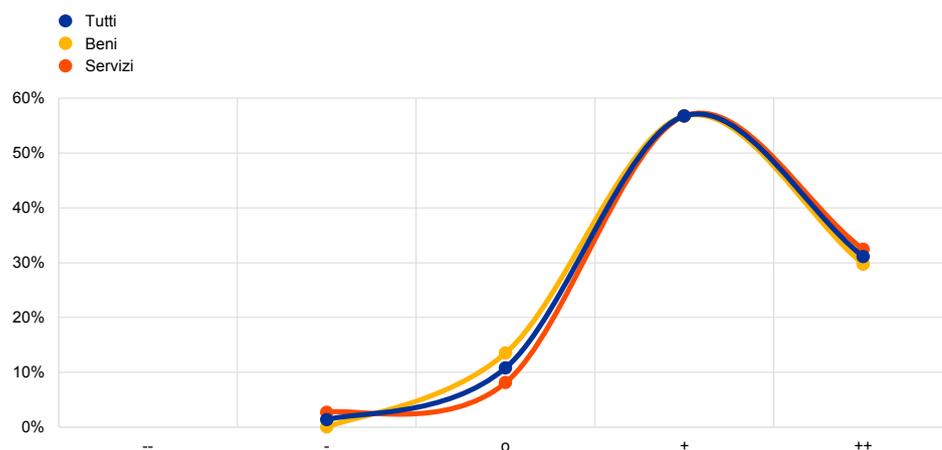
Canali attraverso i quali la digitalizzazione influisce sulle vendite

(media dei punteggi di tutte le risposte: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante)



Impatto complessivo sulle vendite

(percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulla digitalizzazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: si basa sulle risposte a domande su a) il modo in cui le tecnologie hanno influenzato le vendite dell'impresa partecipante e b) l'impatto complessivo atteso dell'adozione di tecnologie digitali sulle vendite nei prossimi tre anni, con risposte che vanno da "notevole diminuzione" (--) a "notevole aumento" (++)

Il canale principale attraverso cui la digitalizzazione sostiene la crescita delle vendite è il migliore accesso ai clienti.

In particolare, gli intervistati hanno sottolineato il ruolo svolto dalle tecnologie digitali nel fornire accesso ai dati della clientela, elemento che aiuta le imprese a comprenderne i bisogni (la cosiddetta "customer intimacy") e a offrire servizi nuovi o migliori e soluzioni su misura con livelli di qualità più elevati. Ciò, a sua volta, sostiene i miglioramenti della qualità dei prodotti esistenti, che va ad aggiungersi ai miglioramenti strettamente derivanti dalla tecnologia. Un più semplice accesso ai mercati è altresì annoverato come fattore importante.

Gli intervistati inoltre riconoscono che la digitalizzazione accresce la flessibilità di cui dispongono nella scelta dei prezzi (cfr. grafico C).

Circa la metà dei partecipanti afferma che l'adozione di tecnologie digitali ha aumentato la capacità

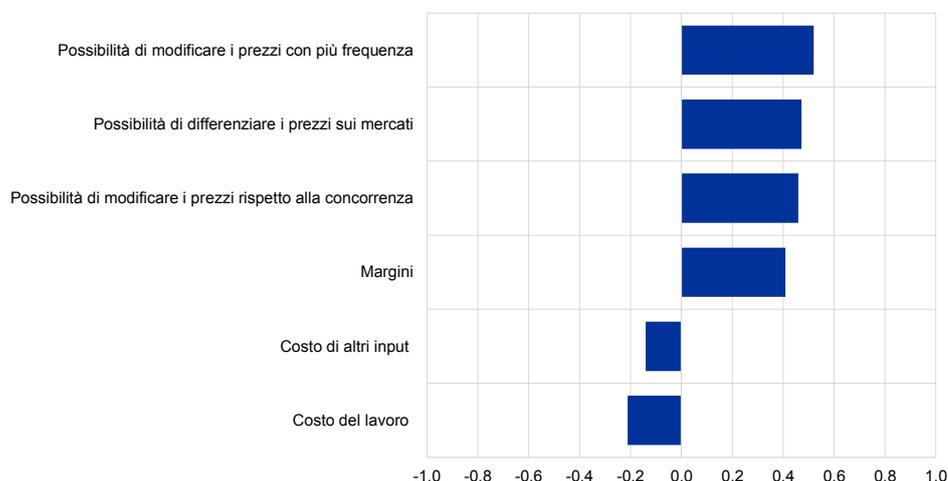
della loro impresa di adattare i propri prezzi in rapporto a quelli dei concorrenti, nel corso del tempo e su vari mercati. In particolare, le imprese intervistate hanno sottolineato la possibilità di “sfruttare meglio i picchi di domanda” e dunque “catturare il valore” di beni e servizi forniti alla clientela. Al tempo stesso, la digitalizzazione rende possibile “gestire e ottimizzare molto meglio le forniture” e “liberarsi di sprechi e frizioni lungo la catena del valore”. Mentre molte imprese, soprattutto manifatturiere, hanno tendenzialmente visto nella digitalizzazione una riduzione dei costi e un aumento dei margini, gli esercizi commerciali hanno assistito con maggiore probabilità a una crescita dei costi degli input e a una riduzione dei margini.

Grafico C

Impatto della digitalizzazione sui prezzi

Canali attraverso i quali la digitalizzazione influisce sui prezzi

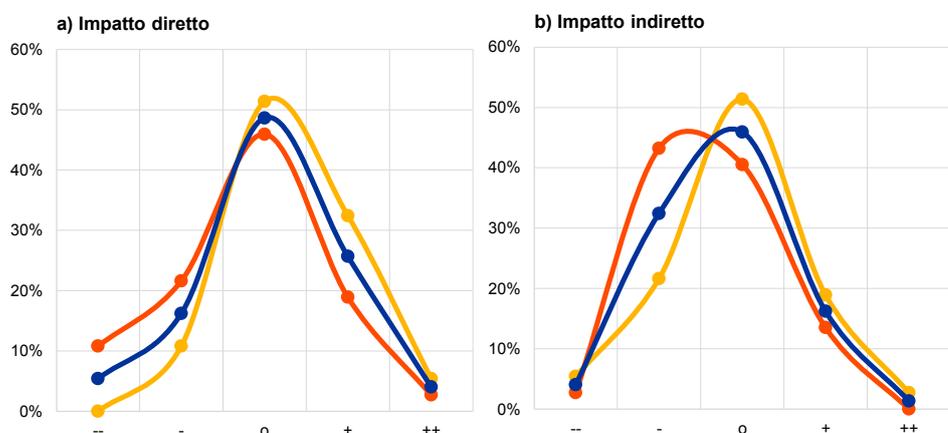
(media dei punteggi di tutte le risposte: -1 = diminuzione; 1 = aumento; 0 = nessuna variazione)



Impatto complessivo sui prezzi

(percentuale degli intervistati)

- Tutti
- Beni
- Servizi



Fonti: indagine della BCE sulla digitalizzazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: si basa sulle risposte a domande su a) il modo in cui le tecnologie adottate influenzano prezzi e costi nell'impresa partecipante e b) l'impatto complessivo atteso dell'adozione di tecnologie digitali da parte 1) dell'impresa partecipante e 2) di altri agenti, ovvero fornitori, clienti e concorrenti, sui listini di vendita nei prossimi tre anni, con risposte che vanno da "notevole diminuzione" (--) a "notevole aumento" (++)

L'impatto della digitalizzazione sui prezzi non è chiaro, si osservano pressioni al ribasso soprattutto nel segmento dei servizi ai consumatori.

Agli intervistati sono state poste domande in merito all'impatto previsto sui prezzi in ragione dell'adozione di tecnologie digitali da parte a) della loro impresa ("impatto diretto") e b) di altri agenti, quali fornitori, concorrenti e clienti ("impatto indiretto"). In entrambi i casi, la quota di partecipanti che si aspettano un impatto minimo o assente, o sono incerti, è stata relativamente alta (circa il 50 per cento). Nel complesso, i produttori di beni tendono a considerare l'adozione delle tecnologie digitali come l'elemento che ha

permesso loro di aumentare i prezzi²⁹. Di contro, i fornitori di servizi, soprattutto gli esercizi commerciali, sono più inclini a considerare l'adozione di tecnologie digitali da parte di altri come un elemento che esercita una pressione al ribasso sui propri prezzi di vendita.

Gli intervistati riconoscono che la digitalizzazione aumenta la produttività, grazie alla facilità di condivisione delle conoscenze e alla maggiore efficienza dei processi produttivi (cfr. grafico D). Pressoché tutti i partecipanti considerano la maggiore facilità di condivisione delle conoscenze, soprattutto all'interno dell'impresa, come un canale importante attraverso cui la digitalizzazione aumenta la produttività, e circa la metà considera questo aspetto molto importante. Quasi altrettanto importante è il ruolo svolto dalla digitalizzazione nel rendere i processi produttivi più efficienti attraverso l'automazione. Molti partecipanti sottolineano che l'aumento della quantità di dati e informazioni che raccolgono, sia all'interno che all'esterno dell'organizzazione, si rivela molto utile a soddisfare le richieste dei propri clienti. L'effetto complessivo sulla produttività è percepito come estremamente positivo, con il settore dei servizi, in particolare il segmento 'business-to-business', che generalmente riferisce un effetto più accentuato.

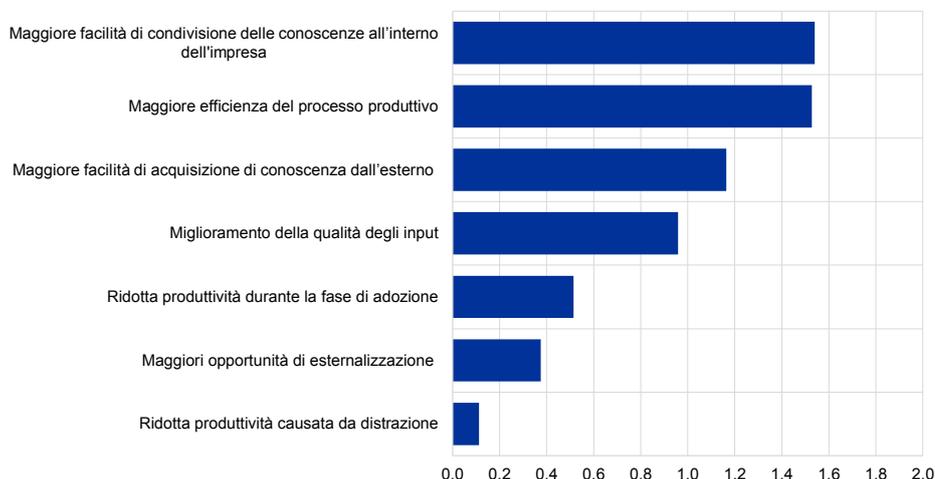
²⁹ Tuttavia, nella misura in cui prezzi più elevati riflettono un maggiore valore aggiunto, ciò potrebbe ancora essere coerente con una pressione al ribasso esercitata dalla digitalizzazione sui prezzi alla produzione per beni e servizi, a parità di prodotto.

Grafico D

Impatto della digitalizzazione sulla produttività

Canali attraverso i quali la digitalizzazione influisce sulla produttività

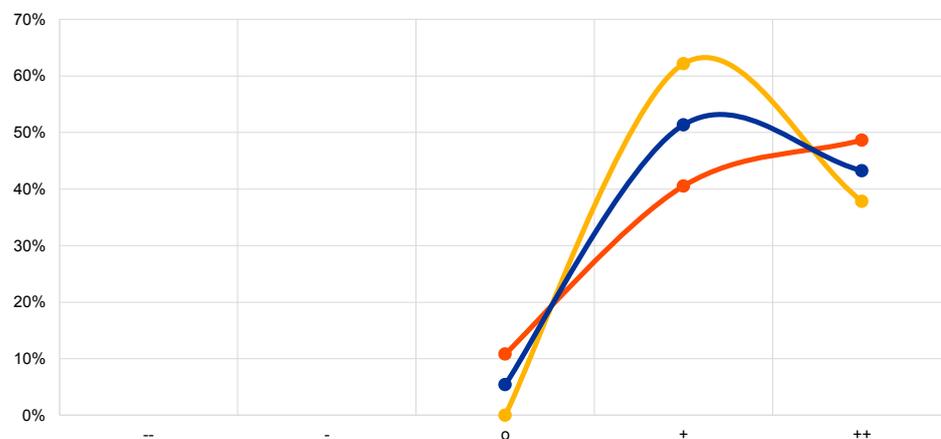
(media dei punteggi di tutte le risposte: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante)



Impatto complessivo sulla produttività

(percentuale degli intervistati)

- Tutti
- Beni
- Servizi



Fonti: indagine della BCE sulla digitalizzazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: si basa sulle risposte a domande su a) il modo in cui le tecnologie influenzano la produttività nell'impresa partecipante e b) l'impatto complessivo atteso dell'adozione di tecnologie digitali sulla produttività nei prossimi tre anni, con risposte che vanno da "notevole diminuzione" (--) a "notevole aumento" (++)

Nel complesso, i partecipanti ritengono che la digitalizzazione abbia un modesto impatto negativo sull'occupazione, mentre sottolineano l'importanza della riqualificazione e dell'aggiornamento professionale (cfr. grafico E). Circa un terzo degli intervistati si aspetta che la digitalizzazione riduca l'occupazione nella propria impresa nell'arco dei successivi tre anni, mentre circa un quinto prevede un aumento dell'occupazione. Si ritiene che la digitalizzazione sostituisca gli impieghi con un livello di qualifica basso e medio, ma non quelli altamente qualificati. In particolare, si rileva che la digitalizzazione aumenta il rapporto tra lavoratori altamente e

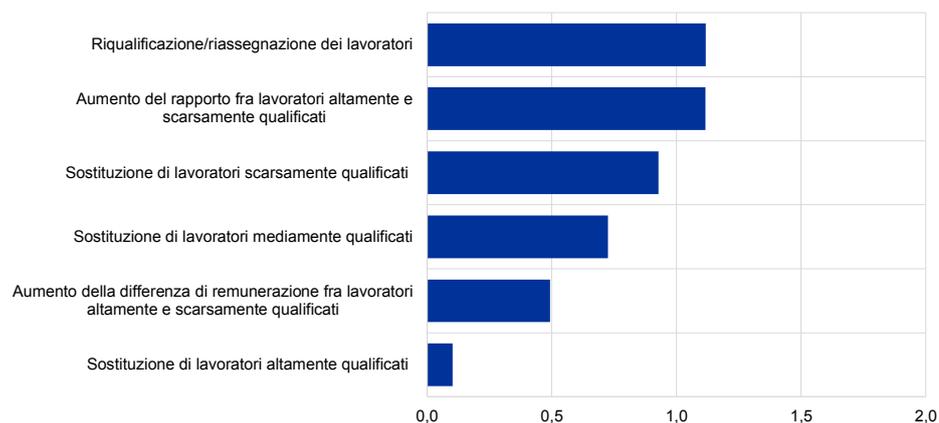
scarsamente qualificati, ponendo l'accento su riqualificazione e riassegnazione dei lavoratori a nuovi compiti che prevedono l'uso di tecnologie digitali.

Grafico E

Impatto della digitalizzazione sull'occupazione

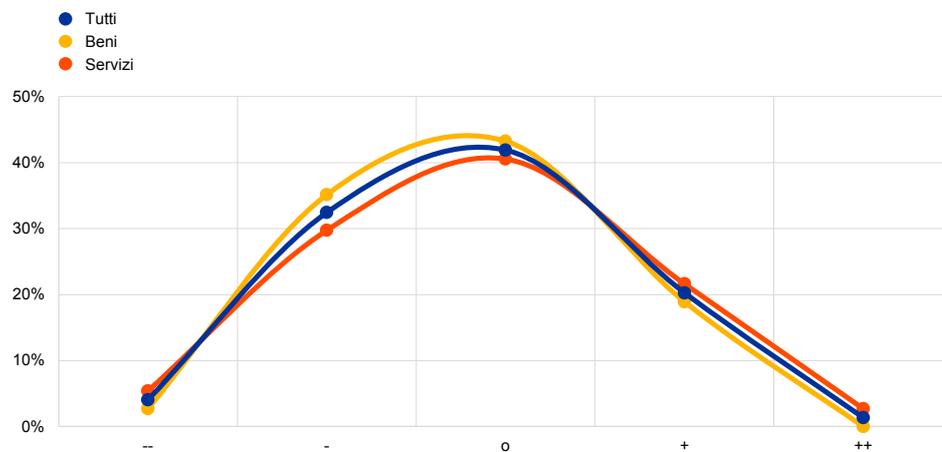
Canali attraverso i quali la digitalizzazione influisce sull'occupazione

(media dei punteggi di tutte le risposte: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante)



Impatto complessivo sull'occupazione

(percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulla digitalizzazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: si basa sulle risposte a domande su a) il modo in cui le tecnologie influenzano l'occupazione nell'impresa partecipante e b) l'impatto complessivo atteso dell'adozione di tecnologie digitali sull'occupazione nei prossimi tre anni, con risposte che vanno da "notevole diminuzione" (--) a "notevole aumento" (++)

5 Il ruolo dei prezzi dell'energia negli andamenti recenti dell'inflazione: un confronto fra paesi

a cura di leva Rubene

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro si caratterizza, attualmente, per il forte contributo fornito dai prezzi dell'energia. Nel terzo trimestre del 2018, i prezzi dell'energia hanno fornito un contributo di 0,9 punti percentuali al tasso di inflazione complessiva misurata sullo IAPC, pari al 2,0 per cento circa, rappresentandone quindi quasi la metà. Questo importante contributo riflette principalmente gli andamenti passati dei prezzi del greggio, un fattore il cui impatto è evidente per tutti i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, il contributo fornito dall'energia all'inflazione misurata sullo IAPC dipende sia dalla quota della spesa per consumi rappresentata dall'energia, sia dal grado di trasmissione degli andamenti dei corsi petroliferi ai prezzi al consumo dei beni energetici. Nel presente riquadro si considera la misura in cui queste caratteristiche consentono di spiegare le differenze tra i diversi paesi dell'area dell'euro in riferimento al recente contributo fornito dall'energia all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC³⁰.

Vi sono attualmente significative differenze tra i vari paesi dell'area in termini di contributo fornito dai beni energetici all'inflazione misurata sullo IAPC. Per la maggior parte dei paesi più grandi, nel terzo trimestre del 2018, la quota dell'inflazione armonizzata dovuta al contributo della componente energetica si è collocata in prossimità della media dell'area, ovvero su valori inferiori o uguali alla metà (cfr. grafico A). Tuttavia, per alcuni paesi più piccoli, tale quota ha oscillato tra contributi molto esigui (come nel caso di Malta, dove il contributo dell'energia è stato quasi nullo) e molto elevati (come in Irlanda, dove invece ha rappresentato la quasi totalità dell'inflazione misurata sullo IAPC). Va osservato che questo confronto tra paesi è indicativo soltanto dell'importanza relativa dell'energia, poiché lo IAPC complessivo è determinato anche dagli andamenti dell'inflazione armonizzata al netto dell'energia³¹.

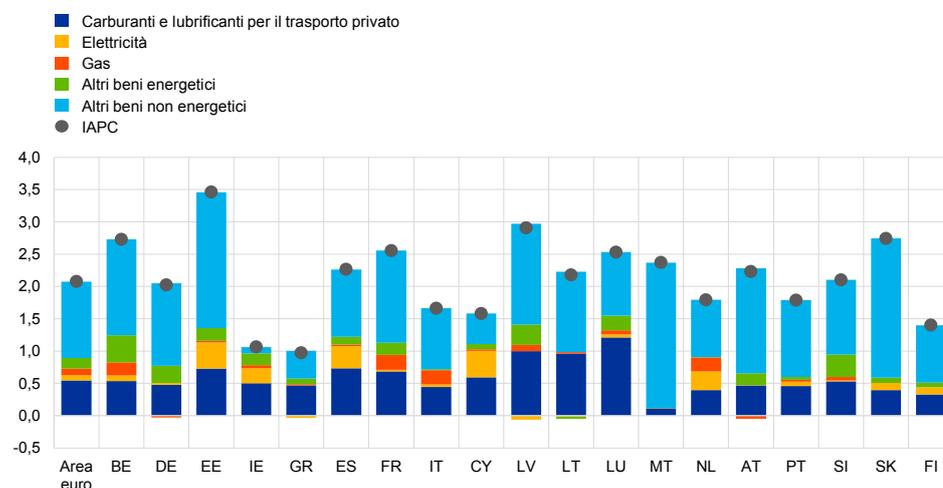
³⁰ Non si considerano, invece, l'impatto delle modifiche alle politiche fiscali sull'inflazione legata ai beni energetici e gli effetti di primo impatto indiretti delle variazioni dei corsi petroliferi. Per una descrizione di questi ultimi, cfr. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, n. 113, BCE, giugno 2010; in particolare la sezione intitolata "The impact of energy prices on inflation". Per l'impatto dei corsi petroliferi sui prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro, cfr. anche il riquadro *Corsi petroliferi e prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro*, nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

³¹ I contributi relativi possono subire distorsioni anche se lo IAPC al netto dei beni energetici e/o il tasso di inflazione dei beni energetici sono negativi.

Grafico A

Contributo dell'energia all'inflazione misurata sullo IAPC nel terzo trimestre del 2018

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "Altri beni energetici" include i combustibili liquidi e solidi e il gasolio da riscaldamento.

Il peso dell'energia nello IAPC varia da un paese all'altro, ma non è in grado di spiegare appieno le attuali differenze in termini di contributo fornito all'inflazione complessiva.

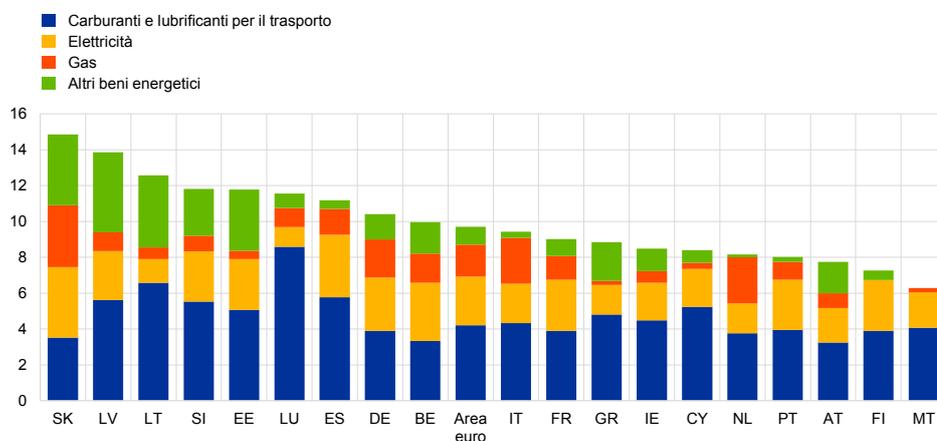
I contributi attualmente forniti dai prezzi dei beni energetici all'inflazione complessiva sono generalmente superiori a quanto lascerebbe supporre il peso dell'energia nello IAPC. Tali contributi variano dal 6 per cento circa a Malta a quasi il 15 per cento in Slovacchia, mentre per l'area dell'euro nel suo insieme il peso dell'energia nello IAPC è pari al 10 per cento (cfr. grafico B). Complessivamente, i carburanti per il trasporto rappresentano circa la metà del peso della componente dell'energia (più di qualsiasi altra voce legata ai beni energetici) e i prezzi dei carburanti generalmente seguono le variazioni dei prezzi del greggio in euro in misura più prossima rispetto ad altre componenti energetiche. Ciò spiega il motivo per cui, in tutti i paesi, i prezzi dei carburanti hanno storicamente rappresentato la principale determinante della dinamica dell'inflazione dei beni energetici³². Allo stesso tempo, le differenze tra paesi per quanto riguarda l'inflazione legata ai prezzi del carburante, nel terzo trimestre del 2018, sono state più ampie di quanto giustificato dalle differenze di peso. Ciò indica che sulla trasmissione potrebbero influire anche altri fattori.

³² Nel periodo a partire dal 1999, la correlazione contemporanea media (non ponderata) fra i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi del totale dei beni energetici e quelli dei carburanti, nei paesi dell'area dell'euro, è stata dello 0,9; ha segnato invece valori significativamente più bassi per i prezzi del gas (0,5) e dell'elettricità (0,1).

Grafico B

Peso dei beni energetici e delle principali sottocomponenti nello IAPC del 2018

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "Altri beni energetici" include i combustibili liquidi e solidi e il gasolio da riscaldamento. Il peso relativamente ampio dei carburanti per il trasporto in Lussemburgo riflette anche gli acquisti dei consumatori non residenti nel paese.

La trasmissione dei corsi petroliferi ai prezzi dei carburanti non avviene secondo un rapporto uno-a-uno; il prezzo al consumo finale, infatti, dipende anche dalla tassazione e dall'entità dei margini.

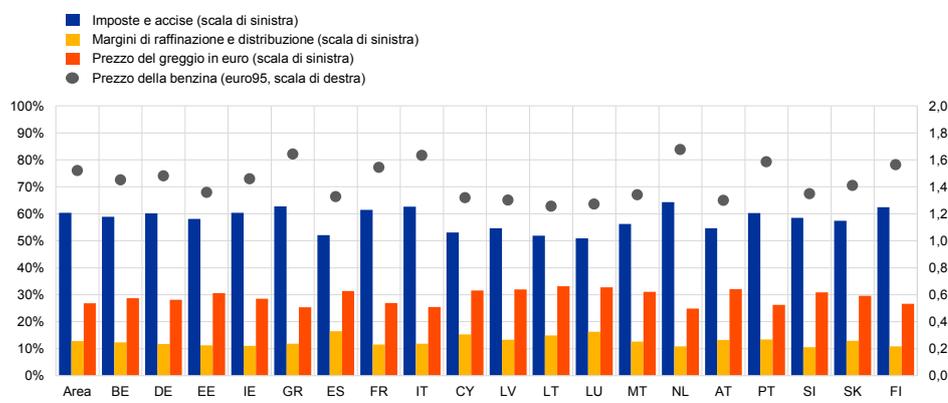
Le modifiche alla tassazione (in particolare alle accise) di solito incidono in maniera considerevole sui prezzi del carburante³³ e il livello di imposizione fiscale influisce sulla trasmissione delle variazioni del prezzo del petrolio. Quanto più aumenta la quota delle accise (un importo fisso al litro) applicate al prezzo del carburante in un paese, tanto più diminuisce la variazione percentuale del prezzo del carburante attribuibile a una determinata variazione del prezzo del petrolio. Per contro, sebbene le differenze nelle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) possano spiegare, in parte, i diversi livelli del prezzo al consumo del carburante, per via della natura proporzionale di tale imposta esse non sono in grado di spiegare le differenze nella trasmissione delle variazioni dei corsi petroliferi ai prezzi del carburante. Nel caso del prezzo della benzina, la quota totale di imposte varia da un paese all'altro: dal 50 per cento circa in Lussemburgo, a Malta e in Spagna a poco più del 60 per cento nei Paesi Bassi, in Italia e in Grecia. Ciò giustifica, in parte, le differenze in termini di prezzo finale del carburante e di trasmissione delle variazioni del prezzo del greggio al prezzo del carburante (cfr. grafico C). I costi e i margini derivanti dai processi di raffinazione e distribuzione costituiscono generalmente una porzione relativamente esigua del prezzo del carburante (appena superiore al 10 per cento). Nel lungo periodo, è improbabile che, ad esempio a causa di differenze in termini di tecnologia o di prassi di stoccaggio, tali costi e margini possano determinare differenze rilevanti tra paesi nella trasmissione dei prezzi del greggio ai prezzi del carburante. A più breve termine, tuttavia, se i margini dovessero reagire, ad esempio, agli incrementi stagionali della domanda, tali differenze potrebbero divenire rilevanti.

³³ Ad esempio, nel terzo trimestre del 2018, gli aumenti delle accise hanno contribuito a far salire l'inflazione sui dodici mesi legata ai prezzi del carburante in Estonia e in Lettonia. Le modifiche alle accise apportate in Francia e in Finlandia hanno avuto impatti meno significativi.

Grafico C

Scomposizione del prezzo della benzina nel terzo trimestre del 2018

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: euro al litro)



Fonti: Bloomberg, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: i margini di raffinazione sono calcolati come differenza tra il prezzo del petrolio raffinato e quello del greggio, mentre i margini di distribuzione sono dati dalla differenza tra il prezzo della benzina al lordo delle tasse e quello del petrolio raffinato.

L'inflazione legata a gas ed energia elettrica non segue necessariamente l'andamento dei corsi petroliferi e dei prezzi del carburante.

Mentre la trasmissione dei prezzi del greggio ai prezzi del carburante avviene in maniera relativamente semplice e rapida (generalmente nell'arco di quasi cinque settimane)³⁴, la trasmissione ai prezzi al consumo di gas ed elettricità è più complessa e più limitata. I prezzi al consumo del gas sono determinati in larga parte dai relativi prezzi all'ingrosso, il cui legame con i corsi petroliferi è diminuito nel corso del tempo³⁵. L'energia elettrica può essere generata in molti modi diversi (da fonte idrica, solare, eolica, nucleare, dal carbone ecc.) e la frequenza con cui varia il suo prezzo è diversa da quella con cui si modifica il prezzo del carburante e del gas. In tutti i paesi dell'area dell'euro, il legame tra corsi petroliferi e prezzi di gas ed elettricità è meno immediato e più debole rispetto a quello tra prezzo del petrolio e prezzo del carburante; la solidità di tale legame, inoltre, varia maggiormente da un paese all'altro per i prezzi di gas ed elettricità rispetto a quelli del carburante (cfr. grafico D)³⁶. In alcuni paesi dell'area, inoltre, i prezzi del gas e dell'elettricità (così come del gasolio da riscaldamento) sono regolamentati in tutto o in parte e pertanto possono reagire con uno scarto temporale o non reagire affatto alle variazioni dei corsi petroliferi³⁷. A causa del più debole legame tra i prezzi di gas ed elettricità e i prezzi del greggio, nei paesi dell'area dell'euro con una più elevata quota di carburante nel proprio paniere energetico, il contributo dell'energia all'inflazione, negli ultimi mesi, è stato più elevato.

³⁴ Cfr. Task Force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali "Energy markets and the euro area macroeconomy", Occasional Paper Series, n. 113, BCE, giugno 2010, in particolare la sezione intitolata "The impact of energy prices on inflation".

³⁵ Per via dell'andamento dei mercati a pronti in Europa, la quota del prezzo all'ingrosso del gas legata al prezzo del petrolio è scesa dall'80 per cento nel 2005 al 30 per cento circa nel 2017. Cfr. l'indagine della International Gas Union, "Wholesale Gas Price Survey", edizione 2018, giugno 2018.

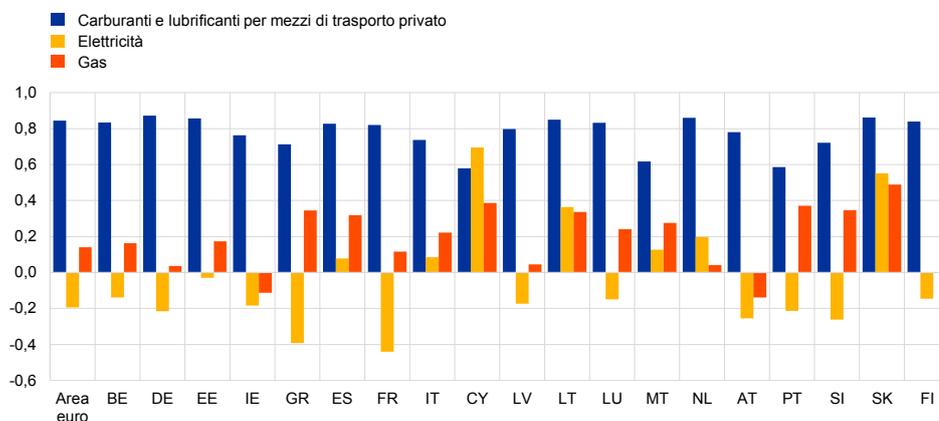
³⁶ Considerato il ritardo nella trasmissione nel caso dei prezzi di gas ed elettricità, il coefficiente di correlazione per ritardi temporali più consistenti (media non ponderata tra i paesi dell'area dell'euro, calcolata utilizzando i tassi di inflazione sui dodici mesi) raggiungerebbe lo 0,6 tra il prezzo del greggio e quello del gas e lo 0,3 tra il prezzo del greggio e quello dell'elettricità, ovvero valori inferiori al coefficiente di correlazione contemporanea, pari allo 0,8, tra il prezzo del greggio e quello del carburante.

³⁷ Secondo la classificazione dell'Eurostat, i prezzi di elettricità, gas o gasolio da riscaldamento sono regolamentati, del tutto o in parte, nei seguenti paesi: Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

Grafico D

Correlazione tra componenti dell'inflazione dei beni energetici e prezzi del greggio (in euro)

(coefficiente di correlazione contemporanea dei tassi di inflazione sui dodici mesi, da gennaio 1999 a settembre 2018)



Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: in Finlandia il gas non è incluso nel paniere dei prezzi al consumo. La trasmissione delle variazioni del prezzo del greggio a gas ed elettricità può richiedere da uno a due anni (il coefficiente di correlazione è più elevato per scarti temporali più consistenti); essa avviene quindi molto lentamente rispetto alla trasmissione al prezzo del carburante, che invece è piuttosto rapida (fino al 90 per cento nell'arco di cinque settimane). Tuttavia, anche tenendo conto di questo ritardo, il coefficiente di correlazione calcolato per ritardi temporali più consistenti rispetto ai prezzi del greggio è inferiore per i prezzi di gas ed elettricità rispetto a quelli del carburante.

In conclusione, sebbene l'aumento del prezzo del petrolio in euro abbia interessato tutti i paesi dell'area, gli effetti sui rispettivi tassi di inflazione misurati sullo IAPC sono stati di diversa entità. Ciò dipende dalle differenze esistenti sia in termini di peso rispettivo delle varie componenti energetiche (carburante, gas ed elettricità) all'interno dello IAPC, sia in termini di intensità del legame tra i prezzi di tali componenti energetiche e i corsi petroliferi. Di conseguenza, una forte interdipendenza degli andamenti dei prezzi del petrolio non comporta necessariamente una riduzione della dispersione dell'inflazione. In prospettiva, la leggera tendenza al ribasso dei prezzi dei contratti future sul greggio sembra indicare una lieve moderazione dell'inflazione legata ai prezzi dei beni energetici, con la conseguente riduzione del contributo fornito da quest'ultima all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC e delle differenze tra paesi nell'inflazione complessiva dovute alle dinamiche che caratterizzano il settore energetico.

Articoli

1 Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi

a cura di Malin Andersson, Bela Szörfi, Máté Tóth e Nico Zorell

Il prodotto potenziale è generalmente considerato dagli analisti economici come il più elevato livello di attività economica sostenibile nel lungo periodo. Le sue variazioni possono essere determinate da fattori quali l'offerta di lavoro, gli investimenti in conto capitale e l'innovazione tecnologica. Secondo stime recenti delle istituzioni internazionali l'area dell'euro opererebbe, al momento, a un livello prossimo al suo potenziale. L'espansione economica in atto sembra aver ampiamente assorbito la capacità inutilizzata creata dalla crisi finanziaria internazionale e dalla crisi del debito sovrano. Contemporaneamente, la stima del tasso di crescita del prodotto potenziale sembra aver recuperato gran parte dello slancio del periodo precedente la crisi, sostenuto principalmente dalla crescita della forza lavoro, dal calo della disoccupazione tendenziale e dai più sostanziali incrementi di produttività. In prospettiva, le proiezioni delle istituzioni internazionali indicano che la crescita effettiva del PIL nell'area dell'euro continuerà a eccedere la crescita potenziale nel breve periodo. Di conseguenza, è probabile che, in futuro, le limitazioni nell'offerta diventino sempre più vincolanti e producano un graduale rafforzamento dell'inflazione nell'area dell'euro.

1 Introduzione

Il prodotto potenziale è un concetto economico fondamentale poiché la sua evoluzione determina la velocità alla quale un'economia è in grado di crescere in modo sostenibile. Viene generalmente considerato il più elevato livello di attività economica sostenibile con la tecnologia e i fattori di produzione disponibili, in particolare forza lavoro e capitale, senza creare spinte inflazionistiche. Le istituzioni che agevolano e incoraggiano l'innovazione, l'accumulazione di fattori e l'allocazione efficiente delle risorse creano condizioni particolarmente favorevoli a una più rapida crescita del prodotto potenziale. Il ruolo svolto da solide politiche strutturali, pertanto, è fondamentale per la promozione di una crescita sostenibile.

Per le banche centrali, le stime del prodotto potenziale possono fornire supporto all'analisi dello stato del ciclo economico e delle implicazioni per le dinamiche di salari e prezzi. Se l'attività economica supera il livello del prodotto potenziale, il più intenso utilizzo dei fattori produttivi esercita generalmente pressioni al rialzo sul costo dei fattori e, in ultima analisi, sui prezzi al consumo. Analogamente, le spinte sui prezzi tendono a venir meno se il livello dell'attività economica scende al di sotto del prodotto potenziale. Per tali motivi, l'output gap, definito come deviazione percentuale del livello effettivo del prodotto (PIL in termini reali) dal suo livello potenziale, viene spesso considerato un indicatore dello stato del ciclo economico e delle possibili pressioni inflazionistiche. Le stime del prodotto potenziale forniscono

inoltre un riferimento su cui calibrare il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche in base agli effetti del ciclo economico e sono incluse nelle analisi di sostenibilità a lungo termine del debito pubblico. In aggiunta, vengono usate per misurare l'impatto delle riforme strutturali.

In quanto non osservabile, il prodotto potenziale può essere solo stimato con incertezza. Esistono diversi metodi per stimare il prodotto potenziale sulla base dei dati osservati. Indipendentemente dal metodo utilizzato, tuttavia, tali stime sono soggette a notevoli margini di incertezza e vengono spesso ampiamente riviste nel tempo. Pertanto vanno considerate con cautela.

Partendo da tali premesse, il presente articolo analizza gli andamenti del prodotto potenziale dell'area dell'euro nel periodo successivo alla crisi.

Nella sezione 2 si discutono il concetto di prodotto potenziale e la sua misurazione. La sezione 3 esamina gli andamenti recenti del prodotto potenziale, mentre le sezioni 4 e 5 analizzano più in dettaglio le principali determinanti. La sezione 6 presenta le conclusioni sul piano delle politiche.

2 Concetto di prodotto potenziale e sua misurazione

2.1 Definizione e determinanti

Il prodotto potenziale viene generalmente definito come il più elevato livello di attività economica sostenibile con la tecnologia e i fattori di produzione disponibili senza l'emergere di spinte inflazionistiche³⁸. Superando tale livello di produzione aumenterà il grado di utilizzo dei fattori e verrà quindi a crearsi una pressione al rialzo sul costo dei fattori e, in ultima analisi, sull'inflazione al consumo. A partire da una posizione neutrale nel ciclo economico, un aumento sostenibile, non inflazionistico, del prodotto deve essere sostenuto da una crescita del prodotto potenziale.

È importante distinguere tra il livello e il tasso di crescita del prodotto potenziale. Se il livello del prodotto potenziale supera il prodotto effettivo, si crea un output gap negativo. In tali circostanze, affinché un output gap negativo si riassorba, la crescita effettiva deve superare la crescita potenziale per un certo periodo di tempo.

È opinione condivisa che il prodotto potenziale sia determinato da fattori dal lato dell'offerta; occorre quindi sottolineare l'importanza di solide politiche strutturali per una crescita sostenibile nel lungo periodo. Le determinanti dal lato dell'offerta comprendono lo stato della tecnologia e i fattori produttivi disponibili, in particolare forza lavoro e capitale. A livello più profondo, la capacità produttiva a lungo termine di un'economia è determinata dal relativo quadro istituzionale, inclusa la

³⁸ In letteratura ricorrono visioni alternative in cui il prodotto potenziale viene definito come il livello di prodotto ottenibile in assenza di frizioni legate al processo di formazione dei prezzi o di inefficienze del mercato (come la concorrenza imperfetta). Tuttavia, le corrispondenti serie del prodotto potenziale dipendono fortemente dal modello sottostante e dalle frizioni ipotizzate al suo interno. Cfr. Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. e Pisani, M., "Potential output in DSGE models", *Working Paper Series*, n. 1351, BCE, giugno 2011.

struttura dei diritti di proprietà, delle normative e dei sistemi giudiziario e di formazione scolastica. Nelle economie le cui istituzioni agevolano e incoraggiano l'innovazione, l'accumulazione di fattori e l'allocazione efficiente delle risorse si registrerà, probabilmente, una crescita più rapida nel lungo periodo³⁹. Secondo le stime dell'Eurosistema, infatti, l'attuazione di best practice istituzionali nei paesi dell'area dell'euro potrebbe dare un significativo impulso ai rispettivi tassi di crescita potenziale⁴⁰.

La crisi finanziaria mondiale ha messo in evidenza come anche alcuni fattori dal lato della domanda possano produrre effetti duraturi o addirittura permanenti sul prodotto⁴¹. Secondo la teoria dell'"isteresi", le carenze di domanda possono ripercuotersi negativamente sull'offerta potenziale dell'economia, abbassando il livello del prodotto potenziale o persino il suo tasso di crescita di più lungo periodo. Una recessione legata alla domanda, ad esempio, potrebbe scoraggiare i lavoratori dalla ricerca di un impiego o favorire l'erosione delle loro abilità professionali. Le imprese potrebbero decidere di non investire o di ridurre il budget destinato all'innovazione, abbassando così il livello di produzione che può essere sostenuto senza alimentare spinte (dis)inflazionistiche. Secondo questa tesi, le politiche anticicliche potrebbero ridurre il rischio di isteresi in tempi di crisi o ribaltarne gli effetti a posteriori, con impatti positivi di lunga durata sul prodotto⁴². La validità della teoria dell'isteresi è, in ultima analisi, una questione empirica e può variare da un'economia all'altra, oltre che nel tempo.

2.2 Misurazione

Dal momento che non può essere osservato direttamente, il prodotto potenziale deve essere stimato. Alcune semplici metodologie statistiche ("filtri univariati"), come il filtro di Hodrick-Prescott (HP), ricavano il prodotto potenziale smussando le oscillazioni del prodotto effettivo. Esse suddividono meccanicamente la serie osservata del prodotto in una componente tendenziale e una componente ciclica. Altri approcci statistici più sofisticati ("filtri multivariati") utilizzano informazioni provenienti da altri indicatori economici, quali l'inflazione, per distinguere il trend dal ciclo. Un altro approccio diffuso, adottato dalla Commissione europea e dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), si basa su una funzione di produzione macroeconomica, ovvero su un semplice modello relativo al lato dell'offerta che lega il prodotto potenziale alle componenti tendenziali della produttività e ai fattori produttivi

³⁹ Cfr. Acemoglu, D., Johnson, S. e Robinson, J., "Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth", in Aghion, P. e Durlauf, S. (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, parte A, Elsevier, 2005, pagg. 385-472.

⁴⁰ Cfr. Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N. (a cura di), "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, giugno 2018.

⁴¹ Cfr. Ball, L., "Long-term damage from the Great Recession in OECD countries", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 11, n. 2, 2014, pagg. 149-160 e Blanchard, O., "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", *Working Papers*, n. 17-14, Peterson Institute for International Economics, novembre 2017.

⁴² Cfr. Yellen, J.L., "Macroeconomic Research After the Crisis", intervento pronunciato in occasione della 60ª conferenza economica annuale promossa dalla Federal Reserve Bank of Boston, Boston, ottobre 2016.

disponibili (generalmente forza lavoro e capitale)⁴³. I metodi ibridi combinano elementi utili sia dell'approccio statistico sia di quello della funzione di produzione (cfr. riquadro 1). Altri approcci si fondano su modelli economici strutturali più complessi⁴⁴. È importante sottolineare che tutti questi metodi di misurazione del prodotto potenziale presentano dei limiti. Pertanto, nell'analisi che segue, si prenderà in considerazione un'ampia gamma di stime ottenute da metodologie alternative.

Indipendentemente dal metodo utilizzato, le stime sul prodotto potenziale sono soggette a notevoli margini di incertezza. La scelta di uno specifico modello statistico o economico implica sempre un giudizio e introduce elementi di incertezza. Poiché i modelli sono una semplificazione della realtà, non è possibile elaborare tutte le informazioni presumibilmente rilevanti per la stima del prodotto potenziale. Inoltre, a causa della natura tipicamente stocastica di tali modelli, un certo grado di incertezza deriva intrinsecamente dalle caratteristiche dei relativi shock. L'incertezza è inoltre correlata ai parametri di questi modelli, che possono essere solo stimati con incertezza. Infine, i dati (sia storici sia relativi alle proiezioni) utilizzati per la stima dei modelli sono soggetti a revisione. Tali variazioni possono dar luogo a significative revisioni dell'evoluzione stimata del prodotto potenziale. Nel complesso, a causa delle diverse fonti di incertezza, ogni stima puntuale dell'output gap deve essere considerata con un notevole grado di cautela.

Riquadro 1

Un modello a componenti non osservate per il prodotto potenziale dell'area dell'euro

a cura di Máté Tóth

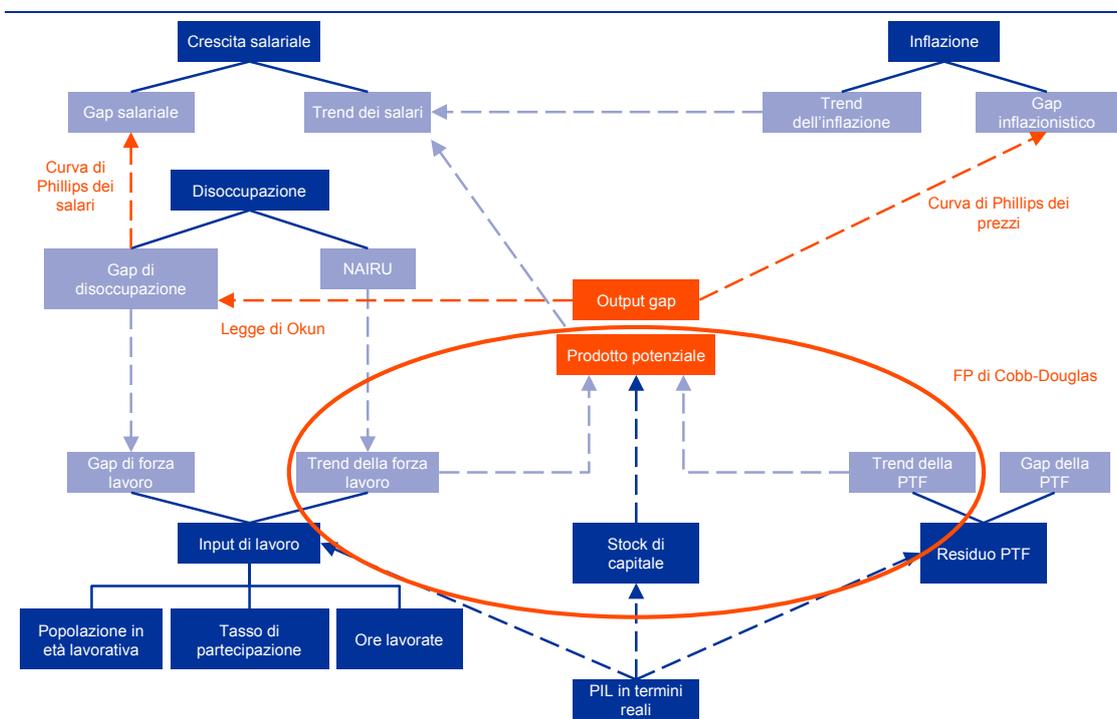
Il modello a componenti non osservate (UCM-PF) introdotto in questo riquadro combina un approccio basato su un filtro multivariato con una funzione di produzione (FP) di tipo Cobb-Douglas che mette in relazione il prodotto potenziale con la forza lavoro, il capitale e la produttività totale dei fattori (PTF). Questa combinazione incorpora una maggiore struttura economica rispetto al tradizionale approccio della funzione di produzione, in cui gli input produttivi vengono generalmente filtrati individualmente con l'ausilio di filtri univariati. Un potenziale limite di quest'ultimo approccio è rappresentato dal fatto che il prodotto potenziale che ne risulta potrebbe essere molto simile a quello estratto tramite l'applicazione di un filtro univariato alla serie stessa del prodotto, fornendo così un valore aggiunto limitato. L'approccio UCM-PF risolve questo problema stimando congiuntamente i trend degli input di produzione ottenuti in un sistema di equazioni in cui la scomposizione in componenti cicliche e tendenziali è soggetta ad alcune relazioni economiche fondamentali, sebbene presentate in forma ridotta (cfr. figura A).

⁴³ Le stime sul prodotto potenziale diffuse dall'FMI non si basano su un metodo uniforme e potrebbero contenere informazione esterna al modello che comunemente viene definita *judgment*. Per i paesi dell'area dell'euro viene generalmente impiegato l'approccio della funzione di produzione.

⁴⁴ Cfr. Coenen, G., Smets, F. e Vetlov, I., "Estimation of the Euro Area Output Gap Using the NAWM", *Working Paper Series*, n. 5, Lietuvos bankas, 2009.

Figura A

Rappresentazione stilizzata del modello UCM-PF



Fonte: esperti della BCE.

Il modello sottostante può essere rappresentato in forma stato spazio e utilizza il filtro di Kalman per scomporre quattro principali variabili osservabili (il PIL in termini reali, il tasso di disoccupazione, una misura dell'inflazione di fondo e l'inflazione salariale) in componenti di trend e componenti cicliche. A tal fine, il modello prende in considerazione alcune relazioni economiche, tra cui una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, una curva di Phillips dei salari e dei prezzi e una relazione basata sulla legge di Okun. Alcune variabili aggiuntive entrano nel modello come variabili esogene osservabili (ad esempio lo stock di capitale e la popolazione in età lavorativa), mentre altre (come il tasso di partecipazione alla forza lavoro e la media di ore lavorate) vengono scomposte a livello endogeno in componenti cicliche e tendenziali; queste ultime sono degli input per la funzione di produzione. Nel modello un output gap nullo è in linea con l'assenza di eccessive spinte sui prezzi o sui salari, ovvero con l'inflazione che si colloca su valori corrispondenti al suo trend di lungo periodo e l'inflazione salariale che si attesta su livelli coerenti con il trend dell'inflazione e con quello della crescita della produttività. Nelle sezioni che seguono vengono utilizzati intervalli di confidenza generati dal modello UCM-PF per evidenziare l'incertezza che caratterizza le stime puntuali dell'output gap, la crescita potenziale e il tasso di disoccupazione tendenziale (o tasso naturale di disoccupazione, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU).

3 Andamenti recenti del prodotto potenziale

Questa sezione analizza gli andamenti recenti del prodotto potenziale nell'area dell'euro. Pur concentrandosi sul periodo successivo alla crisi (2014-2018), l'analisi ripercorre brevemente anche gli anni della crisi (2008-2013) e il periodo a essa precedente (1999-2007)⁴⁵, basandosi su un'ampia gamma di stime prodotte dalla Commissione europea, dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dall'OCSE, nonché sulle stime ottenute dal modello presentato nel riquadro 1.

Le stime indicano che, sebbene permanga più debole rispetto al periodo precedente la crisi, la crescita potenziale nell'area dell'euro è aumentata negli ultimi anni. Prima della crisi si riteneva che la crescita potenziale fosse su una tendenza di lungo periodo al ribasso (cfr. grafico 1). Tra il 1999 e il 2007, il tasso stimato di crescita potenziale è gradualmente diminuito dal 2,3 per cento circa all'1,7 per cento circa. L'insorgere della crisi finanziaria mondiale sembra aver comportato un'ulteriore diminuzione della crescita potenziale a un valore inferiore all'1,0 per cento. Tuttavia le stime disponibili segnalano una ripresa del prodotto potenziale nel periodo post-crisi, con tassi di crescita che hanno raggiunto valori prossimi all'1,5 per cento. Pertanto, le ultime stime relative alla crescita potenziale nell'area dell'euro sono ben superiori a quelle degli anni della crisi, anche se ancora inferiori rispetto al periodo a essa precedente. Tutte queste stime sono soggette a margini di incertezza significativi, come indicato dagli intervalli ombreggiati nel grafico 1. Allo stesso tempo tutte segnalano un andamento a forma di J rovesciata per la crescita potenziale dell'area dell'euro nel periodo tra il 1999 e il 2017. Le stime relative all'aggregato dell'area dell'euro, inoltre, celano una significativa eterogeneità tra i diversi paesi dell'area.

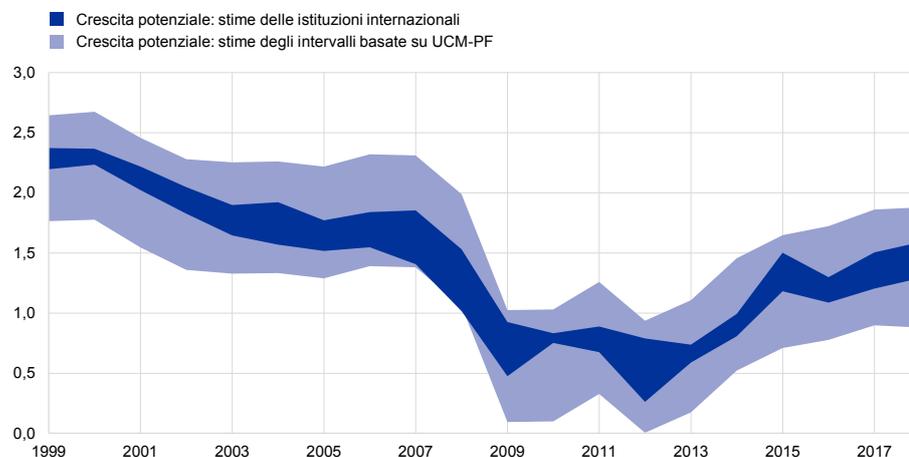
Il livello del prodotto potenziale dell'area dell'euro rimane ben al di sotto dell'andamento implicito nelle tendenze pre-crisi. Ciò può essere illustrato con una semplice proiezione lineare in cui si suppone che dal 2007 in poi il prodotto potenziale cresca costantemente al ritmo registrato in quell'anno. La più recente stima della Commissione europea sul prodotto potenziale nel 2017 è inferiore del 10 per cento circa rispetto al livello raggiunto nel caso di proiezione lineare (cfr. grafico 2). Tuttavia occorre cautela nell'impiegare questi divari come misura approssimativa dell'impatto della crisi. Le stime in tempo reale del prodotto potenziale sono spesso soggette a revisioni sostanziali, specialmente in tempo di crisi. In effetti, le stime sul prodotto potenziale nell'area dell'euro sono state ampiamente riviste al ribasso dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale, per poi subire una nuova inversione di rotta in tempi più recenti.

⁴⁵ Per il periodo della crisi, cfr. Anderton et al., "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 156, BCE, novembre 2014 e gli articoli intitolati *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi* nel numero di novembre 2013 del Bollettino mensile della BCE e *Tendenze del prodotto potenziale*, nel numero di gennaio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

Grafico 1

Stime della crescita potenziale

(variazioni percentuali)



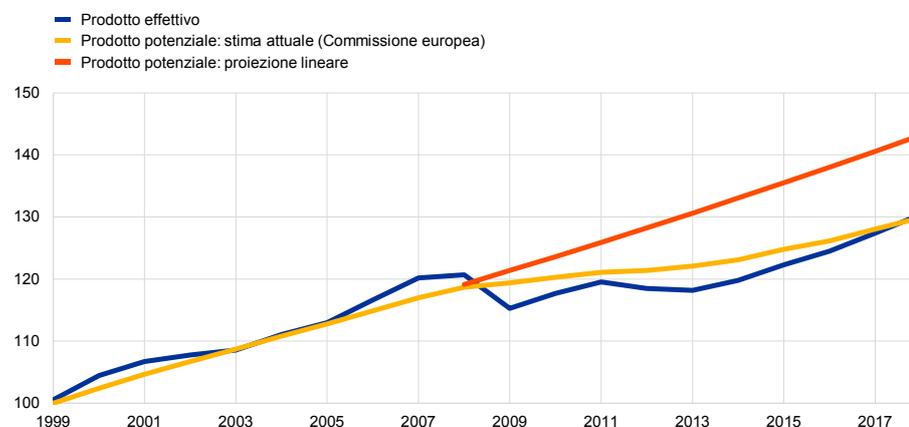
Fonti: Commissione europea, FMI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'area blu scuro indica la gamma di stime prodotte dalle istituzioni internazionali mentre quella blu chiaro denota le stime degli intervalli basate sul modello UCM-PF presentato nel riquadro 1 (con un intervallo di incertezza di più/meno due deviazioni standard rispetto alla stima puntuale).

Grafico 2

Livelli del prodotto effettivo e potenziale

(indice: 1999 = 100)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il prodotto effettivo corrisponde al PIL in termini reali. Il prodotto potenziale è calcolato in base alle stime della Commissione europea. Nello scenario controfattuale si presume che dal 2007 in poi il prodotto potenziale sia costantemente aumentato al tasso di crescita potenziale registrato in quell'anno.

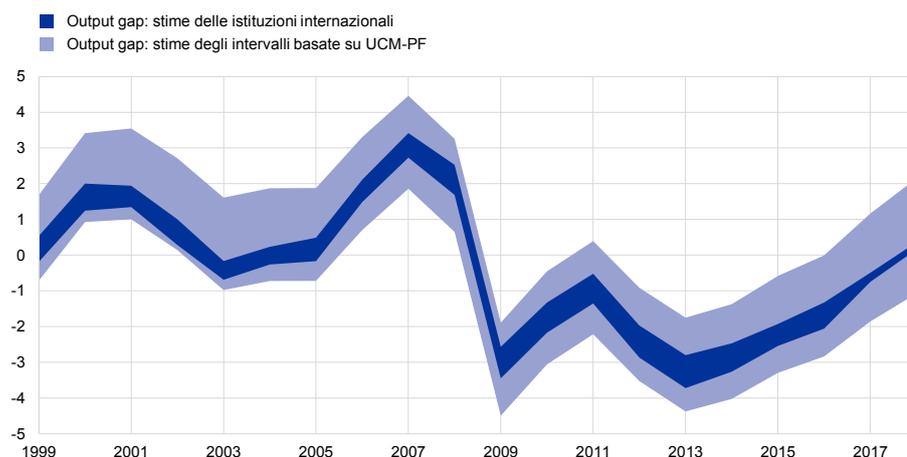
Le stime disponibili indicano che l'area dell'euro opera, al momento, a un livello prossimo al suo potenziale. In seguito allo scoppio della crisi finanziaria mondiale, il prodotto effettivo (ovvero il PIL in termini reali) è sceso vertiginosamente. Al contempo, il prodotto potenziale sembra abbia continuato a crescere, sebbene a un ritmo più lento rispetto a prima della crisi. Di conseguenza, è venuto a crearsi un output gap negativo che segnala la presenza di capacità inutilizzate nell'economia dell'area dell'euro (cfr. grafico 3)⁴⁶. Nel corso della ripresa, la crescita del PIL ha

⁴⁶ Cfr. anche il riquadro intitolato *Misure delle risorse inutilizzate nell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

systematicamente superato le stime relative alla crescita potenziale. Di conseguenza l'output gap negativo si è gradualmente ridotto, tanto che, al momento, sembra prossimo allo zero. È probabile che le limitazioni nell'offerta diventino, in futuro, sempre più vincolanti, producendo un graduale rafforzamento della crescita salariale e dell'inflazione di fondo.

Grafico 3 Stime dell'output gap

(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonti: Commissione europea, FMI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'area blu scuro indica la gamma di stime prodotte dalle istituzioni internazionali mentre quella blu chiaro denota le stime degli intervalli basate sul modello UCM-PF presentato nel riquadro 1 (con un intervallo di incertezza di più/meno due deviazioni standard rispetto alla stima puntuale). Le stime prodotte dal modello UCM-PF per il 2018 incorporano solo i dati fino al secondo trimestre del medesimo anno.

La similarità delle stime prodotte dalle istituzioni internazionali sottostima l'incertezza riguardo all'attuale output gap nell'area dell'euro. In particolare, è stato argomentato che la capacità inutilizzata nell'economia potrebbe essere ancora più ampia di quanto concordemente indicato dalle istituzioni internazionali. Tale ipotesi si basa di frequente sull'osservazione che le stime sulla crescita potenziale e le loro revisioni tendono a muoversi congiuntamente con l'attività economica⁴⁷. Questa pro-ciclicità potrebbe essere in parte artificiosa per via dei problemi di natura metodologica, come il ben noto problema di fine campione di cui soffrono le procedure di filtraggio. Potrebbe quindi esservi ragione di credere che il grado di capacità inutilizzata nell'economia dell'area dell'euro negli ultimi anni sia stato più elevato di quanto indicato dalle stime delle istituzioni internazionali⁴⁸. Ciò potrebbe anche contribuire a spiegare le dinamiche relativamente modeste dell'inflazione di fondo in questo periodo. La pro-ciclicità delle stime sulla crescita potenziale e sull'output gap, tuttavia, potrebbe anche essere una conseguenza dell'isteresi, della rigidità al ribasso di prezzi e salari e di altri effetti che sospingono verso il basso la crescita potenziale nelle fasi di contrazione economica per poi svanire gradualmente nei periodi di ripresa (cfr. sezione 2.1).

⁴⁷ Cfr. Coibion, O., Gorodnichenko, Y. e Ulate, M., "The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output", *NBER Working Papers*, n. 23580, National Bureau of Economic Research, 2017.

⁴⁸ Cfr. Jarocinski, M. e Lenza, M., "An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, n. 6, settembre 2018, pagg. 1189-1224.

4 Analisi approfondita degli andamenti recenti del prodotto potenziale

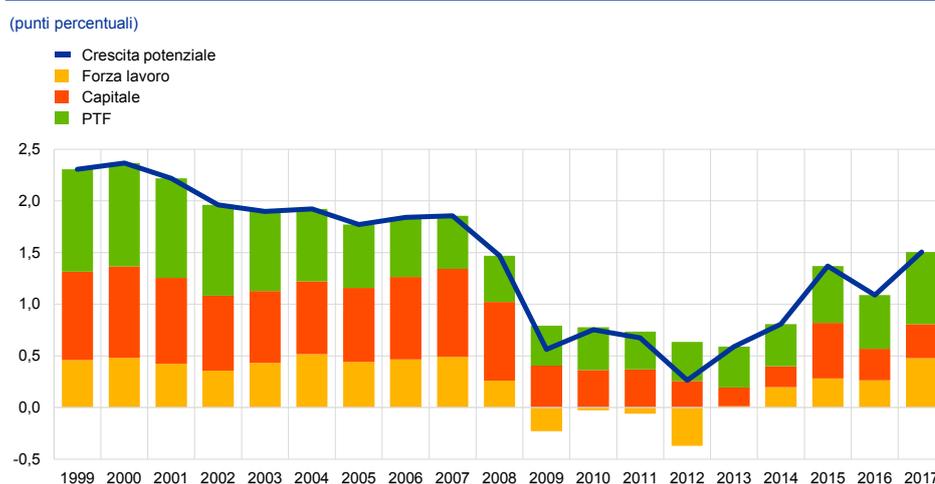
Dal punto di vista contabile, il prodotto potenziale è determinato dalle componenti di lungo periodo dei fattori di produzione (capitale e lavoro) e della produttività totale dei fattori (PTF). È possibile utilizzare una funzione di produzione macroeconomica per scomporre la crescita potenziale nei contributi forniti da forza lavoro, capitale e PTF (cfr. sezione 2.2). La PTF cattura l'efficienza complessiva dell'uso dei fattori produttivi, pertanto la sua evoluzione viene spesso considerata come una indicazione approssimativa del progresso tecnologico. Nella pratica, la PTF non è osservabile direttamente e viene generalmente calcolata come termine residuo di un esercizio di contabilità della crescita. Pertanto non può essere considerata una misura pura della produttività.

Sia il calo della crescita potenziale durante la crisi sia la successiva ripresa sono stati trainati, in larga misura, dai contributi di capitale e forza lavoro.

Entrambi i contributi si sono ridotti durante la crisi, per poi registrare una ripresa nel periodo a essa successivo (cfr. grafico 4). Le più recenti stime per il 2017 indicano che i contributi forniti da forza lavoro e PTF alla crescita potenziale sono ampiamente in linea con quelli del 2007. Tuttavia, il contributo del capitale continua a essere più esiguo rispetto al periodo precedente la crisi e ciò spiega perché la crescita potenziale non abbia ancora registrato una piena ripresa. La tendenza al ribasso della crescita potenziale nel periodo pre-crisi rifletteva principalmente il calo di lungo periodo della crescita della PTF⁴⁹.

Grafico 4

Scomposizione della crescita potenziale



Fonte: Commissione europea.

Sebbene l'andamento della crescita potenziale a forma di J rovesciata rilevato per l'area dell'euro sia stato osservato anche in altre importanti economie avanzate, le determinanti di fondo differiscono notevolmente da paese a paese.

⁴⁹ Cfr. l'articolo intitolato *Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

Il riquadro 2 illustra il fenomeno per gli Stati Uniti e il Giappone. Inoltre, in un'ottica di lungo periodo, la crescita potenziale nell'area dell'euro è stata inferiore rispetto a quella di altre importanti economie avanzate, in particolare degli Stati Uniti.

Riquadro 2

Andamenti del prodotto potenziale negli Stati Uniti e in Giappone

a cura di Ana-Simona Manu e Marcel Tirpák

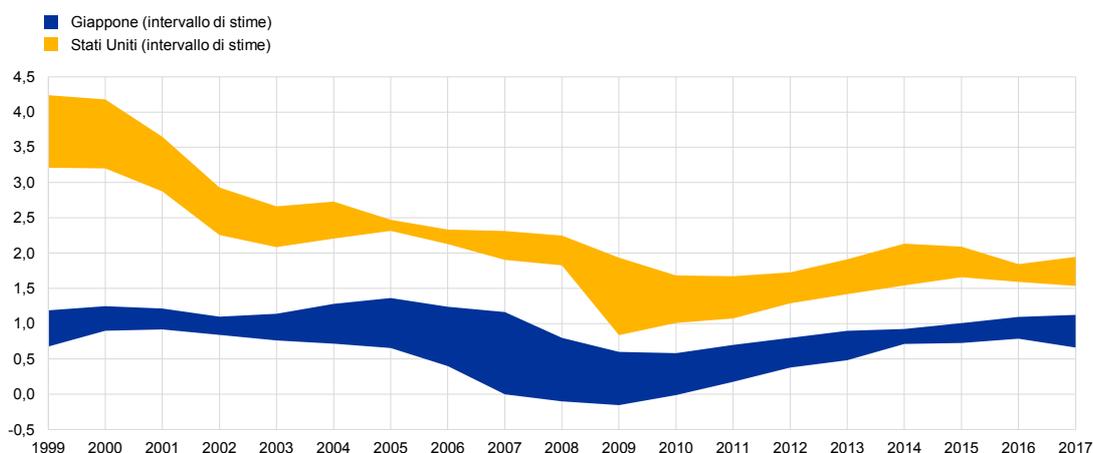
Analogamente agli andamenti nell'area dell'euro, la stima del prodotto potenziale negli Stati Uniti e in Giappone ha registrato una ripresa a partire dal 2013, unitamente all'attività economica.

Allo stesso tempo, l'attuale ritmo di crescita potenziale nell'economia statunitense permane ben al di sotto dei tassi di crescita registrati prima della crisi finanziaria mondiale, mentre in Giappone è sostanzialmente paragonabile ai tassi pre-crisi. Secondo un'ampia gamma di stime, tra cui quelle prodotte da fonti nazionali e da istituzioni internazionali, la crescita potenziale si colloca attualmente su valori prossimi al 2 per cento negli Stati Uniti e intorno all'1 per cento in Giappone (cfr. grafico A).

Grafico A

Stime della crescita potenziale negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Congressional Budget Office, Banca del Giappone, Cabinet Office del governo giapponese, FMI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

L'aumento dello stock di capitale, conseguente al rafforzamento dell'attività di investimento in questo periodo, ha rappresentato un fattore chiave per la ripresa del prodotto potenziale in entrambi i paesi. Se, da una parte, l'attività di investimento ha registrato un crollo all'indomani della crisi finanziaria internazionale, dall'altra la successiva ripresa della domanda, supportata dalle politiche economiche, ha contribuito a stimolare la spesa per investimenti in un contesto di graduale riduzione della capacità inutilizzata (cfr. grafico B).

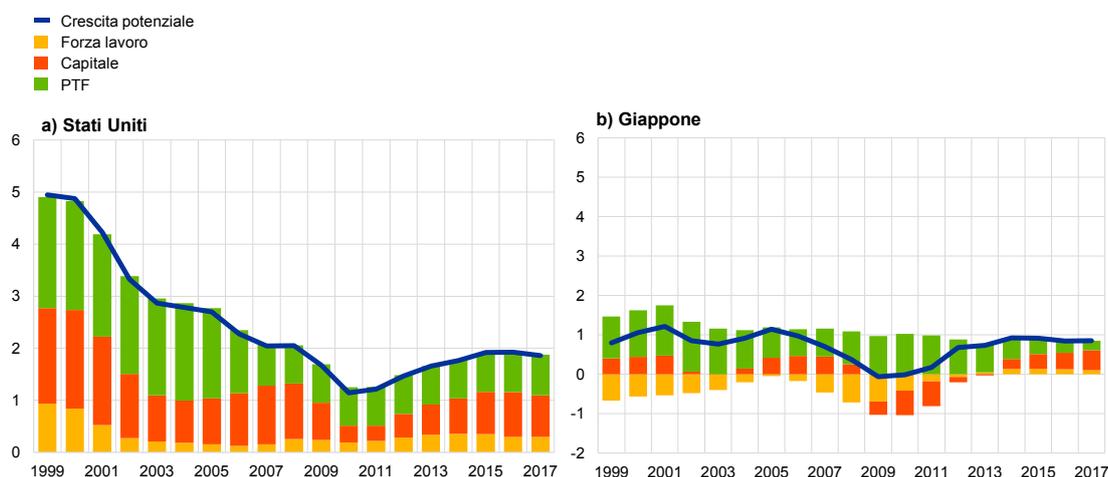
Per contro, il contributo della componente della forza lavoro alla crescita potenziale negli Stati Uniti e in Giappone è stato diverso, a causa delle tendenze di lungo periodo osservate in questi due paesi. Negli Stati Uniti, il contributo della forza lavoro è rimasto positivo e sostanzialmente invariato a partire dalla crisi finanziaria internazionale, poiché la più lenta crescita della forza lavoro potenziale è stata controbilanciata da un graduale calo del tasso di disoccupazione tendenziale. Quest'ultimo potrebbe riflettere la progressiva attenuazione degli effetti di isteresi

nonché modifiche alla composizione della forza lavoro, a loro volta derivanti, ad esempio, dal fatto che la categoria dei lavoratori in età più avanzata e più istruiti tende a registrare tassi di disoccupazione più bassi. In Giappone, il contributo della forza lavoro alla crescita potenziale è diventato positivo nel 2013, dopo un prolungato periodo di risultati fortemente negativi. Gli andamenti demografici, che hanno determinato un calo della forza lavoro, rappresentano il principale fattore attraverso cui quest'ultima ha agito da freno sul prodotto potenziale. Le recenti misure adottate dal governo giapponese per incoraggiare la partecipazione delle donne al mercato del lavoro, l'accresciuta disponibilità da parte dei lavoratori in pensione a rimanere attivi a fronte di un aumento della longevità e la maggiore flessibilità dei contratti di lavoro offerti dalle imprese giapponesi sono tutti fattori che hanno contribuito a incrementare la partecipazione della forza lavoro all'economia giapponese, limitando l'impatto negativo esercitato dal contrarsi del numero dei lavoratori in presenza di condizioni molto tese sul mercato del lavoro.

Grafico B

Scomposizione della crescita potenziale negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Congressional Budget Office, Banca del Giappone ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per gli Stati Uniti "crescita potenziale" si riferisce al settore delle imprese non agricole, "forza lavoro" al contributo delle ore lavorate e "capitale" al contributo dei servizi di capitale. Per il Giappone, "forza lavoro" si riferisce alla somma dei contributi dati dal numero di persone occupate e dalle ore lavorate.

La crescita della PTF ha offerto un contributo positivo al prodotto potenziale in entrambi i paesi, sebbene abbia evidenziato profili divergenti in tempi recenti. Negli Stati Uniti il contributo della crescita della PTF è rimasto sostanzialmente stabile nel periodo successivo alla crisi. Nello stesso periodo, in Giappone, il contributo della crescita della PTF, stimato su valori positivi, si è all'incirca dimezzato; ciò è attribuibile all'obsolescenza dello stock di capitale e ai ritardi nell'introduzione di nuove tecnologie⁵⁰. Tuttavia, la progressiva attuazione di progressi tecnologici, in particolar modo nei settori che al momento fronteggiano gravi carenze di forza lavoro, potrebbe rafforzare la crescita di fondo della produttività su un orizzonte di più lungo termine⁵¹.

In futuro, entrambi i paesi si confronteranno con le problematiche poste dagli andamenti demografici, che sarà necessario risolvere per evitare l'indebolimento della crescita

⁵⁰ Cfr. Sakurai, M. e Kataoka, M., "Hysteresis and Sluggish Growth in Wages and Prices: The Case Study of Japan", lavoro presentato in occasione del 30° *Villa Mondragone International Economic Seminar*, Roma, giugno 2018.

⁵¹ Cfr. Amamiya, M., "Japan's Economy and Monetary Policy", intervento pronunciato in occasione di un incontro con i dirigenti aziendali a Kyoto, Banca del Giappone, agosto 2018.

potenziale. In Giappone, i progressi nell’attuazione della strategia di crescita del governo, che includono riforme normative e istituzionali, gli ulteriori incrementi della partecipazione della forza lavoro e il continuo impegno, da parte delle imprese, ad aumentare la produttività dovrebbero far fronte a questo problema e contribuire ad accelerare gradualmente la crescita potenziale nei prossimi anni⁵². Negli Stati Uniti, le recenti modifiche apportate alla tassazione sul reddito delle persone fisiche potrebbero incoraggiare un maggior numero di persone a entrare a far parte della forza lavoro, limitando in tal modo l’impatto negativo dell’invecchiamento della popolazione sulla crescita potenziale⁵³. Inoltre, la riduzione delle imposte sui redditi societari potrebbe dare impulso agli investimenti e contribuire all’incremento del prodotto potenziale, mentre le recenti politiche mirate al contenimento dell’immigrazione potrebbero produrre l’effetto opposto indebolendo ulteriormente la crescita della forza lavoro.

5 Un’analisi dettagliata dei fattori che guidano la crescita del prodotto potenziale

La presente sezione analizza nel dettaglio alcuni dei fattori che guidano gli andamenti recenti del prodotto potenziale nell’area dell’euro. Nello specifico, si cerca di comprendere perché i contributi forniti alla crescita potenziale da forza lavoro e PTF siano ritornati sostanzialmente in linea con i livelli precedenti la crisi, mentre il contributo riconducibile al capitale rimane contenuto. La sezione si chiude con uno sguardo alle prospettive della crescita potenziale su un orizzonte di più lungo periodo.

5.1 Forza lavoro

Il contributo fornito alla crescita potenziale dal fattore lavoro può essere ricondotto agli andamenti della forza lavoro, al tasso di disoccupazione e alle ore lavorate per addetto. La forza lavoro include tutti gli individui occupati o in cerca di lavoro. Le variazioni nella forza lavoro possono, a loro volta, essere scomposte in variazioni della popolazione in età lavorativa (fra i 15 e i 74 anni) e del tasso di partecipazione alla forza lavoro, vale a dire la percentuale della popolazione in età lavorativa che partecipa alla forza lavoro.

Negli ultimi anni l’ampliamento della popolazione in età lavorativa riconducibile all’immigrazione ha fornito sostegno alla crescita potenziale. Dopo la contrazione registrata tra il 2009 e il 2015, negli ultimi anni la popolazione in età lavorativa è aumentata. Questo tipo di andamento rispecchia due forze contrapposte (cfr. grafico 5). Da un lato, la crescita “naturale” della popolazione è negativa già da qualche tempo, alla luce del fatto che la generazione del “baby boom” sta raggiungendo l’età del pensionamento e i tassi di fertilità sono bassi. Dall’altro lato, si

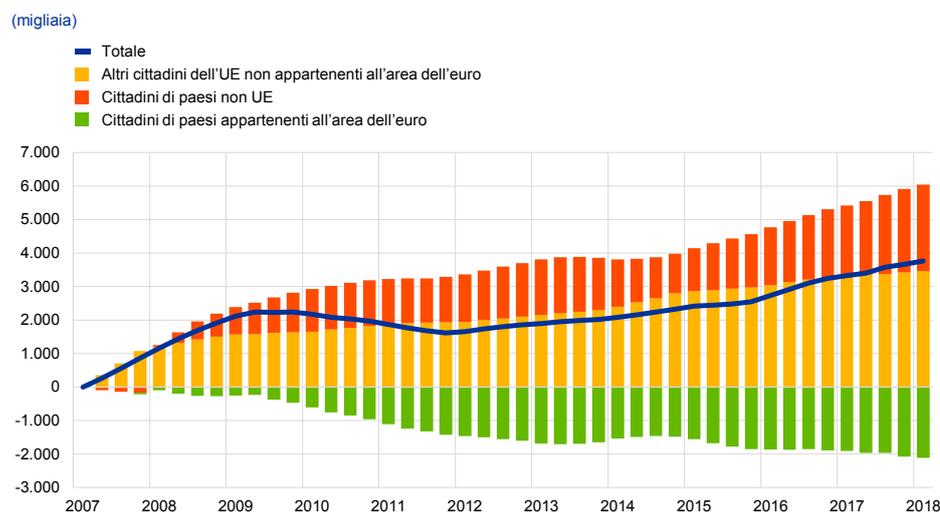
⁵² Cfr. *Outlook for Economic Activity and Prices*, Banca del Giappone, luglio 2018.

⁵³ Cfr. *The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028*, Congressional Budget Office, aprile 2018.

è registrato un afflusso netto di individui in età lavorativa, provenienti in particolare da altri Stati membri dell'UE⁵⁴.

Grafico 5

Variazioni cumulate a partire dal primo trimestre del 2007 della popolazione in età lavorativa dell'area dell'euro divisa per nazionalità



Fonte: Eurostat (indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea).

Note: "Cittadini dell'area dell'euro" si riferisce a tutti gli individui in età lavorativa, dai 15 ai 74 anni di età, cittadini di uno Stato membro dell'UE la cui moneta è l'euro. I dati sono stati corretti per tener conto delle discontinuità strutturali, in particolare con riferimento a Germania (primo trimestre del 2010) e Francia (primo trimestre del 2014). Il grafico si basa su medie di quattro trimestri.

La partecipazione alla forza lavoro ha continuato a crescere durante la ripresa, sostenuta da una maggiore partecipazione delle generazioni più anziane e delle donne⁵⁵. La forza lavoro dell'area dell'euro sta subendo un processo di

invecchiamento e un numero sempre maggiore di individui rimane in attività lavorativa più a lungo. In linea con questa tendenza di più lungo periodo, durante la ripresa il tasso di partecipazione degli individui fra i 55 e i 74 anni di età ha continuato a crescere, riflettendo l'innalzamento dell'età pensionabile in vari paesi dell'area dell'euro, così come altri fattori, in particolare i crescenti livelli di istruzione. Inoltre, la partecipazione alla forza lavoro delle donne ha continuato ad aumentare, in parte anche grazie al più elevato livello di istruzione⁵⁶. Negli ultimi anni tutti questi cambiamenti strutturali hanno contribuito al costante incremento del tasso di partecipazione (cfr. grafico 6). Assieme all'incremento della popolazione in età lavorativa, questa tendenza ha portato a un'espansione della forza lavoro nel corso della ripresa economica in atto. Tuttavia, il tasso di crescita della forza lavoro permane ancora al di sotto dei livelli registrati nel periodo precedente la crisi.

⁵⁴ Va osservato che la scomposizione per nazionalità delle variazioni nella popolazione in età lavorativa è solo una proxy imperfetta dei flussi migratori.

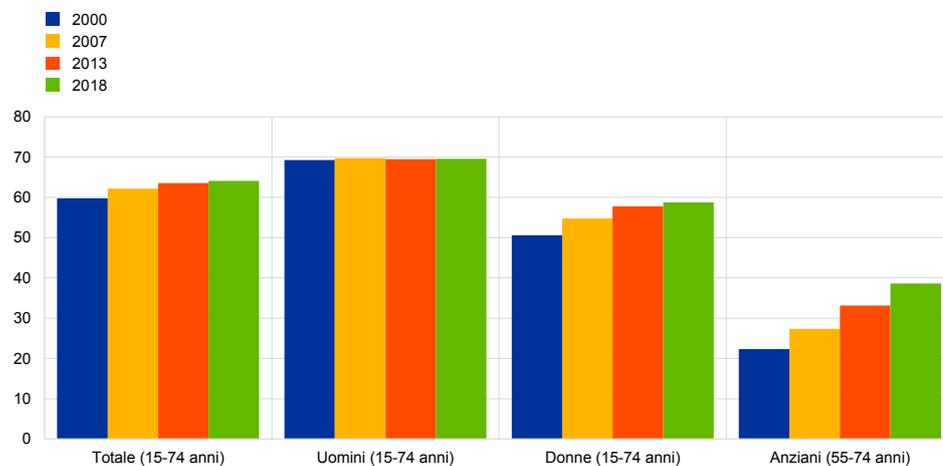
⁵⁵ Cfr. l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* nel numero 1/2018 di questo Bollettino e il riquadro *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro* nel numero 6/2017 di questo Bollettino.

⁵⁶ Cfr. Thévenon, O., "Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD", *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n. 145, OCSE, 2013.

Grafico 6

Tasso di partecipazione alla forza lavoro per genere ed età

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

Note: il tasso di partecipazione totale è definito come forza lavoro in percentuale della popolazione in età lavorativa, laddove tale popolazione comprende gli individui fra 15 e 74 anni di età. I tassi di partecipazione per singoli gruppi (donne, uomini e anziani) si riferiscono esclusivamente alle rispettive porzioni della forza lavoro e della popolazione.

Si stima che il calo del tasso di disoccupazione tendenziale sia un'altra determinante importante della ripresa della crescita potenziale dopo la crisi. Il

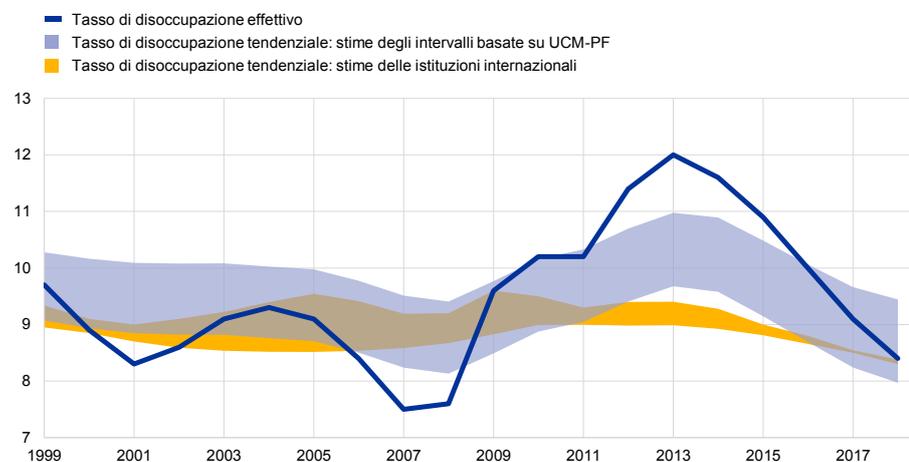
tasso di disoccupazione tendenziale corrisponde sostanzialmente a un tasso di disoccupazione compatibile con un livello di inflazione dei salari (o dei prezzi) di equilibrio⁵⁷. Nel complesso, le stime disponibili suggeriscono che il trend del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sia aumentato nel periodo della crisi, in parte per via di effetti di isteresi, prima di scendere a circa l'8,0-9,5 per cento in tempi più recenti (cfr. grafico 7). In qualche misura, questi andamenti riflettono dei fattori transitori. Dal momento che i salari tendono ad adeguarsi agli shock con lentezza, l'aggiustamento macroeconomico in parte si realizza attraverso variazioni persistenti nel tasso di disoccupazione. Tuttavia, è probabile che il calo del tasso di disoccupazione tendenziale che si è registrato dopo la crisi sia anche sospinto da fattori strutturali, in particolare dalle riforme del mercato del lavoro intraprese in alcuni paesi dell'area dell'euro.

⁵⁷ Un concetto alternativo è il "tasso di disoccupazione strutturale", che è influenzato solo da fattori strutturali come le istituzioni e la tecnologia – cfr. Havik et al., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economy – Economic Papers*, n. 535, Commissione europea, novembre 2014, Box 1.

Grafico 7

Tasso di disoccupazione e stime del tasso di disoccupazione tendenziale

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, FMI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'area gialla indica la gamma di stime prodotte dalle istituzioni internazionali mentre quella blu chiaro denota le stime degli intervalli basate sul modello UCM-PF presentato nel riquadro 1 (con un intervallo di incertezza di più/meno due deviazioni standard rispetto alla stima puntuale). Le stime prodotte dal modello UCM-PF per il 2018 incorporano solo i dati fino al secondo trimestre del 2018.

Negli ultimi anni le ore lavorate per addetto hanno continuato a ridursi, sebbene vi siano alcuni segnali di stabilizzazione⁵⁸. Un trend decrescente di più lungo periodo nella media delle ore lavorate per addetto riflette prevalentemente dei cambiamenti di vasta portata nella composizione dell'occupazione nell'area dell'euro. Particolarmente significativo è il fatto che le quote sul totale dell'occupazione relative ai lavoratori a tempo parziale e al settore dei servizi (in cui il numero di ore lavorate è tradizionalmente più basso rispetto ad altri settori) sono cresciute nell'arco degli ultimi dieci anni.

5.2 Capitale

Lo stock di capitale è un'altra determinante essenziale del prodotto potenziale, ma i dati non sono semplici da ottenere. Lo stock di capitale lordo è il capitale fisico disponibile nel settore pubblico e in quello privato dell'economia destinato ai processi produttivi⁵⁹. L'effettivo stock di capitale potenziale non è misurabile direttamente ma può essere calcolato applicando il metodo delle "scorte perpetue". Per ottenere lo stock di capitale netto attuale, si sottrae il deprezzamento allo stock di capitale passato e si aggiungono i nuovi investimenti. I dati sullo stock di capitale così ricavati risentono di un ritardo di pubblicazione significativo⁶⁰. Lo stock di capitale reale dipende anche dagli andamenti dei prezzi dei beni di investimento. Tali andamenti potrebbero differire notevolmente da quelli dei beni intermedi e di consumo. Negli

⁵⁸ Cfr. il riquadro intitolato *Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

⁵⁹ Cfr. Anderton et al. (2014), op. cit.

⁶⁰ I dati ufficiali sullo stock di capitale (basati sui bilanci delle attività non finanziarie) che sono in linea con il programma di trasmissione del SEC 2010 sono disponibili per l'economia totale e per classe di attività (con frequenza annuale) per la maggior parte dei paesi UE, ma non per l'area dell'euro nel suo insieme, con un ritardo nella pubblicazione di circa 24 mesi.

ultimi vent'anni il deflatore degli investimenti, e in particolare i prezzi corretti per la qualità dei beni della tecnologia dell'informazione e delle comunicazioni (ICT), si è caratterizzato per un minore dinamismo rispetto al deflatore del valore aggiunto complessivo, che ha sostenuto il rapporto fra capitale e produzione in termini reali⁶¹.

La quota crescente di investimenti immateriali fa incrementare il consumo di capitale e rende difficoltosa la misurazione dello stock di capitale. In genere lo stock di capitale nel settore delle costruzioni si deprezza molto lentamente, mentre quello del settore delle imprese, in particolare dei beni immateriali, perde valore molto più rapidamente⁶². È probabile che i tassi di deprezzamento aggregati aumentino gradualmente al crescere dei livelli di reddito nei vari paesi, supponendo che la quota di attività con durata più breve (come le attività immateriali) salga nei paesi economicamente più avanzati. Di conseguenza, è necessaria una quantità maggiore di investimenti per compensare il consumo di capitale e mantenere lo stock di capitale su un livello costante. Nel contempo, è possibile che la dimensione dello stock di capitale rimanga sottostimata a causa di un'incorporazione insufficiente di investimenti immateriali⁶³ nei conti pubblici (cfr. anche il riquadro *Investimenti in attività immateriali nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino)⁶⁴. Nei bilanci delle imprese gli investimenti immateriali sono da tempo considerati consumi intermedi, e non investimenti in senso proprio, poiché si è ritenuto essi avvenissero a beneficio esclusivo delle imprese stesse. Le stime disponibili suggeriscono che se tutti i beni immateriali fossero classificati come investimenti in Europa il PIL (così come il risparmio lordo e i tassi di investimento) risulterebbe più alto di un numero compreso tra 5 e 10 punti percentuali⁶⁵.

La ripresa ciclica degli investimenti complessivi successiva alla crisi ha impresso uno slancio positivo allo stock di capitale nell'area dell'euro, sebbene il suo contributo sia stato inferiore rispetto al periodo pre-crisi. La ripresa degli investimenti è stata sostenuta dalla crescita della domanda, dai bassi costi di finanziamento e dal miglior accesso al credito, tutti fattori dovuti alla politica monetaria accomodante della BCE⁶⁶. Nell'area dell'euro, di conseguenza, i tassi di crescita dello stock di capitale hanno subito un'accelerazione nel periodo successivo alla crisi (cfr. grafico 8). Tuttavia, tassi di crescita degli investimenti inferiori rispetto al periodo pre-crisi⁶⁷ hanno pesato sui contributi forniti dallo stock di capitale alla crescita

⁶¹ Per alcuni riscontri sulla Germania, cfr. l'articolo "Investment in the euro area", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, gennaio 2016, pagg. 31-49.

⁶² I tassi di deprezzamento vanno da circa l'1 per cento annuo per lo stock di strutture residenziali a circa il 20 per cento per ricerca e sviluppo e a circa il 30 per cento per i software, sulla base dei dati della [banca dati EU KLEMS](#).

⁶³ Cfr. Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017.

⁶⁴ Tuttavia, a seguito della revisione effettuata nel 2014, il Sistema europeo dei conti (SEC 2010) ora opera una distinzione fra gli investimenti nel settore delle costruzioni (circa il 50 per cento del totale degli investimenti nell'area dell'euro), macchinari e attrezzature (circa il 30 per cento) e gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale (circa il 20 per cento).

⁶⁵ Cfr. Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. e Iommi, M., "Intangible Capital and Growth in Advanced Economies: Measurement Methods and Comparative Results", *IZA Discussion Paper*, n. 6733, giugno 2012. Cfr. anche <http://www.intan-invest.net/>.

⁶⁶ Cfr. l'articolo *L'evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dalla crisi* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

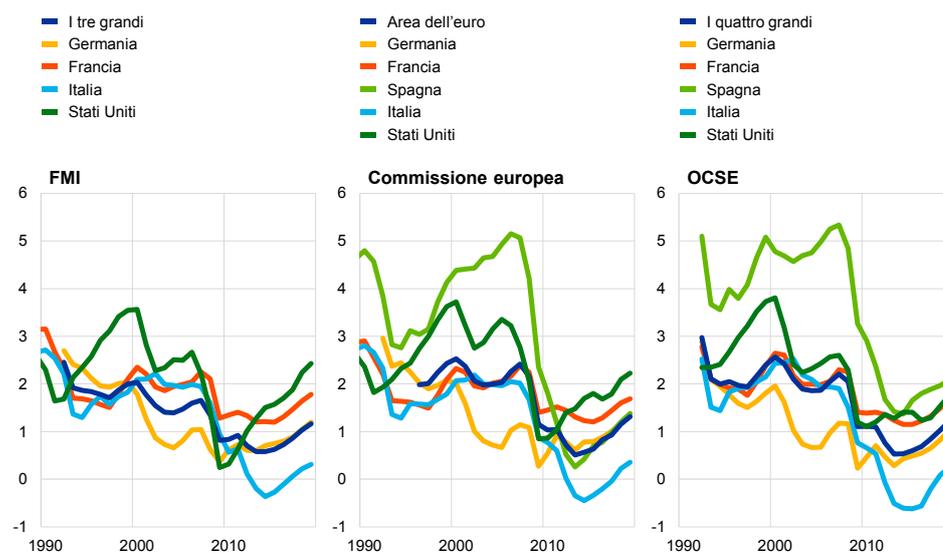
⁶⁷ Cfr. "Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers", *European Economy – Institutional Papers*, n. 062, Commissione europea, ottobre 2017.

potenziale nel periodo della ripresa (cfr. grafico 4). Numerosi fattori hanno contribuito all'abbassamento dei tassi di crescita. In primo luogo, ci è voluto del tempo per assorbire la capacità inutilizzata che si è accumulata nel settore delle costruzioni durante la crisi (in particolare nell'edilizia residenziale, ma anche nell'edilizia commerciale e industriale) e che aveva dato luogo a un sottoutilizzo del capitale e a un eccesso di capacità produttiva. In secondo luogo, gli ultimi anni hanno continuato a essere caratterizzati da un grado di incertezza persistentemente elevato, da un rallentamento delle prospettive di crescita in parte riconducibile all'invecchiamento della popolazione e dalla necessità ancora presente di ridurre la leva finanziaria, sia nel settore pubblico sia in quello privato. In terzo luogo, nella prima fase della ripresa il tasso di rimpiazzo medio avrebbe potuto essere più elevato in ragione delle liquidazioni societarie verificatesi nel contesto della crisi. Inoltre, durante tale periodo gli investimenti pubblici sono stati moderati a causa dei vincoli di bilancio esistenti in alcuni paesi. È stato mostrato che gli investimenti pubblici generano effetti considerevoli sugli investimenti privati⁶⁸.

Grafico 8

Crescita dello stock di capitale reale in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; stock di capitale totale)



Fonti: Commissione europea (AMECO), FMI e OCSE.

Note: i "tre grandi" dell'area dell'euro sono Germania, Francia e Italia, mentre dei "quattro grandi" fa parte anche la Spagna. I tassi di crescita degli stock di capitale includono le proiezioni fino al 2019. I dati dell'FMI relativi alla Spagna non sono disponibili.

5.3 Produttività totale dei fattori

Durante i dieci anni che hanno preceduto la crisi finanziaria mondiale, la crescita della PTF ha mostrato una tendenza al ribasso sia nell'area dell'euro sia in altre economie avanzate. Secondo le stime della Commissione europea, tra il 1999 e il 2007 la crescita tendenziale della PTF ha subito un graduale rallentamento, passando dall'1,0 per cento allo 0,5 per cento (cfr. grafico 9). Sono state avanzate varie ipotesi a spiegazione di questa decelerazione, alcune delle quali complementari

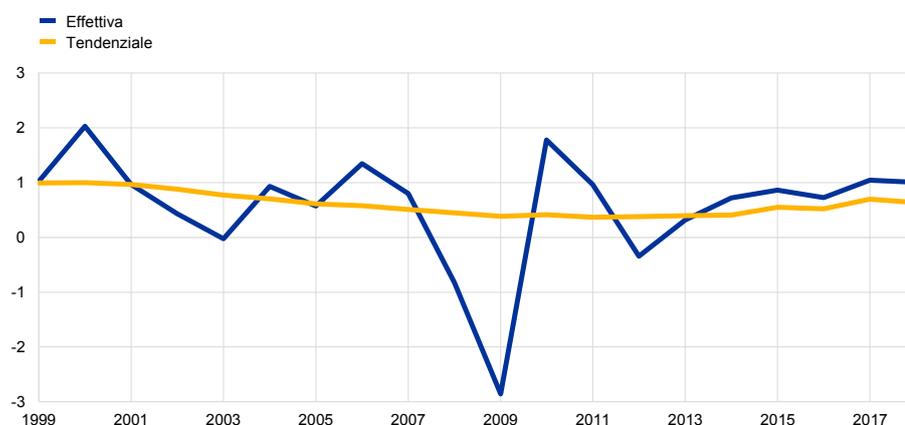
⁶⁸ Cfr. "Business investment in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 215, BCE, ottobre 2018.

fra loro⁶⁹. Problemi legati a errori di misurazione, ad esempio in relazione agli investimenti immateriali, potrebbero aver portato a una sottostima della crescita della PTF. Ancor più rilevante, le innovazioni recenti potrebbero essersi dimostrate meno incisive rispetto ai progressi tecnologici precedenti, come le reti ferroviarie e l'elettricità. Inoltre, è stato riscontrato che è necessario un tempo più lungo affinché le innovazioni tecnologiche realizzate da imprese all'avanguardia vengano integrate nei processi produttivi delle altre imprese.

Grafico 9

Crescita della produttività totale dei fattori

(variazioni percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Nota: l'andamento si basa su stime della Commissione europea.

La crisi finanziaria internazionale ha esacerbato il rallentamento della crescita della PTF.

In effetti, sebbene ampiamente trainata dalla sua componente ciclica, si stima che la crescita della PTF sia addirittura passata ad essere negativa durante la crisi. I riscontri a livello di singola impresa indicano che la tolleranza delle banche e regimi di insolvenza inadeguati hanno immobilizzato il capitale presso imprese con bassi livelli di produttività, impedendo che si producessero gli effetti di riassetto (cleansing effect) tipicamente indotti da una recessione⁷⁰. A seguito del riassorbimento degli squilibri macroeconomici nei paesi dell'area dell'euro, le rigidità strutturali potrebbero aver ostacolato l'opportuna riallocazione di risorse a favore di settori e imprese a maggiore produttività. Inoltre, prolungati interventi di risanamento dei bilanci nel settore privato hanno indebolito gli investimenti, frenando potenzialmente l'innovazione tecnologica.

La crescita della PTF si è accentuata nel corso della ripresa economica in atto, tornando a collocarsi sostanzialmente sui livelli pre-crisi.

Gli effetti avversi della crisi sulla crescita della PTF, manifestatisi ad esempio tramite turbative nel processo di intermediazione finanziaria, tagli ai fondi destinati a ricerca e sviluppo e una spesa limitata per le infrastrutture pubbliche, hanno cominciato ad attenuarsi. Ci sono anche delle evidenze secondo cui la crisi ha portato, in ultima analisi, a una riallocazione di

⁶⁹ Cfr. l'articolo *Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale*, nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

⁷⁰ Cfr. Andrews, D. e Petroulakis, F., "Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe", *Economics Department Working Papers*, n. 1433, OCSE, 2017.

risorse a favore di imprese più produttive (ad esempio tramite l'eliminazione di aziende improduttive). Inoltre, è possibile che serva semplicemente tempo affinché le innovazioni nel campo della digitalizzazione siano adottate su larga scala nell'economia. Anche il perdurante innalzamento dei livelli di istruzione seguita a fornire sostegno alla crescita della PTF.

5.4 Prospettive a più lungo termine

Secondo le proiezioni elaborate dalle istituzioni internazionali, negli anni a venire la crescita potenziale nell'area dell'euro rimarrà sostanzialmente stabile.

La Commissione europea, l'FMI e l'OCSE prevedono in media una crescita potenziale dell'1,4 per cento nel 2018 e dell'1,5 per cento nel 2019 (cfr. tavola 1). Le proiezioni si collocano su un livello inferiore rispetto a quelle riguardanti la crescita del PIL effettivo, il che implica che le limitazioni all'offerta diventeranno più vincolanti.

Tavola 1

Proiezioni sulla crescita effettiva e potenziale elaborate dalle istituzioni internazionali

(variazioni percentuali)

	Per memoria: 2007	2017	2018	2019
Crescita potenziale				
Commissione europea	1,9	1,5	1,5	1,5
FMI	1,4	1,4	1,6	1,6
OCSE	1,7	1,2	1,3	1,4
Crescita effettiva (PIL in termini reali)				
Commissione europea	3,1	2,4	2,3	2,0
FMI	3,0	2,3	2,4	2,0
OCSE	3,0	2,6	2,2	2,1

Fonti: Commissione europea, FMI e OCSE.

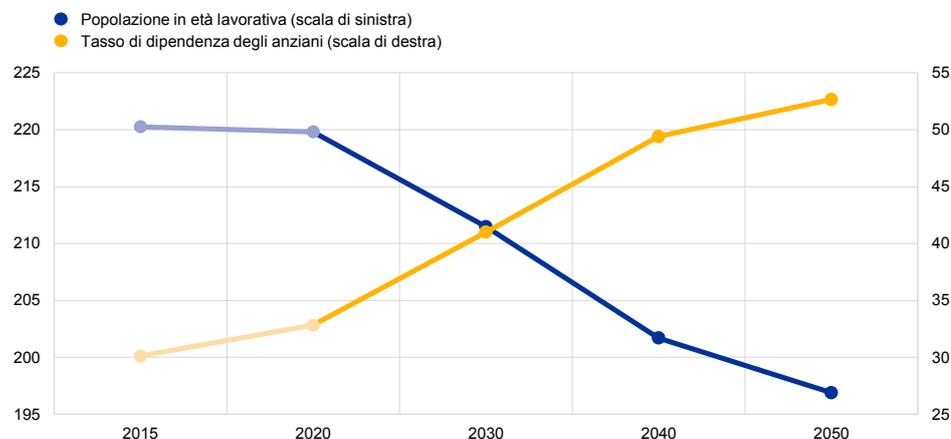
Se da un lato le prospettive di più lungo periodo per la crescita potenziale sono più incerte, l'invecchiamento della popolazione dovrebbe esercitare una crescente pressione al ribasso.⁷¹ Secondo le proiezioni di Eurostat, il tasso di dipendenza degli anziani nell'area dell'euro (vale a dire il numero di individui di età pari o superiore ai 65 anni in percentuale della popolazione in età lavorativa) salirà dall'attuale 30 per cento circa al 50 per cento circa entro il 2050 e la popolazione in età lavorativa diminuirà di circa 23 milioni di unità nel medesimo periodo (cfr. grafico 10). Tali previsioni includono già un afflusso netto di immigrati pari a circa 800.000 individui all'anno. L'atteso calo della popolazione in età lavorativa potrebbe essere in parte compensato da ulteriori aumenti del tasso di partecipazione complessivo riconducibili a passate riforme pensionistiche e ai crescenti livelli di istruzione. Sulla base di tali proiezioni, tuttavia, ci si attende che la forza lavoro dell'area dell'euro subisca una riduzione nei prossimi decenni, esercitando una pressione al ribasso sulla crescita potenziale.

⁷¹ Cfr. l'articolo *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

Grafico 10

Popolazione in età lavorativa e tasso di dipendenza degli anziani (proiezioni Eurostat)

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



Fonte: Eurostat (proiezioni demografiche 2015).

L'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla crescita potenziale potrebbe essere in parte compensato da altri fattori.

In particolare, la crescita della PTF potrebbe essere sostenuta da automazione e digitalizzazione (cfr. riquadro3). Non vi è tuttavia alcuna indicazione certa su quando e in quale misura ciò avverrà.

Ci si attende che lo stock di capitale continui a crescere e a contribuire positivamente alla crescita potenziale.

Le istituzioni internazionali si aspettano che la crescita dello stock di capitale acceleri ulteriormente nel corso dei prossimi anni. Fra le ragioni che sottostanno alla protratta accumulazione di capitale vi è una sostenuta domanda ciclica, un utilizzo quasi pieno della capacità produttiva nel settore dei beni di investimento e una persistente necessità di sostituire il capitale e aumentarne la qualità al fine di affrontare le sfide poste dalla globalizzazione e dall'economia digitale. Nel più lungo periodo, le aspettative di ulteriori progressi in campo tecnologico (e la mutata composizione dello stock di capitale che ne consegue) suggeriscono una necessità più impellente di accumulare capitale per stare al passo con i crescenti tassi di deprezzamento complessivi. Studi recenti hanno inoltre rilevato che lo stock di capitale delle attività immateriali reagisce più lentamente alle oscillazioni nell'economia rispetto agli investimenti materiali⁷², ciò è dovuto alla natura irreversibile degli investimenti immateriali. Questo potrebbe tradursi in una minore sensibilità dello stock di capitale al ciclo economico.

⁷² Cfr. Peters, R. e Taylor, L., "Intangible capital and the investment-q relation", *Journal of Financial Economics*, vol. 123(2), febbraio 2017, pagg. 251-272.

Riquadro 3

Il ruolo della digitalizzazione nel definire gli andamenti del prodotto potenziale e dell'output gap nell'area dell'euro

a cura di Vincent Labhard

La digitalizzazione può essere vista come uno shock dal lato dell'offerta che incide sui principali aggregati macroeconomici dell'area dell'euro, fra cui il prodotto potenziale e l'output gap, in larga misura riconducibile ai possibili effetti su concorrenza, produttività e occupazione⁷³. Un aspetto di questo fenomeno è la digitalizzazione delle catene produttive e di approvvigionamento, che prende la forma di automazione, robotizzazione e intelligenza artificiale. Ciò dà luogo a variazioni nei prezzi relativi e nell'allocazione di lavoro fra i vari fattori produttivi, ad esempio fra forza lavoro e capitale, o tra lavori routinari e lavori non routinari, incidendo così sulla produttività. Un altro aspetto della digitalizzazione è rappresentato dalla comunicazione e connettività di tipo digitale e mobile, che include Internet, i social media, il cloud computing e l'analisi tramite big data. Queste tecnologie hanno un impatto sulla concorrenza poiché alterano i prezzi relativi e le quote di mercato nel confronto, ad esempio, fra imprese del settore digitale e non, oppure tra imprese di piccole e grandi dimensioni (fenomeno del "winner takes all"). Il terzo aspetto della digitalizzazione riguarda i nuovi beni e servizi, sia a contenuto informatico che non, che possono far variare i prezzi e/o le preferenze dei consumatori.

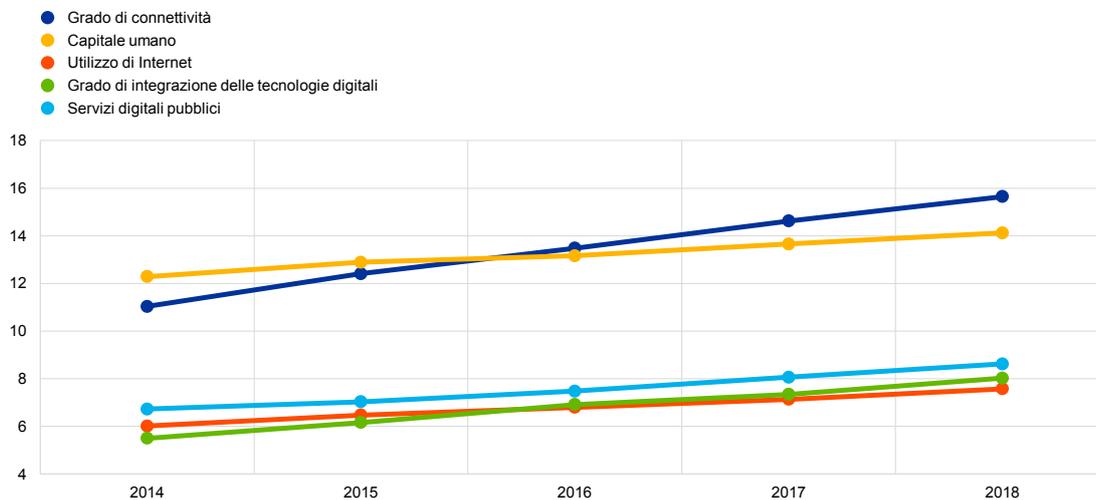
Sebbene alcuni suoi aspetti appaiano a uno stadio più avanzato rispetto ad altri, all'interno dell'UE nel suo complesso la digitalizzazione sembra progredire con passo relativamente costante. Ciò si desume, ad esempio, dall'Indice di digitalizzazione dell'economia e della società (DESI) della Commissione europea, da cui proviene il dato per l'UE riferito al periodo 2014-2018 illustrato nel grafico A. È tuttavia importante notare che molte delle tappe fondamentali della digitalizzazione si sono registrate prima del periodo illustrato nel grafico A: le prime ricerche sull'intelligenza artificiale risalgono agli anni '50, le prime reti informatiche agli anni '60, i primi messaggi di posta elettronica agli anni '70, le prime automobili senza conducente agli anni '80, il World Wide Web, l'Internet degli oggetti e i motori di ricerca agli anni '90 e i social media agli anni 2000. La digitalizzazione, quindi, può essere forse meglio descritta come una serie di shock dal lato dell'offerta che si sono verificati, e hanno influenzato l'economia, nel corso del tempo.

⁷³ Le informazioni relative ai rilievi emersi da un'indagine ad hoc condotta dalla BCE presso alcune aziende leader dell'area dell'euro sull'impatto della digitalizzazione sull'economia sono disponibili nel riquadro intitolato *La digitalizzazione e il suo impatto sull'economia: cosa emerge da un'indagine presso imprese di grandi dimensioni*, in questo numero del Bollettino.

Grafico A

La digitalizzazione nella UE-28 fra il 2014 e il 2018

(indice: tra 0 e 25 per connettività e capitale umano; tra 0 e 20 per l'integrazione della tecnologia digitale; tra 0 e 15 per l'utilizzo di Internet e dei servizi digitali pubblici)



Fonte: Commissione europea.

La digitalizzazione può influire su tutte le componenti che contribuiscono al prodotto potenziale, ovvero forza lavoro, capitale e PTF. La produzione e le catene di approvvigionamento digitali, ad esempio, possono far aumentare la PTF per via della maggiore efficienza (in termini di tempo e/o di qualità) offerta da una tecnologia di produzione digitalizzata o che si serve di processi computerizzati (ad esempio la produzione “just in time”). La comunicazione e la connettività digitale possono altresì fornire sostegno alla PTF in quanto velocizzano la raccolta e l’analisi dei dati. Nel contempo, è stato ipotizzato che alcune applicazioni per la comunicazione digitale e mobile possano distrarre dall’attività produttiva. Se da un lato non è chiaro in che misura il contributo della PTF sia stato o sarà influenzato dalla tecnologia digitale, sembra probabile che l’effetto complessivo vada a beneficio della crescita potenziale. È altrettanto probabile che in passato il contributo alla PTF dato dalle tecnologie digitali abbia favorito la crescita potenziale, sebbene vada osservato che ciò non è stato sufficiente a compensare il calo nella crescita tendenziale della PTF.

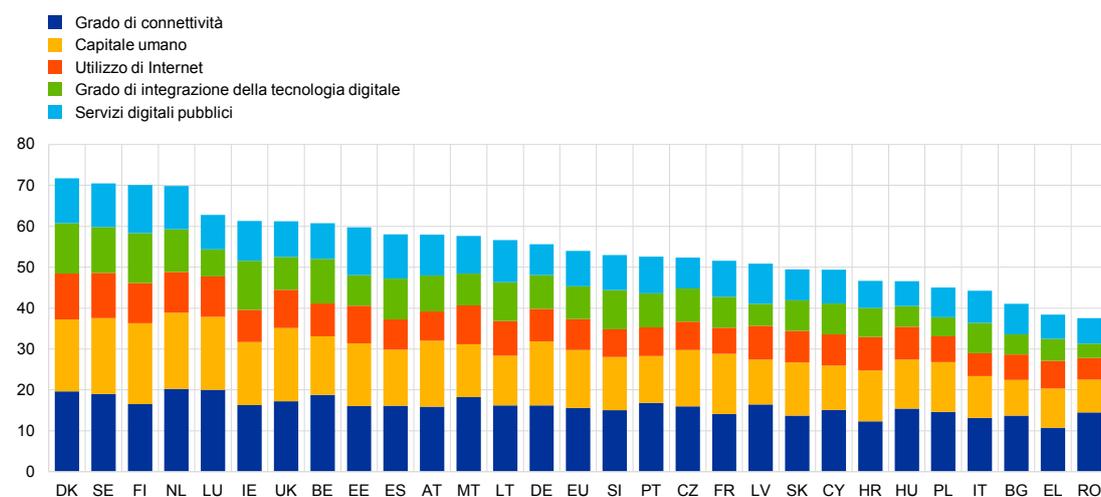
Se da un lato la digitalizzazione potrebbe essere in grado di fornire sostegno al prodotto potenziale tramite il contributo della PTF, gli effetti sui contributi forniti da forza lavoro e capitale sembrano più incerti. La produzione e le catene di approvvigionamento digitali potrebbero portare a un maggiore bisogno di forza lavoro che svolga compiti non ripetitivi e non di routine, che abbia competenze e abilità professionali in ambito digitale, o comunque altre competenze e abilità professionali spendibili nel contesto lavorativo digitale (come l’apertura al cambiamento e/o l’adattabilità alle nuove tecnologie). Nel contempo, tuttavia, potrebbero comportare una diminuzione della richiesta di forza lavoro meno qualificata da destinare a compiti più routinari e un contestuale aumento del capitale (in tecnologie dell’informazione). Sebbene si possa ipotizzare una sostanziale compensazione fra questi effetti, è altresì ammissibile che il contributo dato dalla forza lavoro al prodotto potenziale possa in qualche misura essere spinto verso l’alto o compresso verso il basso secondo dinamiche difficili da prevedere. Lo stesso potrebbe verificarsi per il contributo fornito dal capitale. Pur nell’ipotesi di investimenti considerevoli in tecnologia digitale, l’effetto sullo stock di capitale fisico complessivo potrebbe dimostrarsi contenuto, in particolare se le nuove tecnologie aumentano l’intensità di utilizzo dei beni di capitale.

È difficile prevedere come possano configurarsi gli effetti della digitalizzazione sul prodotto potenziale, in quanto essi dipendono da una serie di fattori. È evidente, nondimeno, che per quanto riguarda alcuni aspetti della digitalizzazione alcune economie sono più avanzate di altre (cfr. grafico B). In prospettiva, è probabile che nelle economie caratterizzate da un ambiente favorevole alla ricerca e all'innovazione si registrino tempi più brevi per l'adozione e l'utilizzo delle tecnologie digitali e, di conseguenza, anche un impatto più rapido sul prodotto potenziale.

Grafico B

La digitalizzazione nella UE-28 nel 2018

(indice: tra 0 e 25 per connettività e capitale umano; tra 0 e 20 per l'integrazione della tecnologia digitale; tra 0 e 15 per l'utilizzo di Internet e dei servizi digitali pubblici)



Fonte: Commissione europea.

Riassumendo, è probabile che la digitalizzazione incida sul prodotto potenziale e sull'output gap, sebbene le dinamiche di tali effetti siano difficili da prevedere. Se l'effetto della digitalizzazione sui contributi dati al prodotto potenziale da forza lavoro e capitale appare particolarmente incerto, lo stesso effetto visto in relazione al contributo offerto dalla PTF va più chiaramente a sostegno del prodotto potenziale.

6 Conclusioni

Le stime disponibili indicano che, sebbene permanga più debole rispetto al periodo precedente la crisi, la crescita potenziale nell'area dell'euro è aumentata negli ultimi anni. Dopo un significativo rallentamento durante la crisi, le stime indicano che, a partire dall'inizio della ripresa economica in atto, la crescita potenziale abbia segnato un recupero. Negli ultimi anni la crescita potenziale è stata sospinta dall'espansione della forza lavoro, dal calo della disoccupazione tendenziale e dai maggiori incrementi di produttività. Gli investimenti fissi, sebbene abbiano registrato anch'essi un'accelerazione, permangono più deboli rispetto al periodo pre-crisi.

Ci si attende che le limitazioni nell'offerta diventino, in futuro, sempre più vincolanti, producendo un graduale rafforzamento della crescita salariale e dell'inflazione di fondo. Nel corso della ripresa economica in atto, la crescita del PIL in termini reali ha sistematicamente superato le stime disponibili sulla crescita potenziale. Ciò ha portato a una graduale riduzione dell'output gap che era venuto a crearsi durante la crisi. Allo stato attuale, sembra che l'economia stia operando a un livello prossimo al suo potenziale. Va notato, tuttavia, che le stime sul prodotto potenziale e sull'output gap sono caratterizzate da notevole incertezza.

Alla luce delle imminenti sfide poste dall'invecchiamento della popolazione, per dare slancio alla crescita potenziale sono essenziali politiche strutturali opportunamente calibrate e incentrate sull'aumento della produttività⁷⁴. Nei prossimi decenni l'invecchiamento della popolazione dovrebbe esercitare una pressione al ribasso sulla crescita potenziale dell'area dell'euro. Ciò potrebbe essere compensato, almeno in parte, da solide politiche strutturali attuate nei mercati del lavoro e dei beni e servizi, in grado di incrementare il contributo fornito da forza lavoro e PTF alla crescita potenziale. Per poter sfruttare appieno il potenziale della digitalizzazione, l'economia dell'area dell'euro necessita di miglioramenti nella qualità dell'infrastruttura digitale e nella disponibilità di competenze in tale ambito. Anche il rafforzamento del mercato unico e le riforme volte a promuovere la concorrenza nei mercati dei beni e servizi, in particolare nel settore di questi ultimi, contribuirebbero a stimolare la crescita della produttività. La riduzione della burocrazia, inoltre, faciliterebbe l'ingresso e l'uscita delle imprese dal mercato e l'efficiente riallocazione delle risorse da un'azienda all'altra. La crescita della forza lavoro e dell'occupazione potrebbe essere sostenuta da politiche volte a fornire assistenza a disoccupati di lunga durata, migranti e altre categorie i cui tassi di partecipazione al mercato del lavoro restano bassi, affinché essi vi entrino o vi facciano ritorno, o ancora trovino un'occupazione più rispondente alle loro qualifiche.

⁷⁴ Cfr. Masuch et al. (2018), op. cit., e *Economic Surveys: European Union*, OCSE, 2018.

Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini, Julien Le Roux, Moreno Roma e John Vourdas

Il mercato delle abitazioni ha importanti implicazioni macroeconomiche e macroprudenziali per l'economia dell'area dell'euro. Alla luce della durata della ripresa dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro, iniziata alla fine del 2013 e ancora in corso, un'analisi dello stato del mercato degli immobili residenziali risulta particolarmente interessante. Il presente articolo esamina la ripresa in corso del mercato dell'edilizia residenziale dal punto di vista cronologico e da quello dei fondamentali. Esso analizza inoltre una serie di indicatori che sono potenzialmente in grado di fornire informazioni sullo stato del mercato degli immobili residenziali, avanzando ipotesi sui fattori di domanda e di offerta alla base dell'attuale ripresa nonché sulla loro importanza relativa.

1 Introduzione

Capire e monitorare lo stato del mercato delle abitazioni è importante per via delle sue implicazioni macroeconomiche e macroprudenziali. L'andamento del mercato dell'edilizia residenziale influenza le decisioni di investimento e di consumo e può costituire una determinante di rilievo dell'intero ciclo economico. Esso può inoltre avere ricadute in termini di ricchezza e garanzie e può quindi avere un ruolo chiave nel plasmare il ciclo finanziario nel suo insieme. Per via di tale ruolo di primo piano nel ciclo economico e in quello finanziario, tale andamento viene monitorato e periodicamente valutato per elaborare considerazioni concernenti la politica monetaria e la stabilità finanziaria⁷⁵. Ciò è particolarmente pertinente alla luce del fatto che i mercati degli immobili residenziali possono essere fonte di forti aumenti e repentini cali dell'attività economica, con gravi e durevoli conseguenze per lo sviluppo economico e finanziario. Tali episodi tendono a riflettere uno scostamento delle aspettative riguardanti le tendenze del mercato dell'edilizia residenziale dalle loro determinanti fondamentali.

Il mercato dell'edilizia residenziale presenta una dimensione legata al prezzo e una dimensione legata al volume. I prezzi degli immobili residenziali (di seguito definiti "prezzi delle abitazioni") e gli investimenti in edilizia residenziale rappresentano dimensioni rilevanti nonché il principale oggetto d'interesse del presente articolo. In un contesto più ampio possono essere percepiti come il risultato dell'interazione di differenti fattori della domanda e dell'offerta. L'andamento dei prezzi e quello dei volumi delle transazioni non sono necessariamente sincronizzati, per cui eventuali disallineamenti fra i due possono fornire ulteriori informazioni, ma possono anche rendere più complessa una valutazione complessiva dello stato del mercato dell'edilizia residenziale. Per l'area dell'euro, tale valutazione risente di una serie di

⁷⁵ Per un approfondimento pubblicato in precedenza cfr. l'articolo [Lo stato del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro](#) nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

limiti legati alla considerevole eterogeneità fra i vari paesi per quanto riguarda il mercato dell'edilizia abitativa e il suo andamento. Inoltre, distinguere gli andamenti che potrebbero essere associati a episodi del passato di forti aumenti seguiti da repentini cali, a periodi caratterizzati da una politica monetaria accomodante o a variazioni di fattori strutturali, accresce la complessità dell'analisi.

Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale non può, per sua natura, essere osservato, ma può essere valutato da vari punti di vista. Da un punto di vista cronologico, esso può essere caratterizzato dalla durata dei periodi di espansione o contrazione, in particolare rispetto alla durata media di tali fasi. In termini di fondamentali, esso può essere valutato in base alla posizione di indicatori chiave rispetto a determinati benchmark, ad esempio al fine di identificare una possibile sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni o un'attività insostenibilmente elevata nel settore delle costruzioni. La serie di indicatori potenzialmente adatti a fornire informazioni sullo stato del mercato degli immobili residenziali è ampia e la trattazione del presente articolo deve pertanto essere selettiva⁷⁶. Essa mira a operare una distinzione di massima tra fattori dal lato della domanda e dell'offerta, benché tale distinzione possa essere difficile data la natura di alcuni degli indicatori.

Alla luce di tale premessa, l'articolo si compone di due principali sezioni. La sezione 2 analizza i recenti andamenti dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti in edilizia residenziale rapportandoli al ciclo economico. Salvo quanto altrimenti specificato, questi due indicatori sono espressi rispettivamente in termini nominali e reali. La sezione 3 tratta i fattori dal lato della domanda e dell'offerta alla base dell'attuale ripresa del mercato delle abitazioni, come pure la loro importanza relativa.

2 Lo stato del settore degli immobili residenziali nell'area dell'euro: un'analisi degli investimenti residenziali e dei prezzi delle abitazioni

La ripresa del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro si protrae da quattro anni. I prezzi delle abitazioni, misurati in termini di tassi di crescita sui dodici mesi, hanno iniziato a crescere alla fine del 2013, mentre la ripresa degli investimenti in edilizia residenziale è cominciata poco dopo, alla fine del 2014. Gli ultimi dati disponibili (relativi al primo trimestre del 2018) mostrano tassi di crescita sui dodici mesi al di sopra delle loro medie di lungo termine (cfr. grafico 1, riquadro di sinistra) per entrambi gli indicatori. Ciò è ancora più evidente nel caso degli investimenti residenziali (per i quali la ripresa dei tassi di crescita si è stabilizzata) che non in quello dei prezzi delle abitazioni (la cui ripresa è proseguita). Il momento dell'avvio della ripresa coincide sostanzialmente nei due casi se misurato in termini di livelli dei due indicatori. Allo stesso tempo questo tipo di misura evidenzia come gli investimenti residenziali si attestino ancora al di sotto dei valori massimi toccati in precedenza, mentre i prezzi delle abitazioni hanno recuperato terreno rispetto al calo registrato

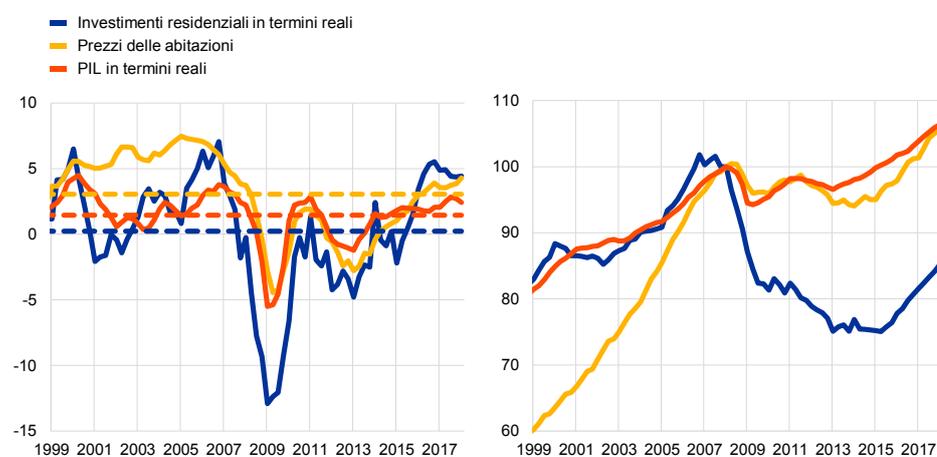
⁷⁶ A tale proposito, l'articolo non esamina alcuni indicatori che figurano regolarmente in altre valutazioni del mercato degli immobili residenziali, come la posizione di bilancio delle famiglie. Riguardo a ulteriori indicatori da utilizzare cfr. ad esempio "Methodologies for the Assessment of Real Estate Vulnerabilities and Macroprudential Policies – Residential Real Estate", CERS, di prossima pubblicazione.

durante la crisi finanziaria (cfr. grafico 1, riquadro di destra). Dopo la crisi finanziaria, gli investimenti residenziali sono bruscamente diminuiti del 25 per cento, per poi raggiungere un livello minimo nel 2014. Finora essi hanno registrato soltanto una ripresa parziale e all'inizio del 2018 si collocavano a un livello ancora inferiore del 15 per cento rispetto a quello pre-crisi. I prezzi delle abitazioni, d'altra parte, hanno subito una contrazione pari a solo il 6 per cento tra il punto di massimo e il punto di minimo, e all'inizio del 2018 erano del 5 per cento superiori al livello pre-crisi (benché in termini reali, deflazionati in base allo IAPC, fossero del 5 per cento inferiori ai livelli pre-crisi).

Grafico 1

Investimenti residenziali, prezzi delle abitazioni e PIL in termini reali nell'area dell'euro

(riquadro di sinistra: tassi di crescita sui dodici mesi; riquadro di destra: indici (1° trim. 2008=100))



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: riquadro di sinistra: le medie di lungo periodo sono state calcolate dal primo trimestre del 1999 e sono indicate come linee tratteggiate.

La ripresa del mercato degli immobili residenziali è comune alla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

Negli ultimi quattro anni quasi tutti i paesi hanno assistito a una crescita media positiva sia degli investimenti in edilizia residenziale, sia dei prezzi delle abitazioni, benché di entità differente (cfr. grafico 2).

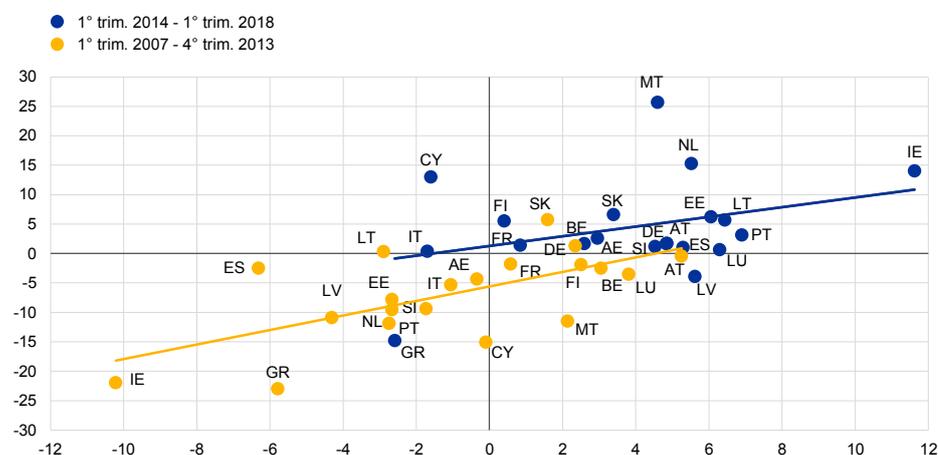
Complessivamente, la maggioranza dei paesi dell'area è stata accomunata, in linea con quanto osservato nell'area dell'euro nel suo insieme, dalla crescita concomitante degli investimenti e dei prezzi delle abitazioni durante l'attuale ripresa (punti blu), che riflette i relativi aggiustamenti nella precedente fase di rallentamento (punti gialli).

Emergono tuttavia alcuni interrogativi circa la durata del protrarsi dell'attuale ripresa del mercato dell'edilizia residenziale rispetto alle regolarità storiche e circa le aspettative riguardanti le fasi successive.

Grafico 2

Investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni nel corso del rallentamento e della ripresa più recenti

(asse delle ascisse: prezzi delle abitazioni; asse delle ordinate: investimenti residenziali in termini reali; tassi di crescita medi sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Un'analisi dei punti di svolta suggerisce che la ripresa del mercato delle abitazioni si trova in una fase relativamente avanzata rispetto alla durata media di tali periodi di miglioramento.

Da un punto di vista cronologico, a livello aggregato dell'area dell'euro, la durata dell'attuale ripresa sia degli investimenti residenziali sia dei prezzi delle abitazioni, che si protrae da 4 anni, corrisponde alla durata media storica delle fasi di ripresa nel settore degli investimenti residenziali e alla metà della durata storica delle fasi di ripresa dei prezzi delle abitazioni (cfr. tavola 1). Ai fini del presente articolo, una ripresa che ecceda metà della durata media dei periodi di ripresa precedenti sarà considerata relativamente matura. Occorre ricordare che l'analisi dei punti di svolta è circondata da considerevole incertezza, soprattutto alla fine del periodo campionario, e che non vi è un modo unico di datare le fasi economiche. Nonostante queste limitazioni, se si considerano i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, il ciclo degli investimenti in edilizia residenziale ha raggiunto una fase matura in Germania e nei Paesi Bassi, mentre è ancora in una fase iniziale in Francia, in Italia e, in misura minore, in Spagna. In base a questa metrica, il ciclo dei prezzi delle abitazioni è in fase avanzata anche in Germania, mentre è ancora a uno stadio piuttosto iniziale negli altri paesi. In Italia, l'analisi del punto di svolta formale non sembra ancora indicare un fase di rialzo dei prezzi delle abitazioni⁷⁷. La maturità della ripresa può anche essere collegata alla sua solidità: i cicli più maturi mostrano in genere tassi di crescita inferiori rispetto a quelli registrati in una fase iniziale del ciclo.

L'attuale ripresa nell'area dell'euro è più solida rispetto alle medie storiche nel caso degli investimenti in edilizia residenziale, ma più debole nel caso dei prezzi delle abitazioni. Se l'andamento dei cicli dovesse seguire un trend invariato, la ripresa relativamente solida degli investimenti in edilizia residenziale potrebbe essere ricondotta alla riduzione relativamente marcata registrata a seguito della crisi: durante

⁷⁷ Da un'analisi visiva delle serie sembrerebbe invece che il punto minimo cada attorno al primo trimestre del 2015, dopo il quale i prezzi delle abitazioni si sono mantenuti sostanzialmente stabili.

la ripresa in corso, gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro sono cresciuti a un tasso medio sui dodici mesi pari al 3,5 per cento, chiaramente al di sopra della media dell'1,9 per cento registrata per la stessa durata nelle fasi di ripresa precedenti (cfr. tavola 1). Per i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro un confronto simile sembra indicare una ripresa relativamente contenuta, con un tasso di incremento medio sui dodici mesi pari al 2,7 per cento, inferiore alla media storica del 6,3 per cento. Per quanto concerne i prezzi delle abitazioni, questo andamento relativamente contenuto è comune a tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro, mentre nel caso degli investimenti in edilizia residenziale gli esiti sono variegati: i Paesi Bassi e la Francia hanno mostrato incrementi superiori alla media, mentre nel caso della Germania, della Spagna e dell'Italia è vero il contrario. Ciò fornisce un ulteriore metro di valutazione dello stato del mercato dell'edilizia residenziale, ma presenta il limite di far apparire "artificialmente" bassa la forza relativa della ripresa nei paesi in cui le medie storiche risentono di fasi di crescita insostenibile del mercato delle abitazioni. Per questo è necessario effettuare anche valutazioni rispetto a valori fondamentali.

Tavola 1

Punti di svolta nel mercato delle abitazioni: area dell'euro e suoi principali paesi

	Area dell'euro	Germania	Spagna	Francia	Italia	Paesi Bassi
Investimenti in edilizia residenziale						
Punto di minimo più recente	3° trim. 2014	4° trim. 2009	1° trim. 2014	2° trim. 2016	4° trim. 2014	3° trim. 2013
Durata media dei periodi di ripresa (in trimestri)	15	19	38	37	22	17
Durata della recente ripresa (in trimestri)	14	36	16	7	13	19
Crescita media sui dodici mesi durante la recente ripresa (in percentuale)	3,5	3,3	4,1	3,2	2,0	13,8
Crescita media durante il periodo/i periodi di ripresa della stessa durata di quella presente (in percentuale)	1,9	4,9	6,4	2,2	2,9	5,1
Prezzi delle abitazioni						
Punto di minimo più recente	4° trim. 2013	3° trim. 2008	4° trim. 2013	2° trim. 2015	3° trim. 2007 (*)	3° trim. 2013
Durata media dei periodi di ripresa (in trimestri)	36	38	41	26	25 (*)	90
Durata della recente ripresa (in trimestri)	17	38	17	11	42 (*)	18
Crescita media sui dodici mesi durante la recente ripresa (in percentuale)	2,7	3,5	4,4	2,1	-1,6 (*)	4,8
Crescita media durante il periodo/i periodi di ripresa della stessa durata di quella presente (in percentuale)	6,3	3,4	9,6	6,6	n. a.	5,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'individuazione dei periodi di ripresa e rallentamento è basata sugli investimenti reali in edilizia residenziale e sui prezzi reali delle abitazioni (prezzi delle abitazioni deflazionati con lo IAPC) utilizzando una versione trimestrale modificata dell'algoritmo di Bry-Boschan (BBQ, 1971), come in Hardin e Pagan (2002). Il parametro della durata minima di una fase è fissato a sei trimestri, come in Borio e McGuire (2004) e Brake (2011). La crescita media corrisponde al tasso di variazione sui dodici mesi degli investimenti in edilizia residenziale e dei prezzi nominali delle abitazioni nel periodo compreso tra il 1° trimestre 1980 e il 1° trimestre 2018. Nel calcolo della durata e dei tassi medi di crescita sono comprese soltanto le fasi concluse.

(*) In Italia, dove i prezzi delle abitazioni non hanno ancora raggiunto un punto di svolta, i dati si riferiscono alle fasi di rallentamento.

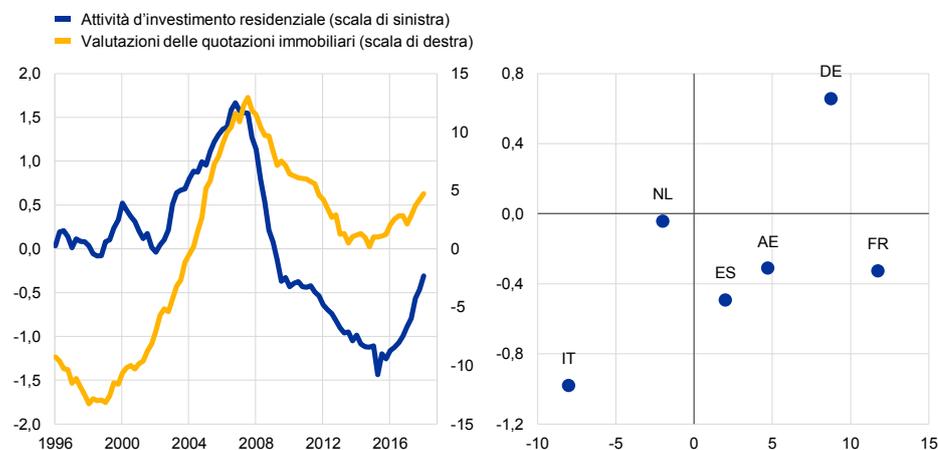
Anche l'analisi dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti in edilizia residenziale rispetto ai fondamentali fornisce indicazioni sullo stato del ciclo.

La cronologia del ciclo del mercato degli immobili residenziali può fornire soltanto una valutazione parziale dello stato di tale mercato benché, a livello empirico, un disallineamento rispetto ai fondamentali coincidesse spesso con uno stato del ciclo relativamente più avanzato e caratterizzato da un aggiustamento di entità relativamente sostenuta. Il confronto con i fondamentali può assumere varie forme, come semplici rapporti, deviazioni da valori ottenuti tramite modelli, o combinazioni sintetiche di tali metriche. Nel caso dei prezzi delle abitazioni, le stime dei valori sono regolarmente applicate nelle valutazioni della stabilità finanziaria⁷⁸ e attualmente indicano una leggera sopravvalutazione per l'area dell'euro nel suo insieme come anche per Germania e Francia (cfr. grafico 3). Per quanto riguarda gli investimenti residenziali, il presente articolo introduce un indicatore sintetico costruito a partire da vari (standardizzati) rapporti relativi al prodotto e all'occupazione nel settore delle costruzioni. Sia per l'area dell'euro che per i suoi principali paesi, tale indicatore suggerisce che il ciclo degli investimenti in edilizia residenziale è prossimo ai suoi valori storici, leggermente al di sopra di questi nel caso della Germania e leggermente al di sotto nel caso dell'Italia.

Grafico 3

Il confronto con i fondamentali: attività d'investimento residenziale e prezzi delle abitazioni

(riquadro di sinistra: indice standardizzato (scala di sinistra); punti percentuali (scala di destra); riquadro di destra: asse delle ascisse: punti percentuali per valutazioni delle quotazioni immobiliari nel 1° trimestre 2018; asse delle ordinate: indice standardizzato dell'attività d'investimento residenziale nel 1° trimestre 2018)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore sintetico dell'attività d'investimento residenziale è costituito da una media semplice di quattro indicatori (standardizzati in modo da avere media zero e deviazione standard unitaria dalla prima data disponibile) e comprende: 1) investimenti residenziali in percentuali del PIL (entrambi in termini nominali); 2) occupazione nel settore delle costruzioni in percentuale dell'occupazione complessiva; 3) carenze di manodopera rilevate dall'indagine della Commissione europea sulle costruzioni; 4) permessi di costruzione. Un livello elevato dell'indicatore sintetico può essere interpretato come un segnale di elevati investimenti residenziali rispetto agli standard storici. Le stime delle quotazioni dei prezzi degli immobili residenziali sono basate su quattro indicatori: rapporto tra prezzo delle abitazioni e reddito, rapporto tra prezzo delle abitazioni e canone di locazione, una stima basata su un modello di domanda inversa di tipo bayesiano e un modello per la determinazione dei prezzi dei beni immobili. Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 3 della *Financial Stability Review*, BCE, giugno 2011 e il riquadro 3 della *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

⁷⁸ Le stime dei valori sono soggette a un elevato livello di incertezza, mentre la loro interpretazione può essere complicata a livello dei singoli paesi alla luce di specificità nazionali come trattamento fiscale e fattori strutturali (ad esempio titolo di godimento dell'abitazione). Inoltre, gli andamenti sono eterogenei non solo fra paesi ma in alcuni casi anche fra regioni all'interno di un paese. Per un ulteriore approfondimento, cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2018 e *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, febbraio 2018.

Complessivamente, lo stato del mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro è relativamente maturo ma non è, finora, caratterizzato da un'attività degli investimenti residenziali o da una dinamica dei prezzi delle abitazioni eccessive. L'analisi riportata in questa sezione mostra una maggiore forza e maturità del ciclo degli investimenti residenziali nell'area dell'euro rispetto al ciclo dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, rispetto ai fondamentali sottostanti, il primo non sembra collocarsi, finora, al di sopra dei suoi valori storici. Poiché il settore degli immobili residenziali può costituire un'importante determinante del ciclo economico e poiché gli investimenti in edilizia residenziale e i prezzi delle abitazioni sono in grado di anticipare l'attività economica futura, lo stato attuale non prefigura rischi imminenti di una transizione verso una contrazione del ciclo economico (cfr. il riquadro 1 per un'analisi più dettagliata).

Riquadro 1

Il mercato dell'edilizia residenziale come previsore delle contrazioni prolungate dell'attività economica

a cura di Niccolò Battistini e John Vourdas

Le fluttuazioni del mercato degli immobili residenziali sono un importante fattore che influenza la dinamica del ciclo economico e le aspettative macroeconomiche.⁷⁹ Gli investimenti residenziali, pur costituendo una componente relativamente contenuta dell'economia (pari, in termini nominali, al 6 per cento del PIL tra il primo trimestre del 1997 e il primo trimestre del 2018), mostrano una maggiore volatilità rispetto alle altre componenti di spesa del PIL. Essi costituiscono una componente di spesa a sé stante ma possono anche avere significative implicazioni in termini di spesa per consumi di beni durevoli legata all'esigenza di arredare e fornire delle necessarie dotazioni abitazioni nuove o ristrutturate. Le decisioni riguardanti il mercato immobiliare tendono a essere fortemente correlate tra le famiglie, in quanto sono influenzate da variabili aggregate quali le transizioni demografiche e le condizioni di credito e finanziamento e agiscono pertanto come importante meccanismo di propagazione degli shock sottostanti. Per questo l'andamento degli investimenti residenziali può avere un impatto più ampio sull'economia. In particolare, è stato riscontrato che può anticipare l'andamento del PIL, soprattutto prima dei periodi di recessione⁸⁰. Inoltre, è stato rilevato che anche l'andamento dei prezzi delle abitazioni fornisce importanti informazioni sulle future recessioni, specialmente quando è indotto da aspettative troppo positive e da una crescita eccessiva del credito. Il presente riquadro mostra come gli investimenti in edilizia residenziale e i prezzi delle abitazioni possano contribuire a stimare le probabilità che a breve termine si verifichino prolungati periodi di contrazione dell'attività economica.

L'ipotesi specifica che la dinamica del mercato degli immobili residenziali possa consentire di prevedere prolungati periodi di contrazione dell'attività economica può essere formalmente

⁷⁹ Per una rassegna esaustiva della letteratura concernente l'edilizia residenziale e i cicli economici, cfr. Piazzesi, M. e Schneider, M., "Housing and Macroeconomics", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016.

⁸⁰ Per alcuni riscontri sul contenuto informativo degli investimenti in edilizia residenziale per il verificarsi di recessioni negli Stati Uniti, cfr. Leamer, E.E., "Housing really is the business cycle: What survives the lessons of 2008-09?", *Journal of Money, Credit and Banking*, supplemento al vol. 47, n. 1, 2015.

testata sulla base di un modello logistico con dati panel⁸¹. Secondo Kohlscheen et al. (2018)⁸², il modello logistico con dati panel si basa su una regressione di un indicatore binario di una contrazione prolungata (pari ad almeno due trimestri) del PIL in termini reali, che si verifica entro i successivi quattro trimestri rispetto 1) all'inclinazione della curva dei rendimenti e 2) al numero dei trimestri con un tasso di crescita trimestrale negativo nel trimestre in corso e nei tre trimestri precedenti con riferimento ai due indicatori di interesse relativi al mercato delle abitazioni⁸³. Al fine di verificare il potere previsivo degli investimenti in edilizia residenziale e dei prezzi delle abitazioni rispetto ad altri parametri, la seconda metrica è costruita anche per altre componenti del PIL: investimenti non residenziali, consumi totali e saldo commerciale⁸⁴.

Il modello conferma un potere previsivo statisticamente significativo delle variabili del mercato degli immobili residenziali per i prolungati periodi futuri di contrazione dell'attività economica. Tutte le specificazioni della tavola A confermano che l'inclinazione della curva dei rendimenti, salvo il caso in cui viene considerata singolarmente nella colonna (1), fornisce informazioni utili al fine di prevedere l'inizio di una contrazione prolungata⁸⁵. Le colonne (2) e (3) mostrano che gli investimenti in edilizia residenziale e i prezzi delle abitazioni, presi singolarmente, incrementano in maniera significativa il potere previsivo del modello (dal 3 per cento al 16-18 per cento, sostanzialmente in linea con le stime presentate in Kohlscheen et al., 2018, sulla base di un modello simile). Inoltre, come indicato nella colonna (4) della tavola A, l'inclusione congiunta di entrambi gli indicatori migliora ulteriormente tale potere previsivo (fino al 21 per cento). Le colonne (5) e (6) indicano che i consumi totali hanno un potere previsivo statisticamente significativo sia quando sono considerati singolarmente (come anche gli investimenti non residenziali e il saldo commerciale, non riportati), sia quando nel modello sono incluse tutte le componenti della spesa. Il fatto che i prezzi delle abitazioni risultino statisticamente meno significativi nel secondo modello può essere riconducibile alla correlazione fra questa variabile e i consumi, dal momento che il calo dei prezzi delle abitazioni può a sua volta indebolire la fiducia dei consumatori⁸⁶.

⁸¹ Il campione include un panel di otto grandi paesi tra il primo trimestre del 1997 e il primo trimestre del 2017. La scelta dei paesi è volta a individuare stime economicamente significative dal punto di vista dell'area dell'euro negli ultimi 20 anni, escludendo quindi i paesi relativamente piccoli che sono entrati nell'area dell'euro alla fine degli anni 2000 e i paesi che sono stati soggetti a programmi specifici (Irlanda, Grecia e Portogallo). I risultati relativi alle variabili legate all'edilizia residenziale (investimenti e prezzi) rimangono validi anche se si include questa seconda serie di paesi.

⁸² Kohlscheen, E., Mehrota, A. e Mihailjek, D., "Residential investment and its role in economic activity: Evidence from the past five decades", *BIS Working Papers*, n. 726, 2018.

⁸³ Diversi studi hanno mostrato come la curva dei rendimenti rappresenti il miglior indicatore per prevedere periodi di recessione (cfr. ad esempio Rudebusch, G. e Williams, J., "Forecasting recessions: the puzzle of the enduring power of the yield curve", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 27, 2009, pagg. 492-503). Tuttavia, evidenze più recenti hanno rimesso in discussione il valore dell'inclinazione della curva dei rendimenti come indicatore di prolungati periodi di contrazione dell'attività economica, per via di uno scostamento dei tassi di interesse futuri a breve termine dalla loro traiettoria prevista (cfr. ad esempio Schrimpf, A. e Wang, Q., "A reappraisal of the leading indicator properties of the yield curve under structural instability", *International Journal of Forecasting*, vol. 26, 2010, pagg. 836-857). Tali deviazioni possono essere derivate da un rischio di insolvenza (che produce un accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti prima di una contrazione prolungata dell'attività economica) e dalla conseguente attuazione di politiche monetarie non convenzionali (che induce un appiattimento della curva dei rendimenti prima di una ripresa).

⁸⁴ L'endogeneità è in parte considerata dalla differenza in termini di scarto temporale tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti.

⁸⁵ La non significatività dell'inclinazione della curva dei rendimenti come singolo predittore nella colonna (1) può essere dovuta alla distorsione prodotta dalle variabili omesse, a sua volta (almeno parzialmente) risolta dall'introduzione di ulteriori regressori.

⁸⁶ Cfr. ad esempio Campbell, J. e Cocco, J., "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pagg. 591-621.

Tavola A

Regressioni logistiche relative alla probabilità di una prolungata contrazione con inizio nei successivi quattro trimestri

(probabilità dell'inizio di una contrazione prolungata compresa tra t+1 e t+4 ("log odds ratio"))

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inclinazione della curva dei rendimenti (da 10 anni a 3 mesi)	-0,199 (0,299)	-0,396* (0,238)	-0,454** (0,225)	-0,503** (0,246)	-0,688*** (0,200)	-0,737*** (0,256)
Investimenti residenziali in termini reali		0,771*** (0,215)		0,549*** (0,142)		0,418*** (0,155)
Prezzi reali delle abitazioni			0,850*** (0,304)	0,505* (0,286)		0,429 (0,280)
Investimenti non residenziali in termini reali						0,0394 (0,233)
Consumi totali in termini reali					0,988*** (0,260)	0,551*** (0,205)
Rapporto del saldo commerciale						0,0200 (0,271)
Funzione di verosimiglianza logaritmica	-359,3	-303,1	-311,9	-292,8	-314,8	-282,9
Pseudo-R2	0,0285	0,180	0,156	0,208	0,149	0,235

Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione comprende un panel bilanciato con rilevazioni effettuate nel periodo compreso tra il 1° trimestre 1997 e il 1° trimestre 2017 per Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio e Finlandia. La variabile dipendente è un indicatore 0-1, che assume il valore 1 se in uno dei successivi quattro trimestri si verifica una contrazione prolungata (definita come un trimestre rientrante in un periodo di almeno due trimestri consecutivi di crescita trimestrale negativa del PIL in termini reali; diversamente, la variabile assume il valore 0). Tutte le variabili indipendenti sono calcolate come numero di trimestri che registrano un tasso di crescita trimestrale negativo della rispettiva variabile originale nel trimestre in corso e nei tre precedenti (ad eccezione del saldo commerciale in rapporto al PIL, per il quale anziché il tasso di crescita viene utilizzata la variazione sul trimestre precedente), fatta salva l'inclinazione della curva dei rendimenti, calcolata come differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e a tre mesi. I prezzi delle abitazioni sono calcolati dividendo l'indice dei prezzi delle abitazioni per l'indice IAPC complessivo. Le regressioni logistiche sono basate su una stima di dati panel con effetti fissi ed errori standard raggruppati per paese. I coefficienti rappresentano il "log odds ratio". Gli errori standard sono riportati tra parentesi. Gli asterischi indicano la significatività statistica dei coefficienti ai seguenti livelli di fiducia: *** 1 per cento, ** 5 per cento * 10 per cento. I coefficienti per gli effetti fissi e costanti non sono riportati.

Le specificazioni del modello, comprese le variabili relative al mercato delle abitazioni, non destano significative preoccupazioni circa la sostenibilità di una continua espansione economica nel breve termine (cfr. il grafico A). I parametri stimati della specificazione del modello, inclusi l'inclinazione della curva dei rendimenti, gli investimenti residenziali e i prezzi delle abitazioni (colonna (4) della tavola), sono applicati ai dati aggregati per l'area dell'euro relativi al periodo compreso tra il primo trimestre del 1997 e il primo trimestre del 2018. È allora possibile generare probabilità stimate di contrazioni prolungate di quattro trimestri fino al primo trimestre del 2017, da raffrontare con l'effettivo realizzarsi dei rallentamenti economici, e probabilità previste dal secondo trimestre del 2017 al primo trimestre del 2018, per elaborare le previsioni implicite nel modello. Rispetto alla probabilità del 30 per cento registrata prima dell'inizio della crisi finanziaria nel 2008 e alla probabilità del 20 per cento prima dell'inizio della crisi del debito sovrano nel 2011, nel primo trimestre del 2018 la probabilità prevista dal modello che abbia inizio una contrazione prolungata dell'attività economica nei quattro trimestri successivi è molto bassa (circa il 3 per cento)⁸⁷. È importante rilevare che entrambe le prolungate contrazioni dell'attività economica osservate negli ultimi 20 anni sono state precedute da probabilità implicite nel modello pari ad almeno il 20 per cento,

⁸⁷ Rispetto ai risultati ottenuti utilizzando le variabili relative al solo mercato delle abitazioni, l'introduzione di tutte le variabili – come nel modello riportato nella colonna (7) della tavola A – produrrebbe risultati simili, indicando una probabilità inferiore di una contrazione prolungata (circa il 30 per cento) prima del secondo trimestre del 2008, una probabilità più elevata (pari, ancora, al 30 per cento) prima del quarto trimestre del 2011 e una probabilità sostanzialmente simile nel primo trimestre del 2018 (circa il 2 per cento).

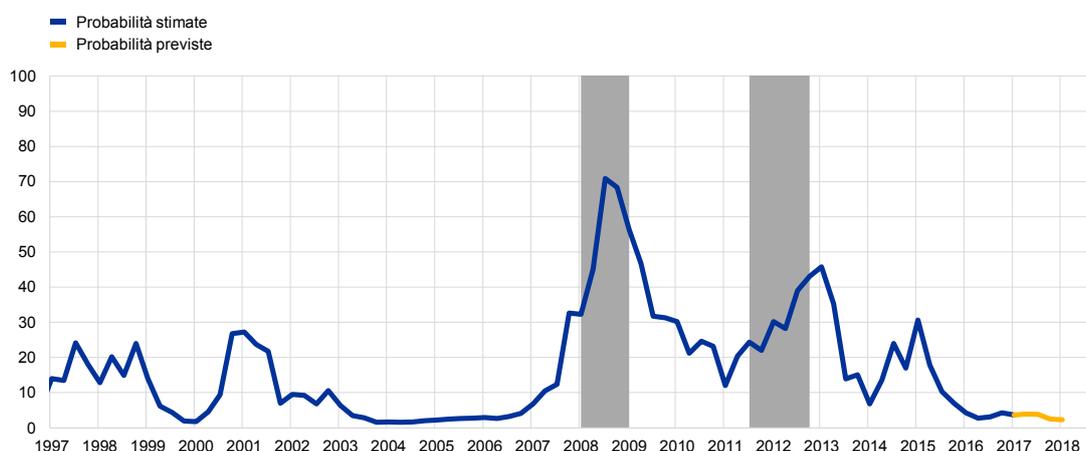
benché siano state osservate probabilità della stessa entità che non sono state seguite da contrazioni dell'attività economica.

Nell'insieme, le variabili relative al mercato degli immobili residenziali contribuiscono in maniera significativa a prevedere le contrazioni economiche imminenti al di là di quanto può essere desunto dall'inclinazione della curva dei rendimenti. Al tempo stesso, le variabili del mercato degli immobili residenziali, da sole, non sono in grado di prevedere pienamente le future contrazioni economiche e la loro capacità previsionale può essere ulteriormente migliorata da altri indicatori come le variabili finanziarie. Allo stadio attuale, l'analisi presentata in questo riquadro non desta significative preoccupazioni riguardo al verificarsi di una imminente contrazione economica indotta dalla dinamica del mercato degli immobili residenziali.

Grafico A

Probabilità stimate e previste di una prolungata contrazione nell'area dell'euro che inizi nei successivi quattro trimestri e sia indotta dagli investimenti in edilizia residenziale e dai prezzi delle abitazioni

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: la figura riporta le probabilità stimate e previste di una prolungata contrazione nell'area dell'euro che inizi nei quattro trimestri successivi, basate sui parametri stimati attraverso il modello logistico con dati panel relativi agli investimenti in edilizia residenziale e ai prezzi delle abitazioni in otto grandi paesi dell'area dell'euro nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1997 e il primo trimestre del 2017, corrispondenti alla colonna (3) della tavola A. Le probabilità stimate e previste sono poi ottenute applicando i parametri stimati ai dati aggregati relativi all'area dell'euro, rispettivamente per i periodi compresi tra il primo trimestre del 1997 e il primo trimestre del 2017 e il secondo trimestre 2017 e il primo trimestre 2018. Le aree ombreggiate rappresentano le contrazioni prolungate, definite come periodi di due o più trimestri consecutivi di crescita trimestrale negativa del PIL in termini reali.

3 Fattori dal lato della domanda e dell'offerta alla base dello stato attuale del mercato dell'edilizia residenziale

In un contesto più ampio, i prezzi delle abitazioni e gli investimenti residenziali possono essere percepiti come il risultato dell'interazione di fattori di domanda e di offerta. Tali fattori sottostanti possono pertanto chiarire ulteriormente lo stato del mercato immobiliare. Tuttavia, l'informazione sugli indicatori corrispondenti è scarsa, spesso disponibile con ritardo e non sempre è facile interpretare se fornisca indicazioni univoche sul lato della domanda o dell'offerta. Questa sezione impiega un approccio selettivo nel valutare alcuni di tali indicatori.

3.1 Fattori dal lato della domanda

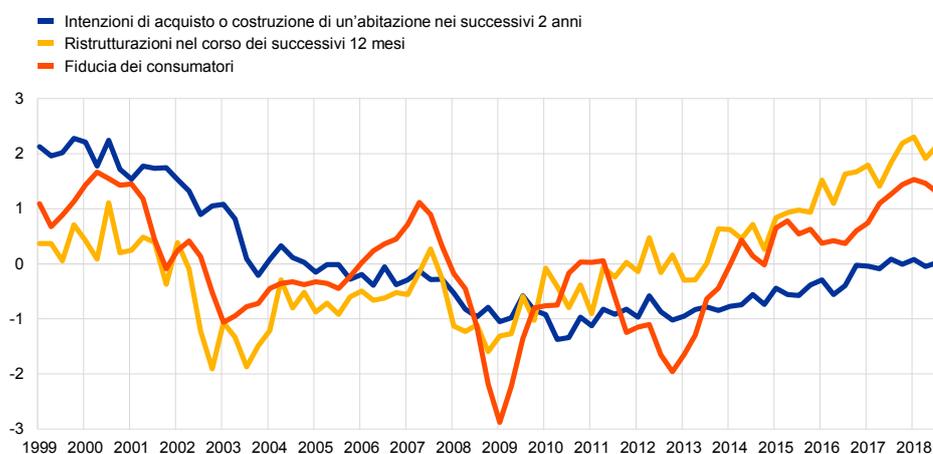
Gli indicatori desunti dalle indagini presso i consumatori evidenziano incrementi in atto della domanda di case.

Nel corso dell'attuale ripresa del ciclo immobiliare, il numero dei partecipanti intenzionati a effettuare ristrutturazioni e ad acquistare o costruire un'abitazione è aumentato gradualmente nell'area dell'euro e nella maggioranza dei paesi dell'area (cfr. grafico 4). I dati più recenti indicano quindi che è possibile che si verifichi un aumento della domanda di immobili residenziali, legato sia alle consistenze che al flusso di investimenti. Per l'intera area dell'euro, a metà del 2018, l'intenzione di effettuare ristrutturazioni alle abitazioni esistenti si è avvicinata al massimo storico, mentre quella di acquistare o costruire un'abitazione è aumentata in misura più contenuta ed è rimasta ben al di sotto dei massimi pre-crisi. Poiché nel complesso gli indicatori di fiducia legati al settore residenziale sono migliorati in modo più contenuto rispetto all'indicatore generale del clima di fiducia dei consumatori, i dati non sembrano evidenziare il rischio di una domanda eccessiva. Le intenzioni di acquisto o costruzione di alloggi riflettono una combinazione di fattori ciclici e strutturali. Nel riquadro 2 si analizza il concetto di proprietà dell'abitazione come un esempio di questi ultimi.

Grafico 4

Dati dell'indagine nell'area dell'euro quali indicatori della domanda di immobili residenziali

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono standardizzati per ottenere media zero e deviazione standard unitaria dal primo trimestre 1999.

L'aumento della domanda di case è stato sostenuto dagli andamenti del reddito e dalle condizioni di finanziamento.

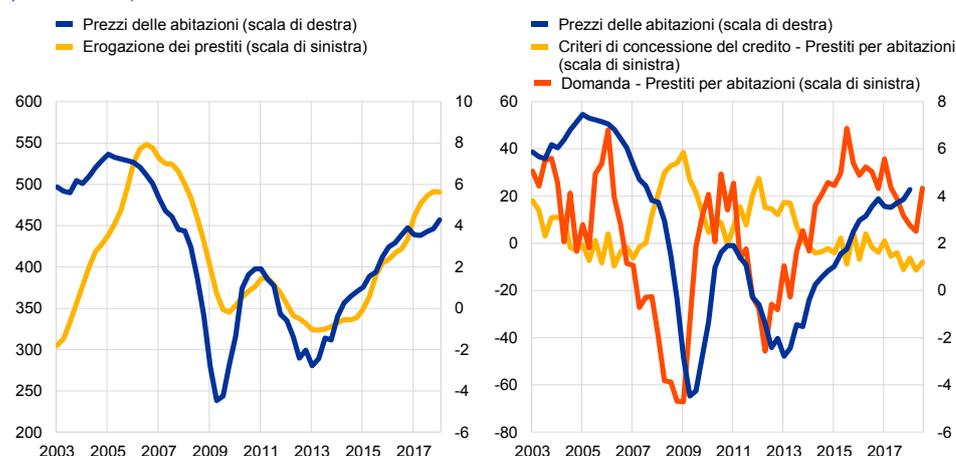
L'attuale ripresa immobiliare nell'area dell'euro è stata accompagnata da un'espansione del reddito disponibile reale. Inoltre, le condizioni di finanziamento si sono mantenute favorevoli, come emerge dai tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni che sono diminuiti di più di 130 punti base dal 2013 e dall'allentamento dei criteri di concessione del credito. Ciò ha generato una maggiore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni e un sostanziale rafforzamento del nuovo credito ipotecario (cfr. grafico 5). La dinamica dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, al netto dei rimborsi, è stata piuttosto modesta e ciò suggerisce che la ripresa del mercato immobiliare è stata accompagnata da aumenti

più moderati dell'indebitamento legato a prestiti ipotecari. Tuttavia, l'erogazione lorda dei prestiti indica al tempo stesso che l'effettiva disponibilità di credito per l'acquisto o la costruzione di abitazioni è più che elevata⁸⁸. A tale riguardo, l'aumento dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro ha mostrato una maggiore sincronia con la crescita dei prezzi delle abitazioni. Nell'ottica di un confronto tra paesi, l'erogazione dei prestiti è attualmente ai massimi storici in Germania e in Francia e prossima alla sua media storica in Italia, mentre si mantiene modesta in Spagna.

Grafico 5

Prezzi delle abitazioni, erogazione dei prestiti, criteri di concessione del credito e domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro

(riquadro di sinistra: variazioni percentuali, flussi cumulati sui 12 mesi in miliardi di euro; riquadro di destra: variazioni percentuali, percentuali nette)



Fonti: elaborazioni della BCE (indagine sul credito bancario nell'area dell'euro) basate su dati nazionali.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2018 per l'indagine sul credito bancario (luglio 2018) e al primo trimestre del 2018 per l'erogazione dei prestiti e i prezzi delle abitazioni.

La domanda di immobili residenziali è stata probabilmente sostenuta da motivazioni legate agli investimenti.

L'attrattiva relativa degli alloggi quale tipologia di investimento è aumentata durante la recente ripresa del settore residenziale. Dal 2013 le stime sul rendimento di investimenti in edilizia abitativa sono caratterizzate da un notevole grado di incertezza ma suggeriscono un aumento dell'attrattiva relativa degli investimenti in immobili residenziali rispetto a tipologie alternative di attività, quali titoli di stato, depositi e azioni⁸⁹. Investitori privati e istituzionali a livello sia interno che internazionale alla ricerca di rendimenti possono

⁸⁸ Per un approfondimento, cfr. il riquadro *Andamenti dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro*, nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

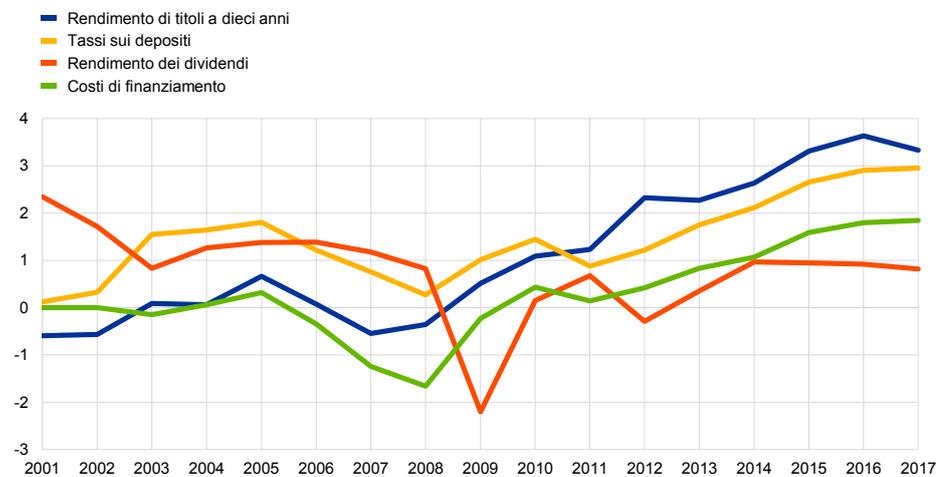
⁸⁹ La prima stima – il rendimento da locazione lordo – è calcolata come il rapporto fra gli affitti effettivi e imputati e il capitale immobiliare lordo e dovrebbe essere intesa come una misura macroeconomica indicativa del rendimento da locazione. La seconda stima del rendimento degli immobili residenziali proviene dalla banca dati trimestrale dell'MSCI Quarterly Research Database e riflette i portafogli di immobili residenziali detenuti dagli investitori istituzionali. Questi portafogli si concentrano verosimilmente sui segmenti di qualità primaria o comunque superiore, le cui dinamiche differiscono con ogni probabilità da quelle del mercato residenziale nel suo complesso; questa stima ha pertanto una portata più ristretta.

perciò aver contribuito a un incremento della domanda immobiliare⁹⁰. Tale ricerca si manifesta nella ricomposizione dei portafogli e confluisce in fondi immobiliari, che sono aumentati in modo stabile in tutta l'area dell'euro dall'inizio del 2013, anche come quota degli investimenti residenziali (cfr. grafico 7). Pur presentando dimensioni troppo contenute per dar conto di consistenti spostamenti nella domanda complessiva di proprietà immobiliari (parte della quale potrebbe anche essere rivolta a immobili commerciali o al di fuori delle giurisdizioni dell'area dell'euro), tali fondi sono tuttavia il segnale di un'accresciuta domanda di immobili residenziali a fini di investimento.

Grafico 6

Rendimenti degli investimenti in edilizia abitativa nell'area dell'euro rispetto a tipologie alternative di attività e ai costi di finanziamento

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Eurostat, MSCI, Datastream, BCE ed elaborazioni della BCE.

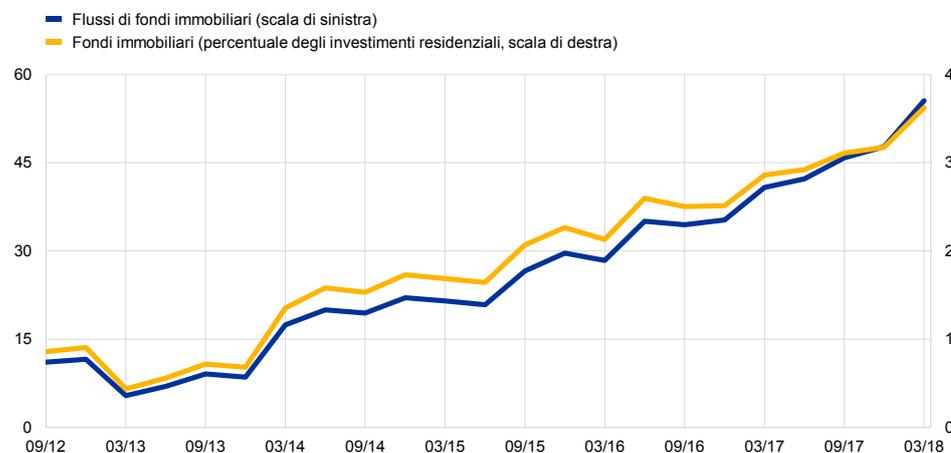
Note: il grafico mostra i rendimenti relativi calcolati come la differenza fra i rendimenti degli investimenti in attività di edilizia abitativa e i rendimenti di tipologie alternative di attività (depositi, obbligazioni e azioni). Il rendimento degli immobili residenziali è calcolato come una media di due stime: il rendimento di locazione lordo e il rendimento immobiliare. Il tasso sui depositi si riferisce a quelli con durata prestabilita di oltre due anni denominati in euro. Il rendimento dei dividendi rappresenta il rendimento degli investimenti azionari. I costi di finanziamento si riferiscono al tasso composito sui prestiti per l'acquisto di abitazioni in diversi periodi di determinazione del tasso di interesse, ponderato utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti.

⁹⁰ Cfr. il capitolo 3 del *Global Financial Stability Report* dell'FMI, aprile 2018, che documenta un aumento degli investimenti immobiliari da parte di società di private equity e fondi di investimento immobiliare nelle economie avanzate. Ciò è anche stato sostenuto, nel 2017, dal notevole aumento delle dimensioni del mercato di investimento immobiliare gestito da operatori specializzati a livello globale e in numerosi paesi dell'area dell'euro, con il mercato tedesco che ha preso il posto di quello cinese, divenendo il quarto mercato a livello mondiale. Per un approfondimento, cfr. *Real Estate Market Size 2017*, MSCI, giugno 2018.

Grafico 7

Flussi nei fondi immobiliari

(flussi sui 12 mesi in miliardi di euro; valori percentuali)



Fonti: Eurostat, statistiche sui bilanci dei fondi di investimento elaborate dalla BCE ed elaborazioni della BCE.

In una prospettiva di più lungo termine, i fattori ciclici positivi della domanda immobiliare possono essere stati frenati da fattori strutturali quali quelli demografici.

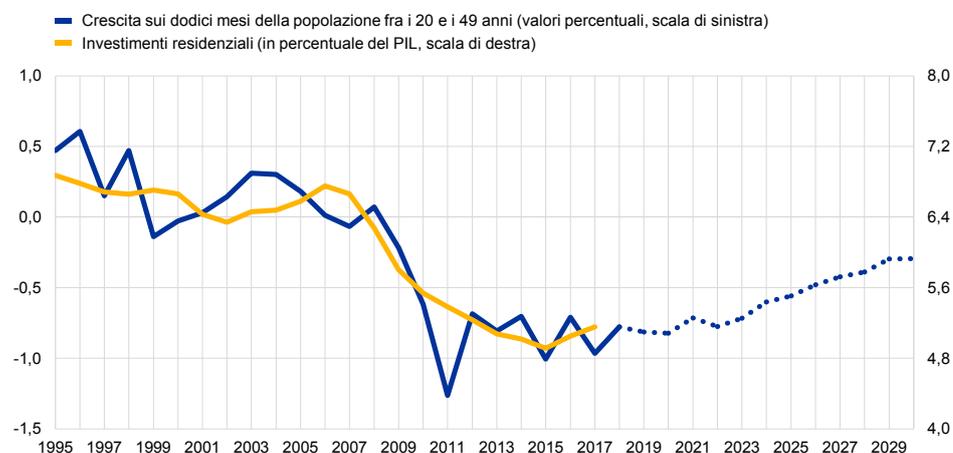
A partire dal 1995 il calo nel tasso di crescita della popolazione nella fascia di età compresa tra i 20 e i 49 anni, importante segmento in termini di domanda immobiliare, può contribuire a spiegare la diminuzione della quota di investimenti in edilizia residenziale in percentuale del PIL nell'area dell'euro e può aver accentuato il netto calo ciclico di tali investimenti a seguito dell'inizio della crisi (cfr. grafico 8). In prospettiva, le proiezioni di crescita della popolazione nella fascia compresa tra i 20 e i 49 anni di età suggeriscono che nei prossimi anni l'effetto di questo fattore strutturale di rallentamento subirà un arresto, lasciando maggiore spazio alle forze cicliche positive in corso, affinché alimentino la domanda di investimenti in edilizia residenziale (quale quota del PIL). Sul più lungo periodo, si osserva inoltre la relazione fra il tasso di crescita della popolazione nella fascia tra i 20 e i 49 anni di età e gli investimenti in edilizia residenziale a livello nazionale⁹¹.

⁹¹ Monnet, E., e Wolf, C., "Demographic Cycle, Migration and Housing Investment", *Journal of Housing Economics*, vol. 38, 2017, pagg. 38-49. A livello dell'area dell'euro, i dati sono disponibili soltanto a partire dal 1995, mentre Monnet e Wolf (2017) hanno elaborato stime a livello nazionale a partire dal 1980. Sottolineando la forte ciclicità del tasso di crescita della popolazione nella fascia tra i 20 e i 49 anni, essi mostrano che la domanda di immobili residenziali viene misurata con maggiore accuratezza se si osserva soltanto l'evoluzione della fascia di età rilevante nella formazione dei nuclei familiari, mantenendo costanti tutte le altre fasce d'età.

Grafico 8

Aumento della popolazione e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro

(punti percentuali, media annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: dal 2018 l'aumento della popolazione nella fascia tra i 20 e i 49 anni si basa su proiezioni Eurostat. Il rapporto fra investimenti in edilizia residenziale e PIL è misurato in termini reali.

Riquadro 2

Valutazione degli indici di proprietà delle abitazioni mediante l'utilizzo di dati micro

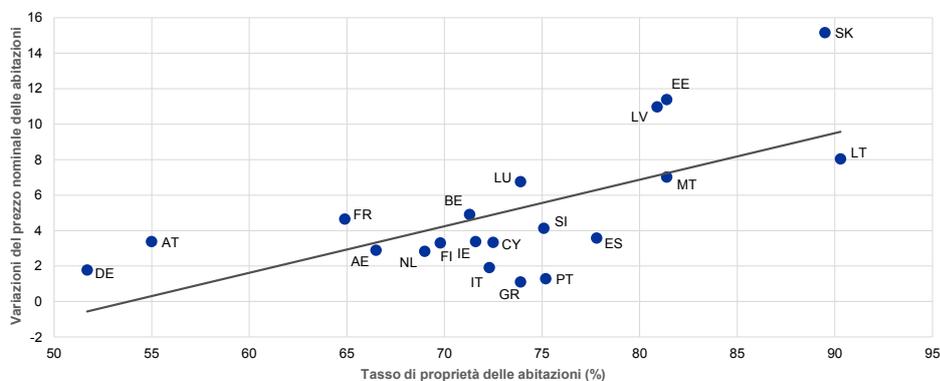
a cura di Julien Le Roux

La percentuale di persone proprietarie dell'immobile in cui vivono può essere un fattore strutturale alla base della domanda di alloggi e, di conseguenza, delle dinamiche dei loro prezzi. Ad esempio, gli effetti sulla ricchezza associati alla proprietà di una casa possono stimolare la crescita economica e quindi i prezzi delle abitazioni. I proprietari di case, inoltre, possono utilizzare le plusvalenze per "eseguire permutate" sul mercato immobiliare, accentuando così le dinamiche dei prezzi delle abitazioni. Più alta è la quota di coloro che possiedono un alloggio, maggiore è la possibilità di un aumento nella dinamica, volatilità e dinamica eccessiva dei prezzi delle abitazioni. Una relazione indicativa, sebbene non esaustiva dal punto di vista causale, è quella esistente tra la percentuale di persone proprietarie dell'immobile in cui vivono e la crescita media dei prezzi delle abitazioni nei paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico A). Il presente riquadro esamina le principali determinanti della proprietà delle abitazioni mediante l'utilizzo di dati micro.

Grafico A

Variazioni del prezzo nominale delle abitazioni e tasso di proprietà nei diversi paesi

(asse delle ascisse: percentuale di proprietari nel 2016; asse delle ordinate: variazione media del prezzo nominale delle abitazioni sui dodici mesi nel periodo 2000-2017)



Fonti: statistiche dell'UE su reddito e tenore di vita (EU statistics on income and living conditions, EU-SILC) ed elaborazioni della BCE.

Note: le variazioni nel numero di proprietari delle abitazioni si configurano come un processo lento: dal 2010 al 2016 la loro percentuale a livello di area dell'euro è scesa dal 66,8 al 66,4 per cento. Pertanto considerare soltanto il livello di proprietà sembra fornire ancora un'indicazione significativa.

I risultati dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey) indicano che il fatto di possedere un'abitazione è determinato in misura considerevole sia da caratteristiche specifiche della famiglia sia da caratteristiche strutturali⁹². I risultati mostrano che la probabilità di essere proprietari della residenza principale è correlata positivamente all'età del nucleo familiare, all'aver precedentemente ricevuto un'eredità, all'essere sposati e all'aver figli nonché alla ricchezza netta. È più probabile, inoltre, che le famiglie esposte in passato a una maggiore inflazione al consumo aggregata siano proprietarie delle rispettive abitazioni. Ciò vale anche quando si considera l'inflazione aggregata dei prezzi delle abitazioni e può essere ricondotto al desiderio di tutelarsi dal rischio d'inflazione e di acquisire attività reali. In aggiunta, il numero di proprietari delle abitazioni è determinato anche dal basso livello dei tassi di interesse reali sui mutui ipotecari sperimentato in passato, ma soltanto tra le famiglie che hanno sostenuto i costi di indebitamento più elevati. Tali risultati, nel complesso, sono sostanzialmente coerenti con i risultati evidenziati dalla letteratura⁹³.

In generale, i dati micro possono essere utilmente impiegati nell'analisi degli andamenti del mercato delle abitazioni poiché offrono informazioni aggiuntive rispetto ai dati macro. Ciò accade solitamente nel caso in cui la dinamica dei prezzi delle abitazioni sia stata maggiormente influenzata da fattori strutturali. Se è possibile valutare in misura sufficiente i fattori congiunturali mediante gli indicatori aggregati, come esposto nelle sezioni 2 e 3 del presente articolo, le caratteristiche strutturali sono meglio esaminate sulla base di dati micro. Tra le caratteristiche strutturali del mercato delle abitazioni figura la tendenza ad acquisire la proprietà di queste ultime, una preferenza che è importante comprendere per valutare le prospettive di questo mercato. Nei prossimi anni, con l'invecchiamento della popolazione e il modificarsi nel tempo delle passate

⁹² L'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey) raccoglie i dati relativi alle attività, alle passività, al reddito e ai consumi al livello delle famiglie. L'indagine è condotta da statistici ed economisti del Sistema europeo di banche centrali e da alcuni istituti nazionali di statistica. La prima edizione si è svolta nel 2010 e nel 2011, la seconda ha avuto luogo tra il 2013 e il 2015 e la terza è in corso di svolgimento.

⁹³ Arrondel, L. et al., "How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey", BCE, 2016. Malmendier, U. e Steiny, A., "Rent or buy? The role of lifetime experiences of macroeconomic shocks within and across countries", Working Paper Series, UC Berkeley, gennaio 2017.

condizioni macroeconomiche, potrebbero verificarsi variazioni del tasso di proprietà nei diversi paesi, con conseguenti effetti sul mercato delle abitazioni.

Tavola A

Effetti marginali medi di una regressione probit della proprietà delle abitazioni in diversi paesi dell'area dell'euro

(probabilità marginale di essere proprietari della residenza principale rispetto a uno scenario di base [riportato tra parentesi])

	Caratteristiche individuali	Specificità strutturali dei singoli paesi
Età [scenario di base: inferiore a 40 anni di età]		
40-64 anni	0,117*** (0,035)	0,110*** (0,010)
65 anni e oltre	0,171*** (0,022)	0,125*** (0,011)
Tipologia di nucleo familiare [scenario di base: una persona]		
>=2 adulti, nessun figlio	0,109*** (0,016)	
nucleo monoparentale	-0,007 (0,017)	
>=2 adulti con figli	0,143*** (0,026)	
Eredità [scenario di base: nessuna eredità consistente]		
eredità consistente	0,050** (0,016)	
Ricchezza netta [scenario di base: < 60% della ricchezza mediana]		
oltre il 60% della ricchezza mediana	0,470*** (0,017)	0,507*** (0,007)
Inflazione al consumo sperimentata [scenario di base: 1°-3° quintile]		
4°-5° quintile		0,011*** (0,000)
Variazione sperimentata del prezzo in termini reali delle abitazioni [scenario di base: 1°-3° quintile]		
4°-5° quintile		0,047*** (0,005)
Tassi di interesse in termini reali sperimentati sui mutui ipotecari [scenario di base: 1°-3° quintile]		
4°-5° quintile		-0,030*** (0,007)
Numero di famiglie	74.773	71.257
Pseudo-R²	0,347	0,306

Fonti: Household Finance and Consumption Network 2016 ed elaborazioni della BCE, sulla base di 18 dei 19 paesi dell'area dell'euro. I dati relativi alla Lituania non sono disponibili.

Note: gli errori standard sono riportati tra parentesi. Gli asterischi denotano significatività statistica dei coefficienti ai seguenti livelli: *** 1 per cento, ** 5 per cento e * 10 per cento. Le regressioni sono effettuate a livello di nucleo familiare e includono effetti fissi per paese le cui stime non sono riportate. L'età corrisponde a quella della persona di riferimento all'interno del nucleo familiare. Sulla base dell'età e della data dell'indagine si ricostruiscono l'inflazione sperimentata, i prezzi delle abitazioni in termini reali, i tassi dei mutui ipotecari, il regime regolamentare e fiscale nell'arco di vita di ogni nucleo familiare. I nuclei familiari sono infine raggruppati in quintili, determinati dal grado medio delle esperienze passate relative alle diverse variabili. L'effetto marginale medio incide sulla probabilità di variazione delle variabili esplicative: nella prima riga della tavola, sotto la dicitura "Età", il valore 0,117 indica che la probabilità di possedere un'abitazione aumenta di 0,117 per la coorte compresa tra i 40 e i 64 anni di età rispetto a quella al di sotto dei 40 anni.

3.2 Fattori dell'offerta

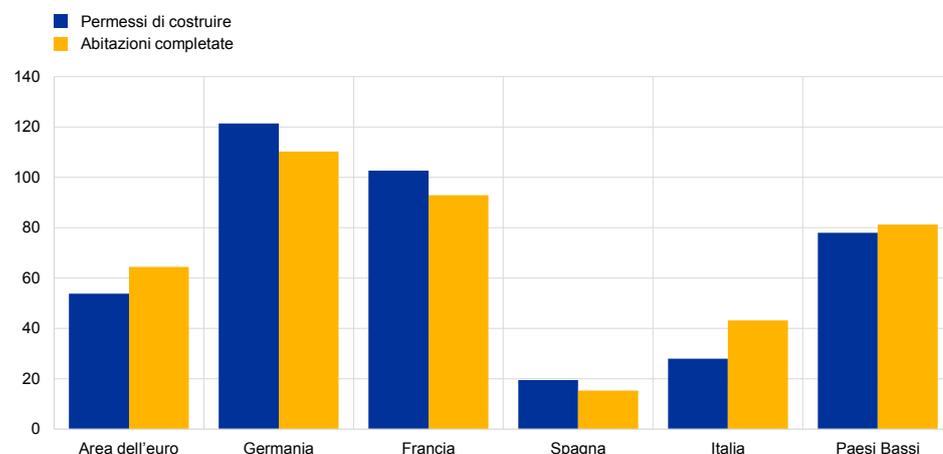
Questa sezione analizza l'andamento del volume degli immobili negli ultimi anni e la misura in cui sussistono fattori che vincolano/limitano l'offerta di immobili residenziali.

Il numero delle abitazioni completate nell'area dell'euro è rimasto significativamente al di sotto del livello medio registrato dall'avvio dell'unione monetaria. Tale indicatore può essere considerato una misura del flusso di nuove abitazioni offerte sul mercato. In Germania e in Francia, di recente, questo flusso si è avvicinato ai livelli medi osservati dall'avvio dell'unione monetaria, mentre in Spagna, Italia e, in misura minore, nei Paesi Bassi, è rimasto contenuto (cfr. grafico 9). Al tempo stesso, la quantità di permessi di costruire rilasciati, che sono una condizione necessaria ma non sufficiente per la costruzione di un'abitazione, è aumentata molto più delle abitazioni completate in diversi fra i più grandi paesi dell'area dell'euro. Poiché sembra che le limitazioni all'offerta derivanti da una carenza di concessioni edilizie stiano diminuendo, potrebbe essere imminente un aumento dell'attività d'investimento residenziale e dell'offerta di nuove abitazioni.

Grafico 9

Abitazioni completate e permessi di costruire nell'area dell'euro e nei suoi principali paesi: ultimi dati disponibili

(indice: media dal 1999 al 2017 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: a causa della carenza di dati recenti sulle abitazioni completate, per favorire la comparabilità fra paesi, sia i permessi di costruire che le abitazioni completate fanno riferimento allo stesso anno in ciascun paese, nello specifico il 2017 per Germania e Spagna e il 2016 per gli altri paesi e l'aggregato dell'area dell'euro.

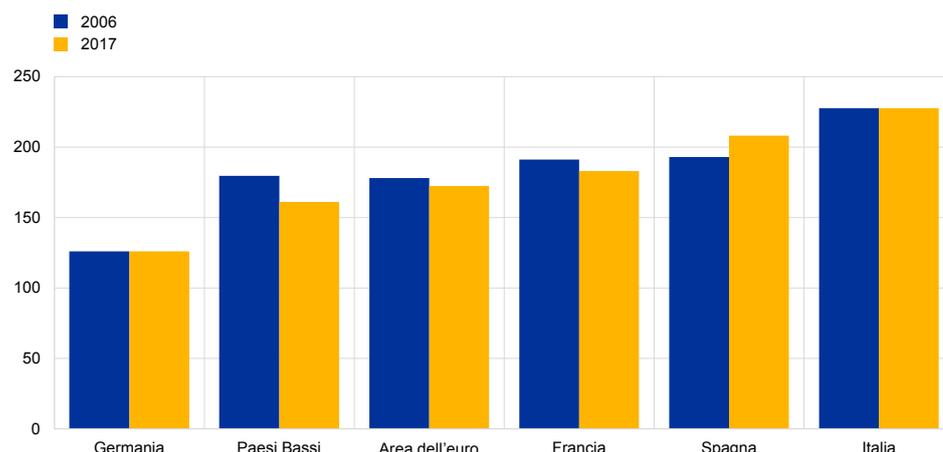
La carenza di permessi edilizi può costituire un vincolo all'offerta di immobili residenziali. Soprattutto in città e zone centrali, il numero di concessioni rilasciate può risultare inferiore rispetto all'effettiva domanda a causa della scarsità di terreno edificabile. Un numero relativamente basso di permessi costituisce perciò un vincolo all'offerta di nuove abitazioni. Nelle zone centrali, dove la disponibilità di terreno è limitata, la concorrenza per ottenere concessioni edilizie in numero già di per sé limitato può essere esacerbata dalla domanda proveniente da investitori interessati a costruire immobili non residenziali che, secondo riscontri aneddotici, sembrano al momento preferire le aree urbane. Tuttavia, la limitazione nei dati impedisce di trarre

conclusioni definitive⁹⁴. L'ipotesi dell'esistenza di limitazioni all'offerta a livello locale è sostenuta da un più marcato aumento dei prezzi delle abitazioni nelle capitali rispetto alla media dei paesi corrispondenti, nell'attuale ripresa del mercato⁹⁵.

Nel breve termine, l'offerta di edilizia residenziale può inoltre essere soggetta a limitazioni dovute al tempo necessario per ottenere le concessioni. I vincoli amministrativi, quale il tempo necessario per ottenere un permesso di costruire, sono un importante fattore che impatta sull'elasticità dell'offerta in risposta alla domanda⁹⁶. Di conseguenza, quando quest'ultima cresce ci si aspetta che ciò si traduca, all'inizio, in un aumento relativamente più consistente dei prezzi delle abitazioni, piuttosto che della loro quantità, secondo quanto rilevato dagli investimenti residenziali. Per illustrare questo aspetto è utile precisare che nel 2017 un'impresa edile aveva bisogno di circa 126 giorni per ottenere una concessione edilizia in Germania, rispetto a 228 giorni in Italia e 208 in Spagna (cfr. grafico 10).

Grafico 10

Numero di giorni necessari per ottenere un permesso di costruire nell'area dell'euro e nei suoi principali paesi



Fonti: *Doing Business 2018 – Reforming to create jobs*, pubblicato dalla Banca mondiale, e BCE.

Nota: l'aggregato dell'area dell'euro è una media ponderata (per il PIL) di 18 paesi dell'area dell'euro (i dati per Malta non sono disponibili).

Un altro fattore che può aver limitato l'offerta di edilizia residenziale è una carenza di manodopera nella produzione edile. I dati dell'indagine sulla

⁹⁴ In Germania il 43 per cento degli alloggi appartiene a soggetti che svolgono attività commerciali professionali (inclusi gli investitori istituzionali) e un altro 42 per cento a piccoli proprietari privati; soltanto il 15 per cento circa è occupato dai proprietari (secondo dati della European Public Real Estate Association). I riscontri aneddotici suggeriscono un ruolo crescente degli investitori istituzionali, che stanno anche assorbendo l'offerta di nuovi appartamenti sul mercato.

⁹⁵ Per un approfondimento, cfr. il riquadro 3 "Residential real estate prices in capital cities: a review of trends" in *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2017, nel quale viene mostrato che, nel secondo semestre del 2016, l'aumento dei prezzi delle abitazioni in determinate città dell'area dell'euro superava l'aggregato delle rispettive medie nazionali di 3,7 punti percentuali.

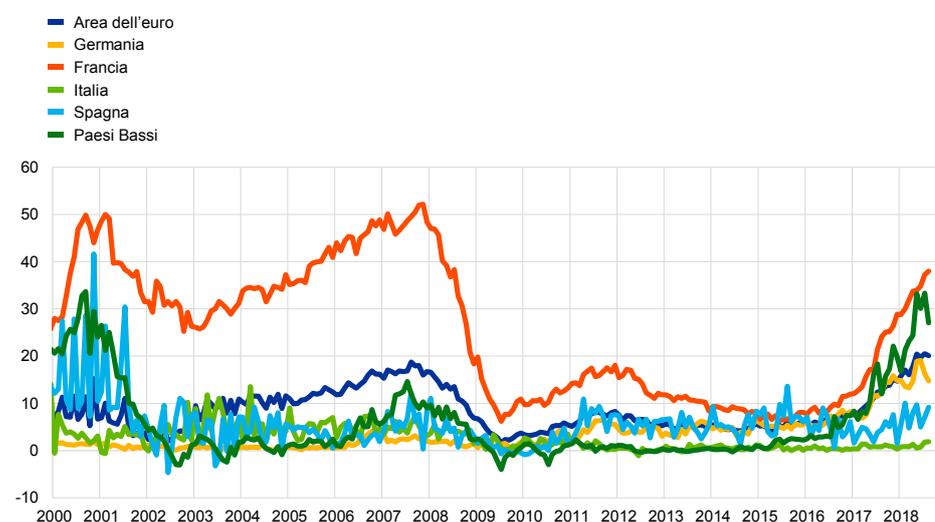
⁹⁶ Oltre alla regolamentazione urbanistica e a una serie di altri fattori quali i costi di costruzione, la disponibilità di credito, le condizioni metereologiche, ecc., è stato riscontrato che anche diversi fattori spaziali e andamenti storici hanno un impatto sulle elasticità dell'offerta immobiliare. Ad esempio, la distribuzione degli utilizzi del suolo preesistenti è rilevante ai fini delle elasticità dell'offerta locale e aggregata, come mostrato da Ball, M., Meen, G. e Nygaard, C., "Housing supply price elasticities revisited: Evidence from international, national, local and company data", *Journal of Housing Economics*, vol. 19(4), 2010, pagg. 255-268.

percentuale di imprese edili che segnalano vincoli alla produzione dovuti a mancanza di operai, suggeriscono che la carenza di manodopera è diventata un problema nell'attuale ripresa di questo mercato. La percentuale di imprese che indicano la forza lavoro come un fattore che limita la produzione si è quadruplicata nell'area dell'euro nel corso degli ultimi tre anni, da quasi il 5 per cento nel terzo trimestre del 2015 a più del 20 per cento nel terzo trimestre del 2018 (cfr. grafico 11). Fra le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, tali andamenti sono stati più marcati in Germania, Francia e Paesi Bassi.

Grafico 11

La forza lavoro come fattore che vincola la produzione edile nell'area dell'euro e nei suoi principali paesi

(percentuale di partecipanti; dati destagionalizzati)



Fonte: indagine della Commissione europea (DG-ECFIN) sulle costruzioni.

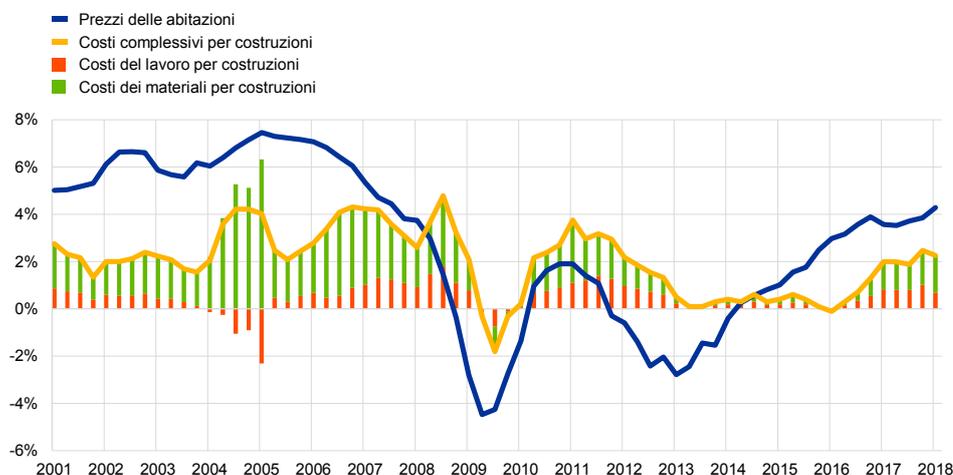
Note: alcune rilevazioni sono negative a causa delle destagionalizzazioni dei dati. Tali rilevazioni sono riportate per mostrare l'andamento reale della carenza di forza lavoro.

La carenza di forza lavoro può influenzare i prezzi del mercato degli immobili residenziali in modi diversi. Da un lato, essa può portare gradualmente a incrementi salariali nel settore edile; in una situazione di sufficiente domanda, ciò si trasmetterà poi ai prezzi alla produzione delle costruzioni. Dall'altro lato, le carenze possono limitare o ritardare l'offerta di nuove abitazioni in relazione alla domanda e successivamente comportare un aumento dei prezzi delle abitazioni che non si accompagna necessariamente a un aumento dei prezzi alla produzione (delle costruzioni). Finora il pronunciato aumento dei costi di costruzione dal 2014 è stato alimentato sempre di più dai sempre più elevati costi del lavoro (nonostante il loro minor peso nell'indice complessivo); ciò indica crescenti carenze di forza lavoro ed è stato accompagnato da una forte dinamica nella crescita dei prezzi delle abitazioni, che segnala una domanda sostenuta (cfr. grafico 12).

Grafico 12

Prezzi delle abitazioni e costi di costruzione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei costi di costruzione fa riferimento a nuovi edifici residenziali escluse le residenze per collettività. I costi dei materiali per costruzioni raccolgono tutti i costi di costruzione non legati alla forza lavoro, inclusi materiali (di solito la componente più significativa), così come le spese progettuali, legali e di altro genere.

3.3 L'importanza relativa della domanda e dell'offerta nel settore dell'edilizia residenziale

Valutare l'importanza relativa della domanda e dell'offerta di immobili residenziali è intrinsecamente impegnativo, poiché i dati si riferiscono per lo più a fenomeni risultanti dall'equilibrio di vari fattori. Ad esempio, l'aumento dei prezzi delle abitazioni può riflettere un aumento nella domanda di alloggi o una riduzione nell'offerta di abitazioni. Sulla scorta di tale precisazione, questa sottosezione esamina i risultati delle indagini disponibili e quelli basati sui modelli per valutare il contributo relativo fornito dai fattori della domanda e dell'offerta allo stato dei mercati degli immobili residenziali dell'area dell'euro.

I dati delle indagini segnalano una crescente importanza relativa dei fattori dell'offerta nella determinazione delle dinamiche di prezzi e investimenti nel mercato degli immobili residenziali. La proporzione di imprese edili⁹⁷ che hanno segnalato vincoli alla loro produzione è oscillata tra il 50 e il 60 per cento a partire dal 2014. Tuttavia, la composizione dei vincoli dal lato della domanda e dal lato dell'offerta è cambiata in modo considerevole: la quota di imprese che riferiscono una domanda insufficiente quale fattore che limita la produzione è diminuita significativamente, con dinamiche contrastanti per le imprese che dichiarano vincoli dal lato dell'offerta (cfr. grafico 13). Di recente si è rilevato un aumento di circa 10 punti percentuali nel numero di partecipanti alle indagini che rilevano vincoli alla produzione dal lato

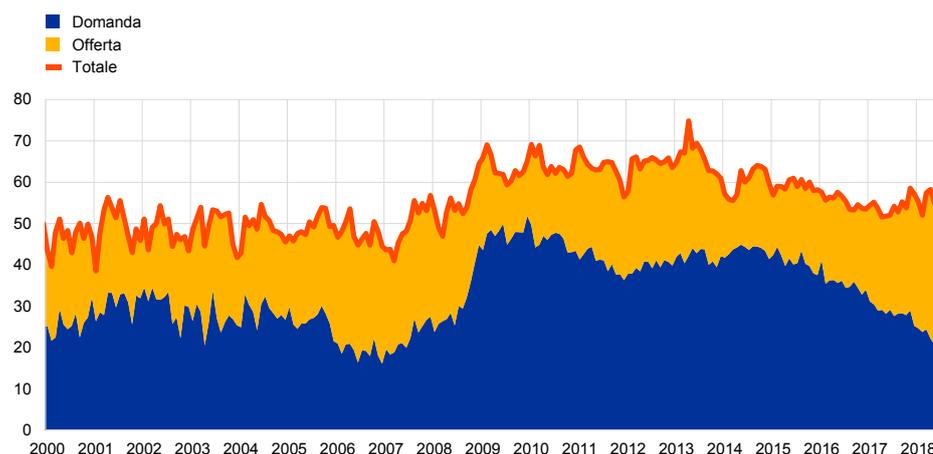
⁹⁷ Il campione dell'indagine della Commissione europea sulle costruzioni include anche imprese che operano nei settori degli immobili commerciali e dell'ingegneria civile. Tuttavia, poiché i fattori che influenzano la produzione nel settore delle costruzioni residenziali sono simili a quelli che influenzano il settore delle costruzioni nel suo insieme, l'indagine fornisce indicazioni in merito ai fattori che impattano sulla produzione del settore immobiliare residenziale.

dell'offerta, piuttosto che dal lato della domanda. Ciò implica che, di recente, i vincoli alla produzione edile derivano principalmente dal lato dell'offerta. Tale evidenza viene confermata attraverso l'utilizzo di un modello stilizzato che prende in considerazione investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni (cfr. riquadro 3).

Grafico 13

Fattori che vincolano la produzione edile nell'area dell'euro

(percentuale di partecipanti; dati destagionalizzati)



Fonti: indagine della Commissione europea (DG-ECFIN) sulle costruzioni.

Note: la domanda si riferisce alla percentuale di partecipanti che rilevano una domanda insufficiente quale fattore che vincola la produzione. L'offerta si riferisce alla percentuale di partecipanti che non indicano né un'insufficienza nella domanda né assenza di vincoli (ovvero, cento meno la percentuale di partecipanti che non segnalano vincoli meno la percentuale di partecipanti che segnalano una domanda insufficiente).

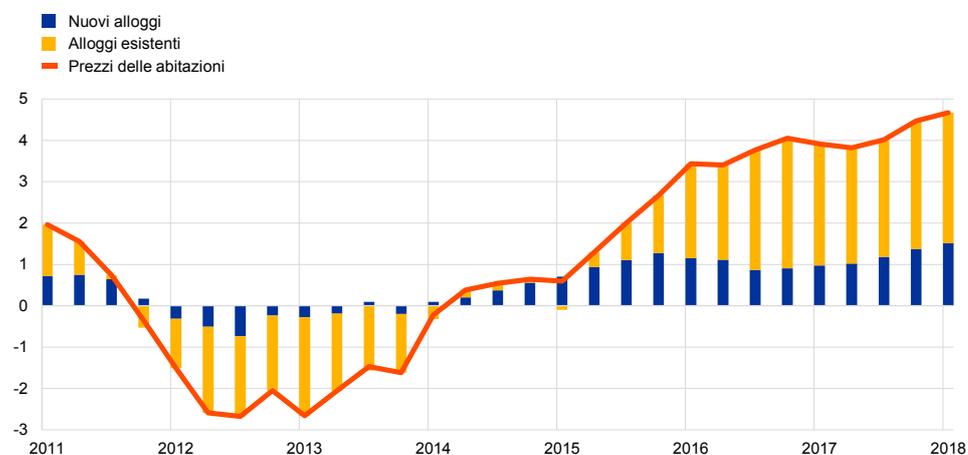
Si può inoltre valutare l'importanza relativa dei fattori della domanda e dell'offerta di immobili residenziali sulla base delle informazioni relative alla composizione dei prezzi delle abitazioni.

Più la domanda supera l'offerta, più ci si può aspettare che i prezzi delle abitazioni esistenti aumentino man mano che la concorrenza nella domanda di alloggi si estende agli immobili esistenti. Inoltre, l'eventualità che i prezzi delle abitazioni esistenti crescano più rapidamente dei prezzi delle nuove abitazioni dipende naturalmente dalla presenza di strozzature nell'offerta di nuovi alloggi e dalla reattività dei prezzi alla produzione delle costruzioni. È pertanto plausibile che i prezzi delle abitazioni esistenti raggiungano una maggiore ampiezza in corrispondenza dei livelli massimi del ciclo, rispetto ai prezzi delle nuove abitazioni. Negli ultimi anni, in effetti, il contributo dei prezzi delle abitazioni esistenti alla crescita complessiva dei prezzi degli immobili residenziali è aumentato bruscamente: da quasi il 10 per cento all'inizio della ripresa nel 2014 fino a quasi l'80 per cento nel 2016, mantenendosi al di sopra del 70 per cento, seppur su una traiettoria discendente, durante l'ultimo anno (cfr. grafico 14). Al tempo stesso, l'aumento del contributo dei prezzi delle nuove abitazioni a partire dalla fine del 2016, benché ancora modesto, può dare conferma di una contrazione del mercato dell'edilizia residenziale, con limitazioni dal lato dell'offerta sempre più vincolanti: in un contesto caratterizzato da una vigorosa domanda di immobili residenziali, non è possibile fornire nuove abitazioni in tempi sufficientemente rapidi e i loro prezzi tendono a crescere più rapidamente.

Grafico 14

Scomposizione dell'aumento del prezzo delle abitazioni per tipologia di alloggio

(tassi di crescita sui dodici mesi e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

L'analisi presentata in questa sezione suggerisce un ruolo crescente dei vincoli dal lato dell'offerta nel determinare le dinamiche del mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro. Durante la prima fase della ripresa, un notevole adeguamento positivo degli investimenti residenziali è stato accompagnato da aumenti relativamente più contenuti dei prezzi delle abitazioni. Negli ultimi trimestri, mentre prosegue la ripresa di questo mercato, la vivacità della domanda, in un contesto contraddistinto da crescenti vincoli dal lato dell'offerta, è stata accompagnata da una moderata crescita degli investimenti residenziali e da un costante aumento dei prezzi delle abitazioni.

Riquadro 3

L'importanza relativa dei fattori della domanda e dell'offerta nel determinare gli andamenti del mercato degli immobili residenziali

a cura di Kyriacos Lambrias

I singoli indicatori dei fattori di domanda e di offerta non permettono di trarre conclusioni definitive sulla loro importanza relativa nel determinare investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni. Questa importanza relativa può essere colta, valutata e quantificata meglio attraverso l'utilizzo di modelli economici. Questo riquadro presenta un modello vettoriale autoregressivo bayesiano (BVAR) a due variabili piuttosto stilizzato, con investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni. L'importanza relativa dei fattori della domanda e dell'offerta è valutata identificando gli shock dal lato della domanda e dell'offerta e misurando il loro contributo relativo nel determinare le fluttuazioni in queste due variabili. Tale prassi, comunemente definita scomposizione storica, è piuttosto standard nella letteratura empirica. Gli shock sono identificati imponendo restrizioni (di segno) alla reazione delle variabili sottostanti in risposta a tali shock: uno shock dal lato della domanda genera un comovimento positivo fra investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni e uno shock dal lato dell'offerta un comovimento negativo⁹⁸. Questo schema di identificazione, inevitabilmente, è alquanto approssimativo e racchiude un insieme piuttosto ampio di "shock dal lato

⁹⁸ Le restrizioni sono imposte per quattro periodi (un anno).

della domanda” e “shock dal lato dell’offerta” ma offre la possibilità di distinguere “forze” di domanda e di offerta, definite in modo generale⁹⁹.

Nell’interpretazione del modello, la domanda è la principale determinante dei movimenti aggregati nel mercato immobiliare. L’importanza relativa può essere valutata in termini di “scomposizione della varianza degli errori di previsione”, in cui gli shock dal lato della domanda spiegano circa il 65 per cento dei movimenti negli investimenti residenziali e fino all’80 per cento di quelli nei prezzi delle abitazioni.

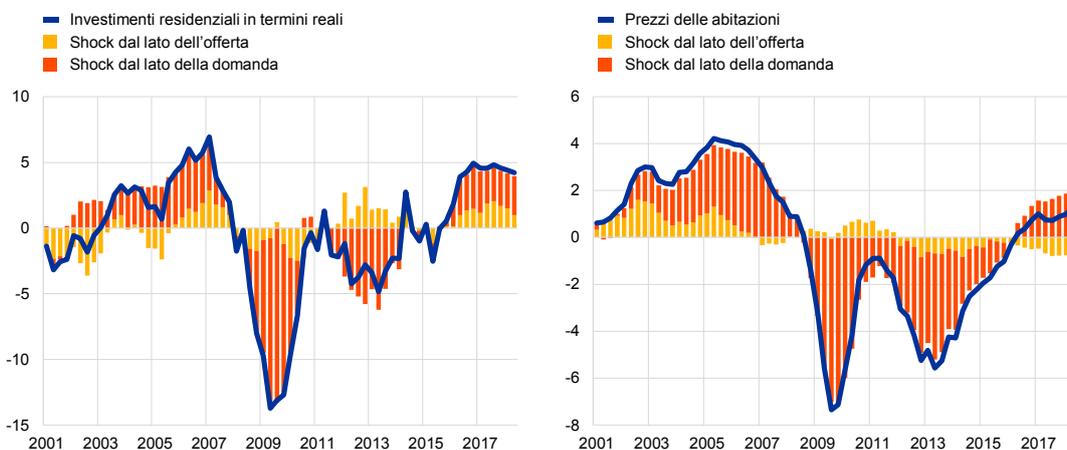
In linea con la complessiva dominanza dei fattori della domanda nella determinazione del ciclo immobiliare, l’evidenza del modello indica che la vivacità della domanda, negli ultimi anni, ha più che compensato la debolezza dell’offerta nel settore immobiliare. Dal lato dei volumi, la crescita degli investimenti residenziali è aumentata e al di sopra della media a partire dal terzo trimestre del 2015. Secondo il modello BVAR, durante questo periodo, la crescita degli investimenti residenziali è stata sostenuta dagli shock sia dal lato della domanda che dell’offerta, divenuti positivi a seguito di un lungo periodo di domanda modesta che risale alla Grande recessione (cfr. grafico A, riquadro di sinistra). Dal lato dei prezzi, quelli delle abitazioni hanno continuato ad aumentare al di sopra della media a partire dal 2016. Così come per i volumi, ciò riflette principalmente il forte contributo offerto dai fattori della domanda, divenuti positivi, che hanno contribuito in modo costante ad abbassare i prezzi delle abitazioni fin dal secondo trimestre del 2008 (cfr. grafico A, riquadro di destra). Una forte domanda durante questo periodo ha più che compensato alcuni andamenti positivi dal lato dell’offerta che hanno altrimenti contribuito a frenare la crescita dei prezzi delle abitazioni. Infine, concentrandosi sugli andamenti nel corso dell’ultimo anno, il contributo relativo dei fattori di offerta è diminuito in modo stabile sia per gli investimenti residenziali sia per la crescita dei prezzi immobiliari, mentre è aumentata l’importanza relativa dei fattori di domanda. Tale evidenza è in linea con la presenza di crescenti “colli di bottiglia” dal lato dell’offerta e di maggior slancio dal lato della domanda dietro l’attuale espansione del ciclo immobiliare.

⁹⁹ Ad esempio, l’ampia categoria degli shock dal lato della domanda nel contesto di questo semplice modello includerebbe anche gli shock di politica monetaria e quelli dal lato della spesa pubblica, ovvero gli incentivi alle famiglie per l’acquisto di un’abitazione. D’altra parte, gli shock dal lato dell’offerta comprenderebbero, fra gli altri, gli shock sui corsi petroliferi che contribuirebbero a costi di produzione più elevati, così come gli shock dal lato della forza lavoro, ad esempio cambiamenti nei contratti collettivi fra datori di lavoro e sindacati attivi nel settore. Un modello più elaborato avrebbe bisogno di distinguere ulteriormente tali categorie definite in modo generale.

Grafico A

Scomposizione storica di investimenti residenziali e prezzi delle abitazioni fra shock della domanda e dell'offerta

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli shock della domanda e dell'offerta si riferiscono agli shock agli investimenti residenziali reali e ai prezzi delle abitazioni dell'area dell'euro, identificati tramite restrizioni di segno in un modello vettoriale autoregressivo bayesiano (BVAR) con quattro ritardi e una distribuzione a priori di tipo Minnesota. Le serie sono al netto della media. La serie dei prezzi delle abitazioni è destagionalizzata.

4 Osservazioni conclusive

Il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro è in ripresa dalla fine del 2013 e, in termini di durata, è a uno stadio relativamente avanzato del ciclo.

I prezzi delle abitazioni hanno superato i loro massimi pre-crisi, mentre gli investimenti residenziali sono ancora notevolmente al di sotto dei loro livelli massimi. Lo stato del mercato europeo dell'edilizia abitativa, finora, non è caratterizzato da un'attività di investimento generalizzata o da livelli di prezzi delle abitazioni superiori ai fondamentali. Tuttavia, la notevole eterogeneità negli andamenti all'interno e fra i diversi paesi rende più difficile la valutazione complessiva.

La ripresa del mercato dovrebbe proseguire ma a un ritmo più moderato. Ciò riflette l'aspettativa, che emerge dalle previsioni e proiezioni attualmente disponibili, secondo cui l'espansione economica dell'area dell'euro proseguirà, riflettendo l'impatto favorevole dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria, il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e la maggiore solidità dei bilanci familiari. Questo contesto genera reddito e condizioni di finanziamento favorevoli alla domanda di alloggi. Anche i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni dovrebbero mantenersi dinamici nei prossimi anni. Tuttavia anche il tasso di espansione del mercato immobiliare dovrebbe moderarsi, in linea con il previsto rallentamento dell'attività economica. Inoltre una moderazione degli investimenti residenziali potrebbe derivare dalla crescente presenza di vincoli dal lato dell'offerta in alcuni dei paesi dell'area dell'euro, che attualmente potrebbe essere più limitante che nel complesso delle rispettive economie. Tali vincoli potrebbero tuttavia mitigare la prevista moderazione dei prezzi delle abitazioni.

Il monitoraggio di un ampio insieme di indicatori legati al mercato immobiliare è fondamentale per valutare le implicazioni macroeconomiche e macroprudenziali di questo mercato.

Per una valutazione completa dello stato del mercato degli immobili residenziali occorre osservare le principali determinanti sia della domanda che dell'offerta e le loro interazioni. Inoltre, data la notevole interdipendenza fra variabili reali e finanziarie, sarebbe opportuno monitorare un più ampio insieme di indicatori (alcuni dei quali discussi in questo articolo) che non si limiti ai prezzi delle abitazioni e agli investimenti residenziali (quali gli andamenti dei prestiti, la valutazione dei prezzi delle abitazioni, i bilanci delle famiglie, ecc.), al fine di comprendere appieno le implicazioni macroeconomiche e macroprudenziali della perdurante ripresa del mercato degli immobili residenziali.

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	
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0	
2016	3,2	1,6	1,8	1,0	6,7	1,9	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,2	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2017 3° trim.	1,0	0,7	0,4	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4	
4° trim.	0,9	0,6	0,4	0,2	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4	
2018 1° trim.	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3	
2° trim.	1,0	1,0	0,4	0,7	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7	
2018 apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3	
mag.	-	-	-	-	-	-	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9	
giu.	-	-	-	-	-	-	2,8	2,0	2,9	2,4	0,7	1,9	2,0	
lug.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,1	2,9	2,5	0,9	2,1	2,1	
ago.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,1	2,7	2,7	1,3	2,3	2,0	
set.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1	

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni 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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,0	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,1	6,9
2017 4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,4	1,4	1,4
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,3	2,2	0,7	3,1
2° trim.	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,3	-0,5	-1,0	-0,2
3° trim.	53,1	54,8	54,0	51,5	52,1	54,3	52,7	53,3	49,8	.	.	.
2018 mag.	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,0	54,4	50,4	-0,3	-1,0	0,2
giu.	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,5	-1,0	-0,2
lug.	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	50,0	0,8	-0,7	1,8
ago.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	53,0	53,3	49,9	.	.	.
set.	52,5	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,3	52,6	49,6	.	.	.
ott.	.	.	.	.	.	52,7	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018 mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
apr.	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
mag.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
giu.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
lug.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
ago.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
set.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{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	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
apr.	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
mag.	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
giu.	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
lug.	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
ago.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
set.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018 mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
apr.	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
mag.	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1
giu.	383,4	3.442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2.754,4	22.562,9
lug.	383,8	3.460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2.793,6	22.309,1
ago.	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1
set.	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

		Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
				fin a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2017	set.	0,05	0,44	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
	ott.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
	nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
	dic.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018	gen.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84
	feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
	apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	mag.	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83
	giu.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82
	lug.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,86	1,93	1,85	2,12	1,81
	ago. ^(p)	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,79	5,23	5,88	6,37	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

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

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

		Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
		A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
			fin 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		
2017	set.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
	ott.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
	nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
	dic.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018	gen.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
	feb.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
	mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	apr.	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
	mag.	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62
	giu.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
	lug.	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,63
	ago. ^(p)	0,03	0,09	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,14	1,27	1,68	1,65

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.241	520	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 mar.	1.307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
apr.	1.326	543	171	.	94	450	69	400	181	54	.	43	73	49
mag.	1.318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
giu.	1.308	523	179	.	90	457	59	390	157	73	.	43	82	36
lug.	1.313	528	176	.	96	453	60	428	197	63	.	48	79	42
ago.	1.306	524	175	.	94	447	65	396	200	50	.	31	82	33
A lungo termine														
2015	15.250	3.786	3.244	.	1.102	6.481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15.392	3.695	3.219	.	1.195	6.643	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15.360	3.560	3.082	.	1.255	6.821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 mar.	15.443	3.580	3.079	.	1.257	6.904	624	282	68	83	.	26	96	7
apr.	15.446	3.578	3.094	.	1.265	6.886	624	232	61	65	.	16	85	4
mag.	15.532	3.586	3.128	.	1.271	6.927	621	202	49	54	.	17	80	3
giu.	15.535	3.573	3.135	.	1.263	6.944	620	223	64	65	.	14	72	7
lug.	15.546	3.567	3.130	.	1.272	6.956	621	214	55	49	.	17	87	8
ago.	15.537	3.579	3.102	.	1.270	6.964	622	123	51	29	.	2	38	3

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie		
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche	
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze												
2015	16.518,8	4.303,1	3.390,6	.	1.163,8	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9	
2016	16.633,5	4.212,9	3.354,2	.	1.254,6	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6	
2017	16.600,8	4.079,4	3.237,7	.	1.325,1	7.258,9	699,8	7.954,8	612,5	1.249,5	6.092,8	
2018 mar.	16.750,6	4.122,2	3.240,5	.	1.341,2	7.356,1	690,5	7.814,1	599,0	1.240,4	5.974,7	
apr.	16.772,4	4.121,1	3.265,0	.	1.358,4	7.335,1	692,8	8.143,4	620,8	1.337,5	6.185,1	
mag.	16.850,5	4.125,4	3.297,6	.	1.369,1	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.289,8	6.207,1	
giu.	16.843,5	4.095,5	3.313,1	.	1.353,5	7.401,4	679,8	7.959,8	543,5	1.267,0	6.149,3	
lug.	16.859,2	4.095,2	3.306,0	.	1.367,9	7.409,1	681,0	8.168,6	576,1	1.293,7	6.298,8	
ago.	16.842,5	4.103,0	3.276,7	.	1.364,4	7.411,0	687,5	8.022,8	521,1	1.282,6	6.219,1	
Tasso di crescita												
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6	
2016	0,4	-3,0	-1,0	.	6,4	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4	
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 mar.	1,6	-0,1	2,0	.	6,0	2,1	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4	
apr.	1,6	0,5	1,1	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,5	0,5	
mag.	1,1	-0,1	0,4	.	5,9	1,6	-1,9	1,4	1,6	5,4	0,5	
giu.	1,2	-0,6	1,9	.	5,2	1,8	-4,0	1,3	1,6	5,0	0,5	
lug.	1,2	-0,8	0,5	.	4,3	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6	
ago.	1,3	-0,2	1,2	.	3,7	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5	

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,9	81,6	88,4	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,9	85,0	79,8	89,3	109,7	88,8
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,7	90,0	112,0	90,0
2017 4° trim.	98,6	93,2	93,5	87,5	80,3	91,4	115,0	92,0
2018 1° trim.	99,6	94,0	94,5	88,1	81,3	91,9	117,0	93,4
2° trim.	98,4	93,1	93,2	87,2	80,4	91,0	117,0	93,4
3° trim.	99,2	93,7	93,4	-	-	-	119,2	94,8
2018 apr.	99,5	93,9	94,2	-	-	-	117,9	94,0
mag.	98,1	92,8	92,8	-	-	-	116,6	93,1
giu.	97,9	92,6	92,4	-	-	-	116,7	93,0
lug.	99,2	93,8	93,5	-	-	-	118,2	94,2
ago.	99,0	93,5	93,2	-	-	-	119,0	94,6
set.	99,5	93,9	93,6	-	-	-	120,4	95,6
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2018 set.	0,5	0,4	0,4	-	-	-	1,2	1,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2018 set.	0,4	0,3	-0,5	-	-	-	4,7	3,7

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 4° trim.	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 1° trim.	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2° trim.	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
3° trim.	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
2018 apr.	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
mag.	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
giu.	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
lug.	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
ago.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
set.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2018 set.	1,1	0,0	-0,3	0,0	0,6	1,8	0,3	-0,5	0,1	-0,2	-1,1	1,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2018 set.	2,1	-0,5	-1,8	0,2	5,3	-1,1	0,7	-0,2	1,0	9,5	-1,6	-2,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2017 3° trim.	24.839,7	25.633,3	-793,6	10.775,6	8.756,8	8.386,5	10.955,4	-62,2	5.065,0	5.921,1	674,8	14.129,9
4° trim.	24.835,5	25.544,2	-708,7	10.671,6	8.769,0	8.550,7	10.950,1	-55,6	4.999,1	5.825,1	669,7	13.898,7
2018 1° trim.	24.850,9	25.602,9	-752,0	10.593,7	8.682,3	8.529,5	10.919,5	-77,1	5.131,4	6.001,1	673,4	14.118,9
2° trim.	25.408,4	25.943,9	-535,5	10.732,7	8.687,8	8.742,0	10.994,5	-84,8	5.328,5	6.261,6	690,0	14.295,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2018 2° trim.	222,8	227,5	-4,7	94,1	76,2	76,7	96,4	-0,7	46,7	54,9	6,1	125,4
<i>Transazioni</i>												
2017 3° trim.	62,0	-54,4	116,4	-154,9	-163,1	187,5	61,6	-10,3	39,1	47,1	0,5	-
4° trim.	81,9	-37,3	119,3	33,9	45,5	86,2	18,8	4,5	-44,4	-101,7	1,9	-
2018 1° trim.	453,5	328,1	125,4	63,0	-60,4	194,7	176,7	-4,5	188,9	211,8	11,4	-
2° trim.	98,7	14,8	83,8	-59,6	-122,8	-1,9	-42,4	40,5	113,0	180,0	6,6	-
2018 mar.	0,9	-103,5	104,3	19,5	-50,8	50,1	86,4	-2,9	-75,0	-139,1	9,2	-
apr.	104,8	113,2	-8,4	21,9	-21,2	8,3	-22,5	12,1	66,2	156,9	-3,6	-
mag.	133,1	103,3	29,8	-23,6	-16,4	-2,9	-53,1	15,5	141,6	172,7	2,3	-
giu.	139,2	-201,7	62,5	-57,9	-85,2	-7,3	33,1	12,9	-94,8	-149,6	7,9	-
lug.	102,4	96,3	6,1	-2,0	17,2	42,6	8,6	5,7	60,5	70,5	-4,3	-
ago.	15,7	-11,7	27,4	9,1	4,5	19,6	-51,7	7,5	-23,7	35,6	3,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2018 ago.	797,3	357,1	440,2	59,0	-125,7	406,4	145,3	51,5	255,2	337,5	25,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2018 ago.	7,0	3,1	3,9	0,5	-1,1	3,6	1,3	0,5	2,2	3,0	0,2	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2015	10.534,2	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,1	4.865,1	4.391,1
2016	10.827,5	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,9	1.053,5	679,1	472,2	38,1	477,9	4.941,4	4.463,5
2017	11.205,8	10.683,0	6.058,2	2.279,5	2.302,9	1.121,6	716,3	459,2	42,4	522,8	5.293,6	4.770,8
2017 3° trim.	2.818,4	2.680,3	1.518,8	571,8	577,1	282,7	180,7	112,2	12,6	138,2	1.325,1	1.187,0
4° trim.	2.843,9	2.703,3	1.531,1	576,1	589,2	288,1	185,4	114,3	6,9	140,6	1.360,5	1.219,9
2018 1° trim.	2.864,5	2.723,9	1.543,9	578,0	592,4	292,2	184,2	114,5	9,7	140,6	1.356,5	1.215,9
2° trim.	2.890,0	2.757,3	1.553,2	584,4	603,4	297,7	189,1	115,3	16,3	132,8	1.376,7	1.244,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,6	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,3	0,4	0,5	-0,3	1,2	2,0	-7,0	-	-	1,3	0,6
4° trim.	0,7	0,3	0,2	0,2	1,5	0,9	2,5	1,7	-	-	2,1	1,5
2018 1° trim.	0,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,6	-0,6	-0,2	-	-	-0,7	-0,5
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,4	1,4	1,1	2,6	0,5	-	-	1,0	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,5	7,6
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,5	-	-	5,2	3,9
2017 3° trim.	2,8	2,0	1,9	1,4	2,5	4,3	5,8	-6,1	-	-	5,7	4,1
4° trim.	2,7	1,3	1,6	1,2	2,6	4,2	6,8	-6,8	-	-	6,3	3,6
2018 1° trim.	2,4	1,9	1,7	1,1	3,5	3,6	5,5	0,0	-	-	3,8	2,7
2° trim.	2,2	1,6	1,4	1,1	2,8	3,8	6,6	-5,2	-	-	3,8	2,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	-	-
4° trim.	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 3° trim.	2,8	1,9	1,1	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,0	0,9	-	-
4° trim.	2,7	1,3	0,9	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,4	1,4	-	-
2018 1° trim.	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
2° trim.	2,2	1,6	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,6	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.461,6	159,5	1.901,3	468,0	1.784,9	433,5	470,2	1.078,0	1.031,0	1.805,1	330,2	1.072,6
2016	9.715,8	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,3	1.849,8	337,2	1.111,7
2017	10.048,5	171,3	2.032,8	512,8	1.916,8	469,4	455,8	1.129,7	1.118,5	1.897,1	344,2	1.157,3
2017 3° trim.	2.528,4	43,1	513,4	129,3	482,2	118,4	113,5	283,8	281,6	476,4	86,5	290,0
4° trim.	2.551,2	43,5	520,2	131,5	486,3	119,1	114,0	285,3	284,8	479,6	86,8	292,7
2018 1° trim.	2.568,1	42,9	518,9	134,1	489,9	120,5	114,4	287,5	289,2	483,1	87,5	296,4
2° trim.	2.589,9	42,5	522,0	136,3	494,7	122,0	114,0	289,7	292,5	488,5	87,7	300,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,3	1,5	0,5	0,5	1,7	-0,1	0,4	0,7	0,4	0,4	0,3
4° trim.	0,7	0,6	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,1	0,5
2018 1° trim.	0,4	0,9	-0,7	0,9	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,5	0,1	0,3
2° trim.	0,4	-0,4	0,4	0,7	0,6	1,5	0,3	0,1	0,8	0,2	0,0	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,8	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 3° trim.	2,8	0,7	4,5	3,5	3,5	4,6	-0,7	1,4	4,4	1,2	1,1	2,3
4° trim.	2,8	2,4	3,9	4,3	3,4	3,8	-0,2	1,3	4,5	1,2	1,1	2,0
2018 1° trim.	2,5	1,6	3,1	3,9	2,8	4,8	0,0	1,5	3,5	1,6	1,1	1,6
2° trim.	2,2	1,4	2,4	3,3	2,6	5,3	0,1	1,3	3,3	1,4	0,6	1,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 3° trim.	2,8	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
4° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 1° trim.	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2° trim.	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	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>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,6	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2017 3° trim.	1,7	2,1	-0,7	-1,4	1,4	1,9	1,8	2,9	-1,3	1,4	3,1	1,3	2,2
4° trim.	1,6	2,0	-0,7	-1,2	1,4	2,5	1,5	3,0	-1,5	1,6	3,4	1,3	1,2
2018 1° trim.	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,5	2,1	1,5	2,5	-0,9	1,7	3,2	1,3	0,5
2° trim.	1,5	1,8	-0,5	-0,5	1,5	2,6	1,3	2,4	-0,8	1,6	3,1	1,2	0,5
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 3° trim.	1,8	2,3	-0,4	-0,9	1,8	2,0	2,0	3,0	-1,0	1,8	3,4	1,3	1,8
4° trim.	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,1	3,5	1,5	3,0	-1,7	3,6	3,7	1,3	0,7
2018 1° trim.	1,5	2,1	-0,9	-0,9	1,8	2,2	1,3	2,4	-1,0	3,0	3,2	1,2	0,2
2° trim.	1,8	2,4	-0,7	0,0	2,0	2,7	1,2	2,9	-0,4	1,7	3,7	1,5	1,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	-0,2	-0,6
2017 3° trim.	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,3
4° trim.	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,0	0,0	0,0	-0,2	2,0	0,2	0,0	-0,4
2018 1° trim.	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	-0,3
2° trim.	0,3	0,6	-0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	0,5	0,4	0,0	0,5	0,3	0,9

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,730	4,6	17,469	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,261	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,766	9,1	4,4	12,097	8,1	2,669	18,8	7,638	8,7	7,128	9,5	1,9
2017 3° trim.	163,344	4,0	14,621	9,0	4,2	11,980	8,1	2,641	18,5	7,582	8,6	7,039	9,3	1,9
4° trim.	163,133	3,9	14,203	8,7	4,2	11,641	7,8	2,562	18,0	7,322	8,4	6,881	9,1	2,0
2018 1° trim.	162,591	4,0	13,933	8,5	4,2	11,435	7,7	2,498	17,5	7,187	8,2	6,746	8,9	2,1
2° trim.	163,179	3,9	13,496	8,3	3,9	11,076	7,4	2,420	17,0	6,957	7,9	6,539	8,7	2,1
2018 mar.	-	-	13,790	8,4	-	11,327	7,6	2,463	17,3	7,107	8,1	6,683	8,9	-
apr.	-	-	13,647	8,4	-	11,195	7,5	2,452	17,2	7,042	8,0	6,605	8,7	-
mag.	-	-	13,427	8,2	-	11,022	7,4	2,405	16,9	6,919	7,9	6,507	8,6	-
giu.	-	-	13,414	8,2	-	11,012	7,4	2,402	16,9	6,909	7,9	6,505	8,6	-
lug.	-	-	13,322	8,2	-	10,952	7,4	2,370	16,7	6,875	7,8	6,446	8,5	-
ago.	-	-	13,220	8,1	-	10,854	7,3	2,367	16,6	6,827	7,8	6,393	8,5	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,4	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,7	3,9	1,4	1,3	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 4° trim.	4,1	4,8	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,9	9,5	2,0	0,8	3,0	0,1	6,3
2018 1° trim.	3,2	3,5	3,1	4,4	2,5	0,9	2,6	6,5	1,6	1,6	1,8	0,2	5,3
2° trim.	2,4	2,9	2,0	4,4	2,2	-2,3	2,7	3,8	1,7	1,1	2,3	0,8	3,2
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4
2018 apr.	1,9	2,2	1,0	4,3	1,1	-1,7	1,5	4,0	1,8	-0,3	3,8	0,9	2,7
mag.	2,8	3,3	2,8	4,2	3,1	-2,1	2,2	4,5	1,6	2,0	1,6	0,3	2,8
giu.	2,6	3,2	2,1	4,8	2,2	-3,1	3,4	3,0	1,5	1,8	1,4	1,2	3,9
lug.	0,3	0,6	0,1	1,7	-0,3	-1,8	2,2	2,0	1,0	1,0	1,0	-0,6	7,8
ago.	0,9	1,1	-0,4	1,3	2,6	-0,3	2,5	1,6	1,8	0,9	2,9	-0,3	30,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-21,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 apr.	-0,6	0,0	-0,5	2,6	-1,4	-5,8	1,5	-0,6	0,0	-1,3	2,0	-0,2	-1,1
mag.	1,4	1,6	1,8	0,7	2,5	0,3	0,3	1,8	0,3	1,3	-0,8	0,3	2,1
giu.	-0,7	-0,8	-0,5	-1,9	-0,9	0,1	0,7	-1,9	0,4	0,5	0,1	1,1	0,0
lug.	-0,7	-0,7	-1,0	1,0	-1,3	0,7	-0,1	-1,0	-0,6	-1,0	-0,1	-1,5	2,3
ago.	1,0	0,9	0,4	1,4	1,6	1,9	-0,5	2,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,6	19,7
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-37,4

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 4° trim.	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 1° trim.	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2° trim.	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
3° trim.	111,5	5,4	.	-1,8	6,7	1,7	14,8	.	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 mag.	112,5	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
giu.	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
lug.	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
ago.	111,6	5,6	-	-1,9	6,4	1,9	14,4	-	54,6	54,7	54,4	54,5
set.	110,9	4,7	-	-2,9	8,3	2,7	14,6	-	53,2	52,7	54,7	54,1
ott.	.	.	-	-2,7	.	.	.	-	52,1	51,2	53,3	52,7

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

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

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2017 3° trim.	988,9	879,9	109,0	569,6	478,9	215,4	188,1	176,2	147,6	27,7	65,4	7,0	11,2
4° trim.	1.001,8	905,8	96,0	583,3	494,3	218,8	187,8	170,5	160,7	29,3	63,1	12,1	10,5
2018 1° trim.	994,7	888,8	105,8	577,4	491,6	216,9	187,4	172,3	150,9	28,1	58,9	9,0	6,4
2° trim.	1.019,4	925,4	94,0	583,9	505,1	218,1	189,8	190,1	166,5	27,2	63,9	8,0	6,6
2018 mar.	333,2	297,8	35,4	192,0	163,0	72,7	63,0	58,7	49,2	9,7	22,5	3,9	3,0
apr.	337,9	302,7	35,2	192,0	165,7	72,5	63,3	64,2	52,5	9,1	21,2	2,4	2,3
mag.	334,8	304,0	30,7	193,0	168,0	72,5	63,2	60,2	52,8	9,2	20,0	2,6	2,3
giu.	346,7	318,7	28,0	198,9	171,4	73,1	63,3	65,8	61,3	8,9	22,7	3,1	2,1
lug.	328,6	309,2	19,5	192,1	173,4	73,1	62,9	54,3	50,0	9,0	22,9	2,7	1,7
ago.	333,2	309,3	23,9	196,6	175,0	72,7	64,0	54,5	47,7	9,3	22,6	2,7	1,7
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 ago.	4.009,1	3.629,7	379,5	2.326,3	1.999,5	871,8	754,7	698,8	621,8	112,2	253,6	36,7	30,9
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 ago.	35,1	31,8	3,3	20,4	17,5	7,6	6,6	6,1	5,4	1,0	2,2	0,3	0,3

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 11	Settore petrolifero 12		
2017 3° trim.	6,0	8,1	547,0	257,0	114,7	164,3	460,3	485,6	272,9	80,8	123,2	354,6	48,5
4° trim.	6,1	7,7	561,6	268,2	116,1	166,9	471,3	501,1	285,3	81,5	125,5	360,7	58,7
2018 1° trim.	2,1	2,0	560,8	270,2	113,7	167,8	469,5	504,2	291,4	81,4	123,5	357,6	65,1
2° trim.	4,3	5,7	566,4	271,0	117,0	166,8	473,5	515,3	301,3	79,3	126,5	363,0	65,6
2018 mar.	-3,2	-1,9	186,4	88,6	38,0	56,7	156,7	167,3	96,2	27,3	41,4	118,9	20,4
apr.	8,2	8,1	187,3	88,9	39,3	55,3	156,5	169,4	98,3	26,0	42,5	119,7	21,1
mag.	-0,8	0,7	187,9	90,3	38,1	54,8	157,4	171,3	99,6	26,7	42,0	122,0	21,5
giu.	6,0	8,7	191,2	91,8	39,6	56,7	159,7	174,6	103,4	26,6	42,1	121,3	23,0
lug.	9,3	13,4	189,2	91,5	38,6	55,4	155,9	176,6	103,2	28,2	42,1	123,8	22,6
ago.	5,6	8,5	193,1	.	.	.	160,4	176,5	.	.	.	121,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 3° trim.	3,7	3,8	123,8	121,7	124,8	128,3	124,1	114,2	113,9	115,8	114,2	117,8	100,0
4° trim.	4,5	4,1	126,3	125,6	125,8	130,4	126,7	114,8	114,8	113,7	115,7	118,6	105,6
2018 1° trim.	2,4	2,2	125,8	125,5	123,2	131,5	126,1	114,4	114,9	113,5	114,9	117,6	110,1
2° trim.	3,3	2,3	125,9	124,4	126,1	129,7	126,4	115,2	115,5	111,2	117,9	119,0	101,6
2018 feb.	2,3	2,8	124,1	124,3	122,3	128,3	124,4	113,6	114,5	111,8	113,0	116,8	110,2
mar.	2,6	-1,0	125,6	123,4	123,7	133,7	126,3	115,0	114,7	116,1	117,1	118,4	106,2
apr.	8,3	7,5	125,8	123,4	127,3	129,9	125,9	115,0	115,5	109,0	119,0	118,1	104,2
mag.	1,5	-1,8	125,3	124,6	123,5	127,2	126,1	115,7	115,2	113,5	118,0	120,9	99,1
giu.	3,7	1,8	126,8	125,1	127,4	132,0	127,4	114,9	115,9	111,0	116,6	118,0	101,4
lug.	6,3	6,1	124,8	124,3	124,1	127,6	123,9	115,7	115,4	117,0	115,6	120,1	99,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2017 4° trim.	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,5	1,0	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2	
2018 1° trim.	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9	
2° trim.	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,6	0,8	0,8	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6	
3° trim.	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,5	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4	
2018 apr.	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6	
mag.	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,4	0,0	0,7	0,0	2,2	0,3	1,9	1,6	
giu.	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6	
lug.	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4	
ago.	103,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,1	0,1	0,4	0,0	0,5	0,0	2,0	2,3	
set.	104,3	2,1	0,9	2,7	1,3	0,2	0,0	0,7	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 4° trim.	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 1° trim.	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2° trim.	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3
3° trim.	2,5	2,3	2,8	2,8	0,4	9,4	1,1	1,1	1,4	-0,8	1,9	1,3
2018 apr.	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2
mag.	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3
giu.	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3
lug.	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4
ago.	2,4	2,4	2,5	2,7	0,3	9,2	1,1	1,1	1,6	-0,8	1,8	1,2
set.	2,6	2,2	3,2	2,7	0,3	9,5	1,1	1,1	1,3	-1,2	1,9	1,3

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ²⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,3	1,7	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1
2017 3° trim.	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	3,7	5,7
4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,4	3,9	6,6
2018 1° trim.	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,3	.
2° trim.	103,2	2,8	2,7	1,4	2,5	1,0	0,4	0,2	0,5	6,8	2,3	4,1	.
2018 mar.	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-
apr.	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,4	3,5	-	-	-
mag.	103,3	3,0	2,9	1,4	2,5	1,0	0,4	0,1	0,5	7,6	-	-	-
giu.	103,7	3,6	3,4	1,6	3,0	1,1	0,2	0,0	0,5	9,3	-	-	-
lug.	104,4	4,3	3,4	1,7	3,2	1,1	0,1	-0,2	0,6	11,9	-	-	-
ago.	104,7	4,2	3,2	1,5	3,2	.	0,1	-0,3	0,6	12,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

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

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	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,3	-7,4	-10,3	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,3	1,5	1,9	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017 4° trim.	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-2,6	-9,5	4,6	0,0	-5,3	6,3
2018 1° trim.	108,9	1,4	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
2° trim.	109,4	1,3	1,7	1,4	1,8	1,9	1,1	1,9	62,6	1,6	-6,6	9,6	1,1	-7,1	10,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	64,8	0,9	-5,1	6,5	2,8	-1,6	7,9
2018 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,1	0,1	-5,2	-11,1	1,5
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	4,1	-4,7	12,6	3,2	-5,8	13,8
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,0	-4,8	16,8	5,6	-4,4	17,8
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,2	-6,8	9,3	2,3	-4,6	10,9
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,0	-2,5	6,1	4,4	1,2	7,7
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	-0,6	-5,9	4,1	1,9	-1,2	5,2

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
1999-14	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 4° trim.	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 1° trim.	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2° trim.	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
3° trim.	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	52,8
2018 mag.	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,8
giu.	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
lug.	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
ago.	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7
set.	11,6	7,2	8,4	11,9	22,6	63,6	59,1	55,7	52,8
ott.	.	.	.	.	.	65,1	58,6	54,9	52,8

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,1	1,6	1,9	0,7	1,5	1,6	1,5
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,6	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
2017 3° trim.	103,8	1,8	1,7	2,0	2,1	1,1	1,5
4° trim.	114,0	1,5	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
2018 1° trim.	102,6	2,1	1,8	2,8	2,3	1,5	1,8
2° trim.	113,7	2,2	1,9	2,9	2,5	1,6	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2015	104,6	0,4	0,4	-1,5	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,2
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,2	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,9
2017 3° trim.	106,1	0,5	0,0	-1,7	-0,8	0,2	1,0	-0,7	3,8	2,2	1,4	1,7
4° trim.	106,4	0,8	-1,3	-0,6	-0,1	-0,1	1,5	-1,2	4,3	2,2	1,7	1,6
2018 1° trim.	106,9	1,1	0,5	0,1	-0,5	0,7	0,6	0,7	3,4	2,2	1,5	1,6
2° trim.	107,6	1,6	0,9	1,5	0,7	0,9	0,0	0,9	3,7	2,7	1,9	2,5
Redditi per occupato												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 3° trim.	111,3	1,6	2,0	1,3	0,8	1,9	2,7	-0,2	3,8	3,4	1,4	0,7
4° trim.	112,1	1,8	2,3	1,9	1,6	1,8	2,3	0,0	4,1	3,2	1,6	1,6
2018 1° trim.	112,6	1,9	2,8	1,6	1,2	2,0	2,8	1,7	3,3	2,4	1,8	2,3
2° trim.	113,4	2,3	2,8	2,3	1,5	2,3	2,8	1,8	3,3	2,9	2,2	2,6
Produttività del lavoro per occupato												
2015	103,3	1,0	0,9	3,5	0,7	0,9	2,0	0,3	-0,4	0,2	-0,3	0,6
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5
2017 3° trim.	104,9	1,1	2,1	3,1	1,6	1,7	1,7	0,6	0,0	1,2	-0,1	-1,0
4° trim.	105,3	1,1	3,6	2,5	1,8	1,9	0,8	1,3	-0,2	1,0	-0,1	-0,1
2018 1° trim.	105,3	0,9	2,4	1,6	1,7	1,3	2,2	1,0	-0,2	0,3	0,4	0,7
2° trim.	105,4	0,7	1,9	0,9	0,7	1,4	2,8	0,9	-0,4	0,2	0,2	0,1
Redditi per ora lavorata												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 3° trim.	112,5	1,3	0,4	0,9	0,1	1,7	2,3	-0,5	3,0	2,8	1,4	0,8
4° trim.	113,2	1,4	1,4	1,1	0,7	1,6	2,0	0,1	1,8	2,6	1,4	1,7
2018 1° trim.	113,7	1,8	2,8	1,3	0,7	2,1	2,8	1,8	2,0	2,1	1,8	2,0
2° trim.	114,2	1,7	0,8	1,8	0,9	2,0	2,2	1,3	2,7	2,2	1,9	0,8
Produttività per ora lavorata												
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,2	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1
2017 3° trim.	106,6	1,0	1,6	2,6	1,5	1,5	1,5	0,3	-0,4	0,9	-0,1	-0,7
4° trim.	107,1	0,9	3,1	1,8	0,7	1,9	0,8	1,5	-2,2	0,8	-0,2	0,3
2018 1° trim.	107,1	0,9	2,5	1,3	1,6	1,5	2,4	1,0	-1,5	0,2	0,4	0,9
2° trim.	106,9	0,4	1,4	0,3	0,5	1,4	2,3	0,5	-0,4	-0,4	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											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2		4	5								
Consistenze												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,5	6.083,9	7.159,4	1.329,8	2.221,2	3.551,0	10.710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11.395,7
2017	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,1
2017 4° trim.	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,1
2018 1° trim.	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
2° trim.	1.133,3	6.906,3	8.039,6	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,8	73,9	509,1	67,7	650,8	12.143,6
3° trim. ^(p)	1.151,8	7.017,1	8.168,9	1.123,1	2.285,1	3.408,2	11.577,1	70,7	492,5	57,9	621,1	12.198,2
2018 apr.	1.122,2	6.758,9	7.881,1	1.158,9	2.263,4	3.422,3	11.303,4	77,4	510,9	75,2	663,5	11.966,9
mag.	1.128,3	6.850,3	7.978,6	1.163,1	2.265,3	3.428,4	11.407,0	71,3	503,6	65,1	640,0	12.047,0
giu.	1.133,3	6.906,3	8.039,6	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,8	73,9	509,1	67,7	650,8	12.143,6
lug.	1.136,5	6.915,1	8.051,6	1.158,9	2.277,5	3.436,4	11.488,0	67,0	510,5	65,2	642,7	12.130,6
ago.	1.143,8	6.937,5	8.081,3	1.139,6	2.281,4	3.421,0	11.502,3	71,2	503,5	68,8	643,5	12.145,8
set. ^(p)	1.151,8	7.017,1	8.168,9	1.123,1	2.285,1	3.408,2	11.577,1	70,7	492,5	57,9	621,1	12.198,2
Transazioni												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,1	624,7	-112,3	36,3	-76,0	548,7	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	522,6
2017 4° trim.	7,2	108,9	116,1	-21,6	9,9	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 1° trim.	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,1	-7,6	85,7
2° trim.	19,9	149,6	169,5	8,6	10,6	19,2	188,7	-0,9	3,7	-8,6	-5,8	182,9
3° trim. ^(p)	17,5	109,0	126,5	-60,6	15,3	-45,3	81,2	-3,3	-16,8	-9,2	-29,3	51,9
2018 apr.	8,8	9,5	18,3	-13,3	4,9	-8,4	9,9	3,0	5,1	0,1	8,2	18,1
mag.	6,2	84,8	90,9	1,3	1,5	2,9	93,8	-6,6	-7,2	-11,0	-24,9	68,9
giu.	5,0	55,3	60,3	20,6	4,1	24,7	85,0	2,6	5,8	2,4	10,9	95,9
lug.	2,1	9,7	11,8	-23,5	7,7	-15,8	-4,0	-6,8	1,1	-2,3	-8,0	-12,0
ago.	7,3	20,8	28,1	-20,0	3,9	-16,0	12,1	4,1	-7,0	3,6	0,8	12,9
set. ^(p)	8,0	78,5	86,5	-17,1	3,6	-13,5	73,0	-0,6	-10,9	-10,5	-22,0	51,0
Variazioni percentuali												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 4° trim.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 1° trim.	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
2° trim.	3,5	8,2	7,5	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,2	-0,9	-14,7	-1,9	4,5
3° trim.	4,2	7,3	6,8	-7,8	1,9	-1,5	4,2	2,2	-7,2	-29,1	-8,9	3,5
2018 apr.	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,6	-5,5	-1,3	3,8
mag.	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-3,1	-20,8	-5,3	4,0
giu.	3,5	8,2	7,5	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,2	-0,9	-14,7	-1,9	4,5
lug.	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,5	-16,7	-3,3	4,0
ago.	3,9	6,8	6,4	-7,6	1,8	-1,5	3,9	-2,6	-3,3	-10,0	-4,0	3,4
set. ^(p)	4,2	7,3	6,8	-7,8	1,9	-1,5	4,2	2,2	-7,2	-29,1	-8,9	3,5

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													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,5	1.617,4	296,5	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2017 4° trim.	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2018 1° trim.	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
2° trim.	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,2	220,7	425,9
3° trim. ^(p)	2.325,8	1.894,7	266,9	157,5	6,7	6.539,9	3.945,5	525,6	2.067,8	1,1	982,1	210,1	437,9
2018 apr.	2.270,1	1.837,6	269,5	155,4	7,7	6.406,2	3.815,3	539,4	2.049,7	1,8	953,1	211,5	417,7
mag.	2.296,2	1.863,5	269,9	156,2	6,7	6.432,8	3.843,0	536,6	2.051,9	1,3	985,1	217,7	418,1
giu.	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,2	220,7	425,9
lug.	2.296,0	1.861,4	271,1	156,1	7,4	6.490,7	3.893,6	532,8	2.062,5	1,8	990,4	216,5	424,8
ago.	2.301,6	1.869,6	268,1	157,4	6,5	6.513,0	3.918,8	527,9	2.064,5	1,8	963,7	213,2	438,2
set. ^(p)	2.325,8	1.894,7	266,9	157,5	6,7	6.539,9	3.945,5	525,6	2.067,8	1,1	982,1	210,1	437,9
Transazioni													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	53,9	5,9	26,9
2017 4° trim.	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,4	2,2	-8,9
2018 1° trim.	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
2° trim.	32,5	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,9	10,9	12,3
3° trim. ^(p)	26,7	37,7	-11,9	1,0	-0,1	77,1	75,4	-10,4	12,0	0,0	-44,6	-10,6	11,9
2018 apr.	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
mag.	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,1	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
giu.	1,6	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	40,1	3,2	7,7
lug.	-1,6	5,3	-7,2	-0,3	0,5	28,2	23,6	-3,0	6,8	0,7	-34,4	-4,1	-1,1
ago.	4,7	7,7	-3,4	1,3	-0,9	21,9	25,0	-5,0	1,9	0,0	-27,8	-3,4	13,4
set. ^(p)	23,5	24,6	-1,4	0,0	0,2	26,9	26,8	-2,4	3,3	-0,7	17,6	-3,1	-0,5
Variazioni percentuali													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 4° trim.	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 1° trim.	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
2° trim.	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,7	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
3° trim. ^(p)	4,5	6,8	-7,4	-0,7	27,6	4,6	8,4	-10,0	1,9	-46,0	0,8	5,0	4,4
2018 apr.	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,5	7,2	5,0
mag.	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
giu.	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,7	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
lug.	4,5	6,8	-6,8	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,7	3,7
ago.	4,0	6,2	-7,2	-0,7	13,3	4,5	8,5	-10,6	1,9	-11,0	-2,2	7,5	5,0
set. ^(p)	4,5	6,8	-7,4	-0,7	27,6	4,6	8,4	-10,0	1,9	-46,0	0,8	5,0	4,4

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												
2015	3.901,4	1.113,6	2.785,4	12.599,6	10.509,4	10.804,8	4.285,9	5.310,8	789,0	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,8	1.083,6	3.297,1	12.877,2	10.707,8	10.978,8	4.310,1	5.449,0	836,0	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.111,7	10.870,0	11.167,0	4.324,9	5.598,1	838,3	108,7	1.440,1	801,5
2017 4° trim.	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.111,7	10.870,0	11.167,0	4.324,9	5.598,1	838,3	108,7	1.440,1	801,5
2018 1° trim.	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.195,0	10.944,6	11.233,4	4.344,9	5.631,8	855,8	112,0	1.466,4	784,0
2° trim.	4.600,1	1.017,9	3.568,0	13.278,5	10.992,0	11.330,3	4.354,2	5.659,7	857,8	120,3	1.499,6	787,0
3° trim. ^(p)	4.631,7	1.004,9	3.612,7	13.362,4	11.062,7	11.396,4	4.394,6	5.698,8	844,5	124,8	1.514,4	785,3
2018 apr.	4.594,5	1.021,6	3.559,0	13.251,1	10.963,1	11.256,5	4.358,7	5.644,5	842,1	117,9	1.484,2	803,8
mag.	4.576,7	1.023,2	3.539,3	13.300,4	11.008,4	11.302,2	4.384,5	5.650,5	852,9	120,6	1.490,5	801,5
giu.	4.600,1	1.017,9	3.568,0	13.278,5	10.992,0	11.330,3	4.354,2	5.659,7	857,8	120,3	1.499,6	787,0
lug.	4.618,3	1.010,4	3.593,6	13.333,3	11.023,9	11.351,8	4.381,8	5.676,9	844,6	120,6	1.520,3	789,2
ago.	4.612,5	1.003,8	3.594,5	13.346,0	11.047,4	11.375,7	4.390,8	5.691,9	844,7	119,9	1.519,2	779,4
set. ^(p)	4.631,7	1.004,9	3.612,7	13.362,4	11.062,7	11.396,4	4.394,6	5.698,8	844,5	124,8	1.514,4	785,3
Transazioni												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-12,7	97,3	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,8	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0
2017	290,6	-43,1	333,1	360,5	272,1	314,3	82,1	172,9	20,7	-3,7	64,2	24,2
2017 4° trim.	90,1	-15,8	105,8	87,5	74,9	92,1	33,3	48,2	-3,5	-3,2	5,9	6,8
2018 1° trim.	-39,9	-10,2	-29,7	115,7	101,9	97,7	39,7	39,1	19,7	3,4	28,9	-15,1
2° trim.	35,9	-4,3	39,8	88,6	52,7	105,7	11,8	35,9	-3,2	8,1	33,6	2,3
3° trim. ^(p)	58,3	-12,8	71,4	100,5	86,3	83,4	48,9	46,9	-13,9	4,4	16,0	-1,8
2018 apr.	-4,0	-0,1	-3,9	45,8	13,6	17,7	13,5	12,1	-17,8	5,8	17,6	14,6
mag.	25,8	1,1	24,3	56,2	48,4	51,7	26,6	11,2	7,9	2,6	6,3	1,5
giu.	14,1	-5,4	19,4	-13,5	-9,3	36,2	-28,4	12,6	6,7	-0,2	9,7	-13,8
lug.	26,4	-6,0	32,4	57,4	36,8	26,2	29,8	19,3	-12,4	0,2	20,8	-0,2
ago.	18,3	-6,7	25,1	15,4	23,1	22,9	10,1	14,4	-0,8	-0,7	0,0	-7,7
set. ^(p)	13,6	-0,1	14,0	27,7	26,4	34,3	9,0	13,3	-0,8	4,9	-4,7	6,1
Variazioni percentuali												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,1
2017 4° trim.	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,1
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
2° trim.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,8	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,9	-1,3
3° trim. ^(p)	3,2	-4,1	5,4	3,0	2,9	3,4	3,1	3,1	-0,1	11,4	5,9	-1,0
2018 apr.	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,8	3,7	5,2	1,8
mag.	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,0	3,8	8,1	4,6	2,0
giu.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,8	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,9	-1,3
lug.	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	2,9	3,3	1,5	5,6	5,1	-1,1
ago.	3,3	-4,4	5,6	3,0	2,9	3,4	3,0	3,1	0,8	4,5	6,1	-1,8
set. ^(p)	3,2	-4,1	5,4	3,0	2,9	3,4	3,1	3,1	-0,1	11,4	5,9	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro 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⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2015	4.285,9	4.268,5	1.041,5	760,8	2.483,6	5.310,8	5.643,8	595,9	3.949,4	765,5
2016	4.310,1	4.309,7	1.001,9	796,5	2.511,7	5.449,0	5.728,9	615,9	4.083,2	749,9
2017	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,5	5.598,1	5.865,9	653,1	4.217,0	728,1
2017 4° trim.	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,5	5.598,1	5.865,9	653,1	4.217,0	728,1
2018 1° trim.	4.344,9	4.381,9	1.001,5	819,8	2.523,6	5.631,8	5.905,2	662,8	4.243,3	725,7
2° trim.	4.354,2	4.423,1	986,4	827,4	2.540,4	5.659,7	5.941,3	669,9	4.274,8	715,0
3° trim. ^(p)	4.394,6	4.459,8	997,7	837,2	2.559,8	5.698,8	5.976,5	675,4	4.310,5	712,9
2018 apr.	4.358,7	4.395,1	1.004,9	821,5	2.532,3	5.644,5	5.919,1	668,2	4.251,1	725,1
mag.	4.384,5	4.417,1	1.012,6	823,9	2.548,0	5.650,5	5.927,8	670,1	4.258,3	722,2
giu.	4.354,2	4.423,1	986,4	827,4	2.540,4	5.659,7	5.941,3	669,9	4.274,8	715,0
lug.	4.381,8	4.443,2	997,4	832,6	2.551,7	5.676,9	5.955,5	675,1	4.286,6	715,2
ago.	4.390,8	4.450,8	998,1	835,5	2.557,3	5.691,9	5.969,8	676,8	4.301,0	714,2
set. ^(p)	4.394,6	4.459,8	997,7	837,2	2.559,8	5.698,8	5.976,5	675,4	4.310,5	712,9
Transazioni										
2015	-12,7	24,5	-60,8	32,1	16,1	97,3	75,5	21,2	80,2	-4,1
2016	82,4	99,5	-15,8	44,0	54,3	119,7	113,8	23,5	105,4	-9,3
2017	82,1	131,5	0,4	37,1	44,6	172,9	165,7	43,9	134,2	-5,2
2017 4° trim.	33,3	56,1	3,0	10,8	19,5	48,2	45,8	11,6	36,8	-0,2
2018 1° trim.	39,7	38,2	30,0	4,9	4,8	39,1	45,8	11,7	26,8	0,6
2° trim.	11,8	45,3	-15,6	10,3	17,0	35,9	44,4	11,2	30,8	-6,0
3° trim. ^(p)	48,9	44,7	14,7	11,6	22,6	46,9	45,3	7,7	38,4	0,8
2018 apr.	13,5	13,0	3,4	1,5	8,7	12,1	13,5	4,6	8,0	-0,5
mag.	26,6	25,2	6,0	5,3	15,4	11,2	14,5	5,3	6,2	-0,3
giu.	-28,4	7,2	-24,9	3,6	-7,0	12,6	16,4	1,3	16,6	-5,3
lug.	29,8	21,2	12,2	6,0	11,6	19,3	16,9	5,7	12,6	0,9
ago.	10,1	8,2	0,7	3,0	6,4	14,4	13,7	2,1	13,4	-1,1
set. ^(p)	9,0	15,3	1,8	2,6	4,6	13,3	14,6	-0,1	12,4	1,0
Variazioni percentuali										
2015	-0,3	0,6	-5,5	4,4	0,7	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,6	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,0	4,7	1,8	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,7
2017 4° trim.	1,9	3,1	0,0	4,7	1,8	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,7
2018 1° trim.	2,2	3,2	2,5	4,4	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,5
2° trim.	2,5	4,0	1,2	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,3
3° trim. ^(p)	3,1	4,3	3,3	4,7	2,6	3,1	3,1	6,6	3,2	-0,7
2018 apr.	2,4	3,3	3,2	4,1	1,5	3,0	2,9	7,5	2,9	-0,4
mag.	2,8	3,7	3,4	4,7	1,9	3,0	2,9	7,2	3,1	-0,6
giu.	2,5	4,0	1,2	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,3
lug.	2,9	4,0	2,5	5,4	2,3	3,3	3,0	7,3	3,4	-0,8
ago.	3,0	4,1	2,7	5,4	2,4	3,1	3,1	7,0	3,2	-0,9
set. ^(p)	3,1	4,3	3,3	4,7	2,6	3,1	3,1	6,6	3,2	-0,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

(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	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze										
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,7	2.090,9	70,9	2.146,5	2.648,4	1.133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6.768,9	1.968,8	59,7	2.016,2	2.724,2	934,1	312,3	143,5	92,5
2017 4° trim.	356,5	6.768,9	1.968,8	59,7	2.016,2	2.724,2	934,1	312,3	143,5	92,5
2018 1° trim.	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,3	322,5	135,9	86,2
2° trim.	318,2	6.699,6	1.949,9	58,5	2.021,1	2.670,1	863,4	419,3	174,1	183,8
3° trim. ^(p)	416,5	6.696,4	1.935,1	56,8	2.048,4	2.656,1	889,4	427,7	177,3	183,0
2018 apr.	349,7	6.768,0	1.956,2	59,3	2.019,9	2.732,6	880,8	358,2	147,0	151,8
mag.	329,2	6.750,3	1.950,8	58,9	2.029,9	2.710,7	857,5	391,9	177,3	186,6
giu.	318,2	6.699,6	1.949,9	58,5	2.021,1	2.670,1	863,4	419,3	174,1	183,8
lug.	352,7	6.689,2	1.954,3	57,8	2.011,7	2.665,4	847,8	373,1	184,1	192,4
ago.	401,2	6.674,7	1.944,4	57,4	2.012,9	2.660,0	848,7	414,3	181,4	189,0
set. ^(p)	416,5	6.696,4	1.935,1	56,8	2.048,4	2.656,1	889,4	427,7	177,3	183,0
Transazioni										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-80,4	-84,7	-8,7	-70,4	83,4	-98,3	-64,4	-60,9	-27,6
2017 4° trim.	-8,9	-32,5	-17,8	-1,8	-10,5	-2,4	-76,1	-56,5	3,2	7,9
2018 1° trim.	-16,7	8,7	-16,3	-1,3	12,3	14,0	62,2	-60,2	-7,6	-6,3
2° trim.	-21,5	-26,0	-5,4	-0,9	-24,8	5,1	-65,8	76,7	16,4	19,4
3° trim. ^(p)	101,8	41,5	-15,0	-1,7	23,7	34,6	41,8	-5,5	3,2	-0,8
2018 apr.	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,1	12,9	-37,8	31,0	-10,6	-12,6
mag.	-20,5	-16,3	-7,7	-0,4	-6,8	-1,4	-52,8	2,9	30,3	34,7
giu.	-11,1	-16,6	-1,0	-0,4	-8,8	-6,4	24,7	42,8	-3,2	-2,8
lug.	34,4	12,3	4,9	-0,7	-5,5	13,6	-1,1	-48,0	10,0	8,6
ago.	48,4	-3,1	-10,4	-0,4	-2,0	9,7	-8,1	32,7	-2,6	-3,5
set. ^(p)	19,0	32,3	-9,6	-0,6	31,2	11,2	51,1	9,8	-4,1	-6,0
Variazioni percentuali										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 4° trim.	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 1° trim.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	5,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
3° trim. ^(p)	15,0	-0,1	-2,7	-9,4	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 apr.	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,4	-28,3
mag.	5,9	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
giu.	5,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
lug.	10,2	-0,8	-2,5	-10,4	-2,9	2,3	-	-	22,7	23,3
ago.	16,9	-0,8	-2,7	-9,8	-2,5	2,1	-	-	24,6	34,2
set. ^(p)	15,0	-0,1	-2,7	-9,4	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9

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
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 3° trim.	-1,1	.	.	.	.	1,0
4° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 1° trim.	-0,8	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,4

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 3° trim.	46,1	45,7	12,7	12,9	15,3	0,4	47,1	43,4	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
4° trim.	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 1° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,8
2° trim.	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	42,9	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	45,4	27,3	46,4	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	45,3	28,5	44,5	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	47,7	31,7	41,4	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	48,4	33,0	38,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 3° trim.	88,2	2,8	14,6	70,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Scadenze fino a 1 anno			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,6	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 2° trim.	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
3° trim.	13,0	11,3	3,7	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
4° trim.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 1° trim.	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2018 apr.	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
mag.	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
giu.	12,8	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
lug.	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,4	0,4	1,0
ago.	12,8	11,3	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
set.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2017 3° trim.	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	1,0	-3,1	-3,0	-2,5	1,5
4° trim.	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2018 1° trim.	-0,9	1,3	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,7	-2,2	2,5
2° trim.	-0,3	1,9	-0,2	-0,5	0,9	-2,7	-2,7	-1,8	3,0
Debito pubblico									
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2017 3° trim.	107,6	64,8	8,6	72,9	177,4	98,4	99,9	133,6	101,3
4° trim.	103,8	63,9	8,7	68,4	178,6	98,1	98,5	131,2	96,1
2018 1° trim.	106,8	62,7	8,5	69,3	180,3	98,7	99,4	132,9	93,4
2° trim.	106,3	61,5	8,3	69,1	179,7	98,1	99,1	133,1	104,0

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 3° trim.	0,1	0,9	1,9	2,9	1,0	-1,2	-2,4	-0,5	-1,5	-1,4
4° trim.	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 1° trim.	0,0	0,4	1,5	3,1	1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
2° trim.	0,2	0,7	1,6	3,9	1,9	0,1	-0,9	0,6	-0,6	-1,1
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 3° trim.	38,0	39,2	23,5	53,5	57,0	79,8	129,5	79,0	51,3	60,7
4° trim.	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 1° trim.	35,5	36,0	22,2	50,5	55,1	77,2	125,4	75,5	50,8	60,0
2° trim.	36,9	35,0	22,0	49,6	54,0	76,5	124,9	72,8	51,8	59,5

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2018**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 24 ottobre 2018.

ISSN 2363-3433 (online)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-007-IT-N (online)