

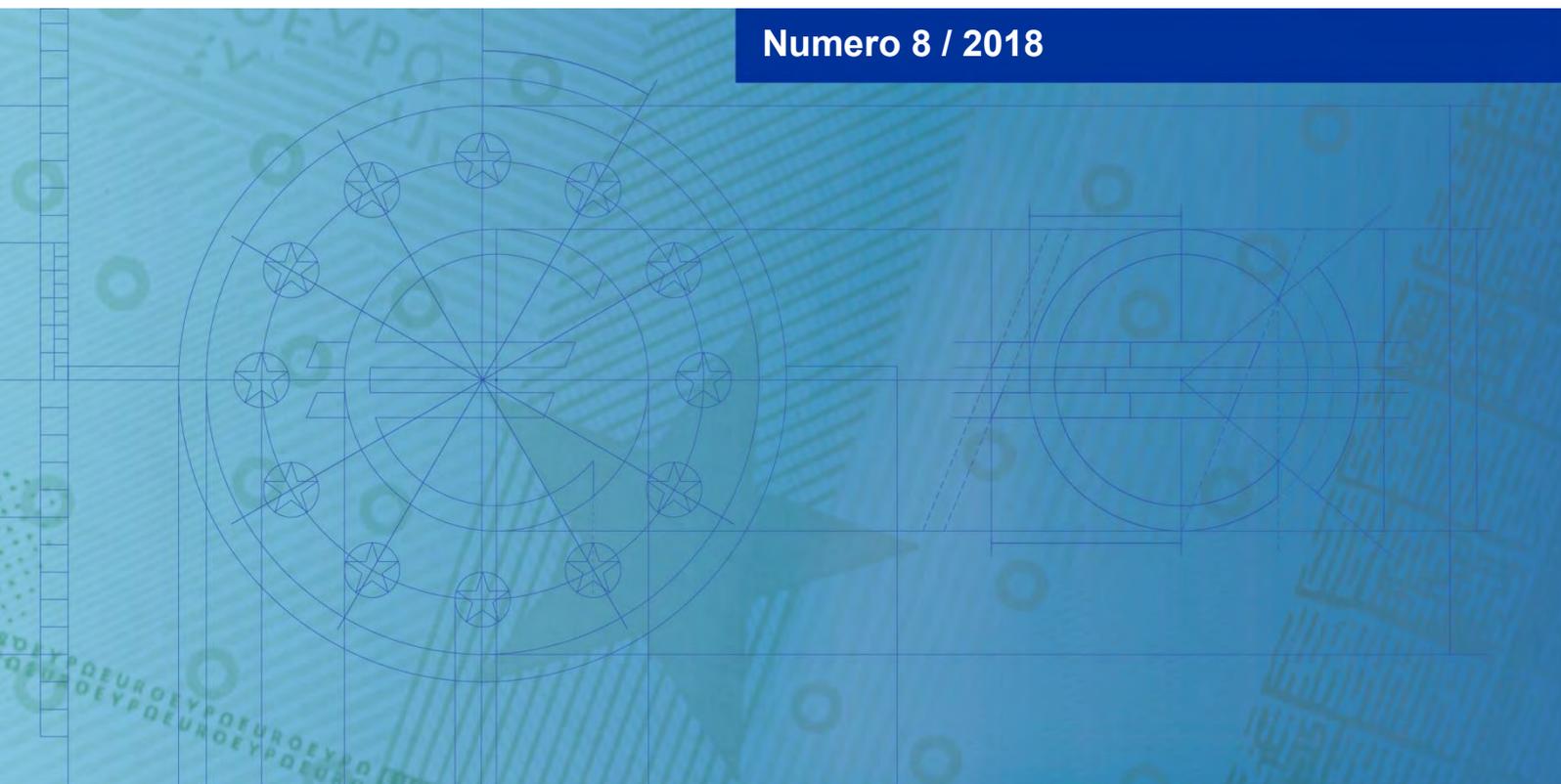


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2018



Indice

Andamenti economici e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	17
4 Prezzi e costi	22
5 Moneta e credito	29
6 Andamenti della finanza pubblica	36
Riquadri	39
1 Vulnerabilità dei mercati emergenti: un confronto con le precedenti crisi	39
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 1° agosto al 30 ottobre 2018	47
3 Analisi del rallentamento della crescita registrato nel 2018	53
4 Variazioni nella composizione che hanno contribuito alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa	57
5 Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro	62
6 Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2019	67
Statistiche	S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 13 dicembre, il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività a dicembre 2018, mantenendo invariati i tassi di riferimento della BCE e rafforzando le indicazioni prospettiche sui reinvestimenti. Benché le informazioni più recenti indichino un'evoluzione più debole rispetto alle attese, di riflesso a una domanda estera più contenuta ma anche ad alcuni fattori specifici a livello di paese e settore, il vigore di fondo della domanda interna continua a sostenere l'espansione dell'area dell'euro e il graduale incremento delle pressioni inflazionistiche. Ciò conferma la convinzione, da parte del Consiglio direttivo, che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli coerenti con l'obiettivo e che tale convergenza persista anche dopo la conclusione degli acquisti netti di attività. Allo stesso tempo permangono notevoli incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità nei mercati finanziari. Serve quindi ancora uno stimolo significativo da parte della politica monetaria per sostenere l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Le indicazioni prospettiche del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE, rafforzate dai reinvestimenti delle notevoli consistenze di attività acquistate, continuano a fornire il grado di accomodamento monetario necessario ad un aggiustamento durevole dell'inflazione verso l'obiettivo. In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto, ove opportuno, ad adeguare tutti i suoi strumenti per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello previsto.

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

Pur continuando a evidenziare una buona tenuta, l'attività economica mondiale è divenuta più disomogenea e mostra segnali di moderazione della propria dinamica. La maturazione del ciclo economico mondiale, il venir meno del sostegno fornito dalle politiche nelle economie avanzate e l'impatto delle tensioni sui dazi tra Stati Uniti e Cina gravano sull'attività mondiale. La crescita dell'interscambio mondiale ha registrato un lieve rallentamento e sono aumentate le incertezze riguardanti le future relazioni commerciali. Al contempo, pur mantenendosi accomodanti nelle economie avanzate, le condizioni finanziarie si sono irrigidite in alcuni mercati emergenti. In prospettiva, l'attività economica mondiale dovrebbe subire una decelerazione nel 2019 e mantenersi successivamente stabile. Con il ridursi della capacità produttiva inutilizzata, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero lentamente aumentare.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre 2018, i tassi a lungo termine privi di rischio sono diminuiti in un contesto caratterizzato da maggiore incertezza geopolitica e da un peggioramento delle prospettive

macroeconomiche. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mantenuti sostanzialmente stabili, a eccezione di quelli italiani che hanno evidenziato una notevole volatilità. Sebbene le aspettative sugli utili societari restino solide, la loro lieve revisione al ribasso, sommata alla rivalutazione del rischio, ha fatto scendere le quotazioni azionarie e obbligazionarie delle società dell'area dell'euro. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente indebolito su base ponderata per l'interscambio.

Nel terzo trimestre del 2018 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento nei due trimestri precedenti. I dati più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali rivelano una dinamica più moderata rispetto alle attese, di riflesso a un minore contributo della domanda estera e a fattori specifici a livello di paese e settore. Se da un lato alcuni di questi fattori verranno probabilmente meno, dall'altro in prospettiva è comunque possibile attendersi un ritmo di crescita lievemente inferiore. Nel contempo, la domanda interna, coadiuvata anche dall'orientamento di politica monetaria accomandante del Consiglio direttivo, continua a sostenere l'espansione economica nell'area dell'euro. Il vigore del mercato del lavoro, rispecchiato dai perduranti incrementi dell'occupazione e dall'aumento delle retribuzioni, continua a fornire supporto ai consumi privati. Inoltre, gli investimenti delle imprese beneficiano della domanda interna, delle condizioni di finanziamento favorevoli e del miglioramento dei bilanci. Gli investimenti nell'edilizia residenziale restano robusti. In aggiunta, ci si attende tuttora che l'espansione dell'attività mondiale prosegua, stimolando le esportazioni dell'area dell'euro, seppure in misura inferiore.

Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2018 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali dell'1,9 per cento nel 2018, dell'1,7 per cento nel 2019, dell'1,7 per cento nel 2020 e dell'1,5 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2018 dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste leggermente al ribasso per il 2018 e il 2019. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si possono tuttora ritenere sostanzialmente bilanciati. Nondimeno, nel complesso i rischi si stanno orientando al ribasso per effetto delle persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità nei mercati finanziari.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre 2018 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa al 2,0 per cento, dal 2,2 per cento di ottobre. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva diminuisca nei prossimi mesi. Le misure dell'inflazione di fondo restano in generale contenute, ma le pressioni interne sui costi continuano a divenire più forti e generalizzate a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro, che spingono l'incremento delle retribuzioni. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo aumenti nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla più vigorosa dinamica salariale.

Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,8 per cento nel 2018, dell'1,6 per cento nel 2019, dell'1,7 per cento nel 2020 e dell'1,8 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2018 dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state lievemente corrette al rialzo per il 2018 e al ribasso per il 2019. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dall'1,0 per cento del 2018 all'1,4, 1,6 e 1,8, rispettivamente, nel 2019, 2020 e 2021.

Nel mese di ottobre 2018 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un aumento, mentre continua lo spostamento verso fonti di creazione di moneta maggiormente in grado di alimentarsi autonomamente a seguito della riduzione degli acquisti mensili netti di attività nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). I prestiti al settore privato hanno continuato a crescere, confermandosi la principale determinante dell'espansione dell'aggregato monetario ampio; si sono tuttavia manifestati segnali di rallentamento, riconducibili, in prevalenza, ai prestiti alle società non finanziarie. Contemporaneamente, la raccolta bancaria e le condizioni di concessione dei prestiti si sono mantenute molto favorevoli. La trasmissione delle misure di politica monetaria poste in atto da giugno 2014 continua a sostenere in maniera significativa le condizioni di prestito per famiglie e imprese, l'accesso al finanziamento (in particolare per le piccole e medie imprese) e i flussi di credito nell'intera area dell'euro.

Secondo le proiezioni, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, diminuito significativamente nel 2018, dovrebbe aumentare lievemente nel corso del prossimo anno. Il calo del 2018 è stato principalmente dovuto alle condizioni cicliche favorevoli e alla riduzione della spesa per interessi. In base alle attese, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro in termini aggregati, sostanzialmente neutro nel 2018, dovrebbe subire un allentamento nel 2019 e nel 2020, per poi tornare in territorio neutro nel 2021.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha adottato le seguenti decisioni. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che i tassi 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 determinato che gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) terminino a dicembre 2018. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo ha rafforzato le indicazioni prospettiche sui reinvestimenti. In linea con questo approccio, il Consiglio intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un periodo di tempo prolungato dopo l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

1 Contesto esterno

Pur continuando a evidenziare una buona tenuta, l'attività economica mondiale è divenuta più disomogenea e mostra segnali di moderazione della propria dinamica. La maturazione del ciclo economico mondiale, il venir meno del sostegno fornito dalle politiche nelle economie avanzate e l'impatto delle tensioni sui dazi tra Stati Uniti e Cina gravano sull'attività mondiale. Le condizioni finanziarie, al contempo, si mantengono accomodanti nelle economie avanzate, mentre permangono rigide per alcuni mercati emergenti. La crescita dell'interscambio mondiale ha registrato un lieve rallentamento e sono aumentate le incertezze riguardanti le future relazioni commerciali. In prospettiva, l'attività economica mondiale dovrebbe subire una decelerazione nel 2019 e mantenersi stabile nei successivi due anni, al graduale diminuire del sostegno fornito dalle politiche economiche e al transitare della Cina verso un percorso di minore crescita. Con il ridursi della capacità produttiva inutilizzata, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero lentamente aumentare. I rischi per l'attività mondiale sono orientati verso il basso.

Attività economica e commercio a livello mondiale

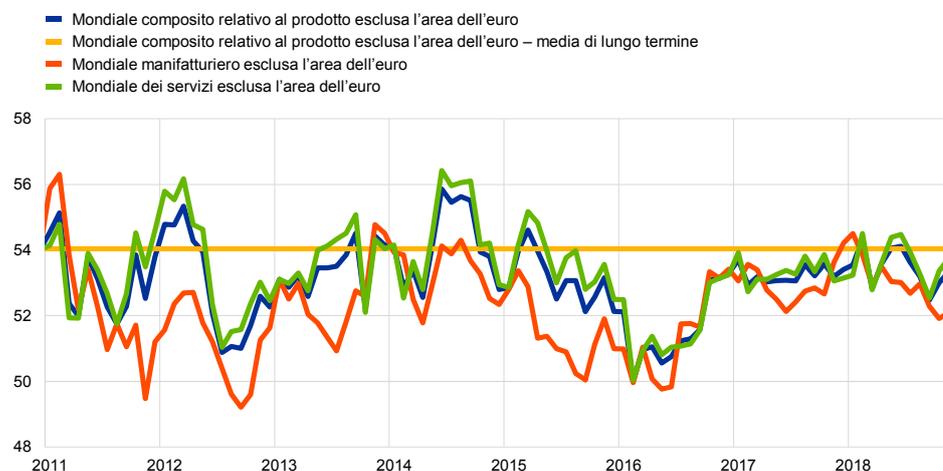
Mentre l'attività economica continua a evidenziare una buona tenuta, emergono segnali di moderazione della dinamica. Nel secondo trimestre del 2018 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmo costante, sostenuta dal recupero dell'attività in diverse economie avanzate, tra le quali gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone. Negli Stati Uniti il tasso di crescita del terzo trimestre continua a segnalare una buona tenuta dell'attività, mentre nel Regno Unito la crescita del PIL si è mostrata robusta, riflettendo in parte un aumento della spesa pubblica; nel medesimo periodo l'economia giapponese ha subito una contrazione, in larga parte riconducibile a fattori temporanei legati ai disastri naturali. Nelle economie di mercato emergenti (EME) i dati relativi alla crescita sono più contrastanti. Nel terzo trimestre l'attività economica ha mostrato una buona tenuta in Cina, ma si è notevolmente indebolita nelle economie emergenti che avevano registrato turbolenze finanziarie nella precedente parte dell'anno.

I risultati delle indagini suggeriscono che nel breve periodo tale attività subirà un rallentamento. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è in graduale diminuzione dagli inizi del 2018, principalmente a causa del protratto rallentamento dell'attività manifatturiera mondiale (cfr. grafico 1). Da gennaio a novembre il settore dei servizi ha ottenuto risultati migliori di quello manifatturiero, nonostante una certa volatilità evidenziata dai dati. La fiducia dei consumatori è recentemente diminuita, ancorché da livelli elevati.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Le condizioni finanziarie delle economie avanzate rimangono accomodanti, mentre nelle economie emergenti lo scenario è relativamente eterogeneo.

In Cina le condizioni finanziarie sono migliorate in seguito ai provvedimenti assunti dalla banca centrale della Repubblica Popolare Cinese in risposta al peggioramento delle prospettive per l'attività, in un contesto di squilibri interni e crescenti tensioni commerciali. Nelle economie emergenti più colpite dalle turbolenze estive sui mercati finanziari, tra le quali l'Argentina e la Turchia, le condizioni finanziarie permangono tuttavia rigide e gravano in misura significativa sulle prospettive per l'attività. Dai mesi estivi, in generale, la propensione al rischio a livello mondiale non è tornata ai livelli precedenti e gli investitori finanziari hanno penalizzato le economie emergenti che presentano squilibri significativi, un elevato fabbisogno di finanziamento esterno e scarsi margini di sostegno da parte delle politiche economiche. Un ulteriore aumento dei tassi di interesse statunitensi, di riflesso alla graduale normalizzazione della politica monetaria da parte del Federal Open Market Committee, associato al rafforzamento del dollaro, potrebbe indurre in futuro un maggiore irrigidimento delle condizioni finanziarie nelle economie emergenti.

Nel breve periodo l'attuale slancio congiunturale dovrebbe fornire sostegno all'attività mondiale.

Le economie avanzate continuano a beneficiare di politiche monetarie accomodanti e condizioni finanziarie favorevoli. Anche il considerevole stimolo fiscale prociclico negli Stati Uniti, che include la riduzione delle imposte e l'incremento della spesa, imprimerà slancio alla crescita mondiale nel contesto di un più ampio passaggio verso politiche di bilancio maggiormente espansive nelle economie avanzate.

In un orizzonte di più lungo periodo, le proiezioni indicano che l'attività economica mondiale subirebbe una decelerazione nel 2019 e si manterrebbe stabile nei due anni successivi. Ciò riflette le proiezioni relative a un rallentamento ciclico nelle economie avanzate e in Cina. L'output gap si è già annullato in molte

economie avanzate e nelle economie emergenti la capacità inutilizzata dovrebbe subire un calo nel medio periodo. L'intensificarsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina dovrebbe gravare sull'attività di entrambe le economie. Mentre l'impatto a livello mondiale continua a essere considerato relativamente contenuto, l'accresciuta incertezza che investe il futuro delle relazioni commerciali potrebbe influire negativamente sul clima di fiducia e sugli investimenti. È probabile, inoltre, che diminuisca gradualmente il sostegno fornito dalle politiche economiche. Per gli Stati Uniti, secondo lo scenario di base delle proiezioni, la spinta impressa alla crescita dalle misure di stimolo fiscale raggiungerà il massimo nel 2019; in Giappone tale stimolo dovrebbe esaurirsi già quest'anno. Negli Stati Uniti è previsto un inasprimento sul versante della politica monetaria, come evidenziato dagli attuali prezzi sul mercato finanziario; tale inasprimento dovrebbe contribuire a un lieve irrigidimento delle condizioni finanziarie mondiali. L'andamento atteso dell'attività mondiale riflette inoltre una ripresa in diverse economie emergenti, soprattutto in quelle interessate dalle recenti turbolenze sui mercati finanziari. Si prevede che, nel complesso, il ritmo dell'espansione mondiale si collochi su tassi inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria del periodo 2007-2008.

In relazione agli andamenti nei vari paesi, ci si attende che negli Stati Uniti l'attività economica continuerà a evidenziare capacità di tenuta nel breve termine.

La solidità del mercato del lavoro, i consistenti utili societari e le condizioni finanziarie ancora favorevoli dovrebbero sostenere la crescita. Lo stimolo fiscale prociclico continuerà a rafforzare le favorevoli prospettive di crescita nel prossimo anno, mentre il conflitto bilaterale con la Cina relativo agli scambi dovrebbe gravare in parte sull'attività e sugli investimenti. Le elezioni di metà mandato, inoltre, hanno generato una divisione nella composizione del Congresso, incrementando così le probabilità di uno stallo legislativo.

In Giappone l'attività dovrebbe segnare una ripresa nel breve periodo, ma, secondo le proiezioni, successivamente il ritmo dell'espansione economica rallenterebbe in misura graduale.

L'impatto negativo di una serie di disastri naturali ha gravato sull'attività nel terzo trimestre del 2018, sebbene si preveda una ripresa della crescita nel trimestre successivo. In prospettiva l'attività beneficerà dell'orientamento accomodante della politica monetaria, ma ci si attende che i crescenti vincoli di capacità agiscano da freno sulla crescita. Nel contesto di condizioni tese sul mercato del lavoro i salari registrano un moderato incremento che dovrebbe sostenere la spesa delle famiglie.

Per il Regno Unito le prospettive indicano una crescita moderata in presenza di una domanda interna che rimane contenuta.

L'attività inaspettatamente solida del terzo trimestre è stata sostenuta da diversi fattori transitori. L'elevata incertezza ha continuato tuttavia a gravare sugli investimenti delle imprese, che risultano in calo per il terzo trimestre consecutivo. Le prospettive a breve termine sono ancora soggette a un considerevole grado di incertezza a causa dell'imminente voto del Parlamento sull'accordo relativo all'uscita dall'UE.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale, la crescita del PIL dovrebbe rimanere solida nel breve periodo.

L'attività beneficia del sostegno fornito dagli ingenti investimenti collegati ai fondi della UE, dalla robusta spesa per consumi e dai

miglioramenti nel mercato del lavoro; nel medio termine, tuttavia, essa è destinata a una flessione verso il suo potenziale.

In Cina l'attività economica è rimasta robusta, favorita dalla solidità dei consumi, dal sostegno delle politiche pubbliche e dal vigore delle esportazioni, in parte riconducibile probabilmente all'anticipazione degli ordinativi in previsione dell'aumento dei dazi. Nel breve termine, tuttavia, il rallentamento del mercato dell'edilizia residenziale e gli effetti ritardati della precedente riduzione della leva finanziaria dovrebbero gravare sulla crescita. Si prevede inoltre che i nuovi dazi introdotti dal governo statunitense esercitino un impatto negativo sull'attività economica. Secondo le ipotesi, tuttavia, il loro effetto complessivo in Cina sarebbe relativamente contenuto in virtù delle misure di stimolo recentemente adottate. Nel medio termine i progressi registrati nell'attuazione delle riforme strutturali dovrebbero tradursi in un rallentamento controllato e un ribilanciamento dell'economia cinese.

In base alle previsioni l'attività economica dovrebbe rafforzarsi nei grandi paesi esportatori di materie prime. Ci si attende che in Russia prosegua la ripresa economica, sostenuta dal passato rincaro del petrolio e dalla crescita della domanda interna, in un contesto caratterizzato dall'aumento del reddito disponibile e del credito. Il recente calo dei corsi petroliferi comporta alcuni rischi al ribasso per le prospettive dell'economia russa. Nel medio periodo la crescita risulterebbe lievemente sospinta dal piano di spesa pluriennale recentemente annunciato. In Brasile l'attività economica dovrebbe subire un'accelerazione nel breve periodo, con l'attenuarsi dell'impatto connesso all'incertezza politica e alle interruzioni provocate dallo sciopero dei trasportatori. In un'ottica di più lungo termine, le migliori condizioni del mercato del lavoro e il protrarsi di una politica monetaria accomodante dovrebbero sostenere i consumi, a fronte di pressioni inflazionistiche che permangono su livelli contenuti.

La Turchia dovrebbe intraprendere un difficile percorso di aggiustamento nei mesi a venire. Nonostante la recente stabilizzazione della lira, le condizioni finanziarie restano tese. Ciò dovrebbe gravare sull'attività economica, insieme all'inflazione elevata e alle politiche monetarie e di bilancio procicliche.

Nel 2018 la crescita del commercio mondiale ha subito un'attenuazione dopo il forte slancio registrato nel 2017. Il volume delle importazioni mondiali di beni ha evidenziato una relativa volatilità. Dopo la stagnazione registrata nel secondo trimestre del 2018, il commercio è cresciuto dell'1,5 per cento nel terzo trimestre grazie alle maggiori importazioni da parte delle economie emergenti. Gli indicatori per i periodi successivi forniscono segnali contrastanti. Il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero suggerirebbe una maggiore debolezza di fondo dell'interscambio mondiale (cfr. grafico 2), ma altri indicatori, quali la produzione industriale mondiale o il Tech Pulse index, ne segnalano una crescita costante.

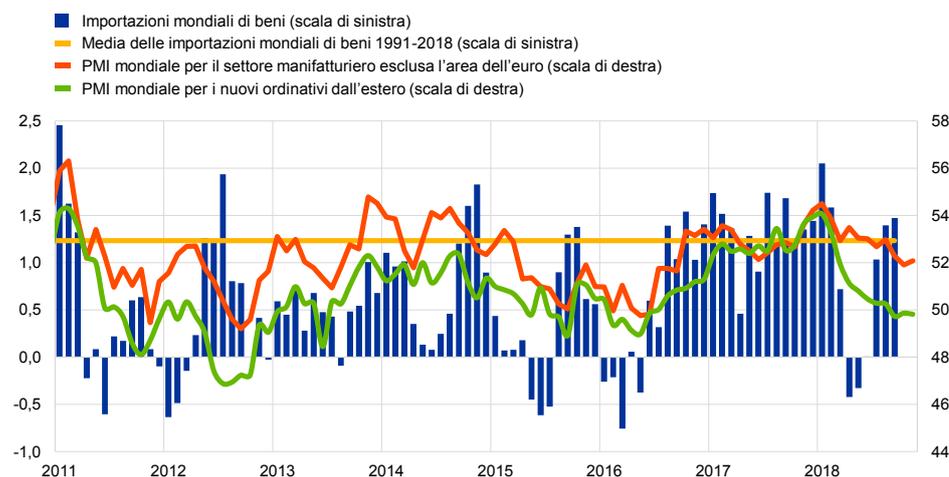
Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono acuite. Il governo statunitense ha annunciato dazi su ulteriori 200 miliardi di dollari di esportazioni dalla Cina agli Stati Uniti e la Cina ha reagito imponendo dazi su ulteriori 60 miliardi di dollari di esportazioni dagli Stati Uniti. Entrambe le misure hanno avuto effetto il 24 settembre 2018 e seguono la precedente introduzione di dazi su 50 miliardi di dollari di scambi bilaterali di beni tra i due paesi, di dazi alle esportazioni di acciaio e alluminio verso gli

Stati Uniti e di provvedimenti ritorsivi da parte della Cina. Si prevede che tali misure gravino sull'attività e sul commercio di Stati Uniti e Cina; il loro impatto a livello mondiale, tuttavia, dovrebbe rimanere relativamente contenuto.

Grafico 2

Commercio internazionale di beni e indagini

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



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

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a settembre 2018 per le importazioni mondiali di beni e a novembre 2018 per il PMI.

In prospettiva l'interscambio mondiale dovrebbe mantenersi su livelli modesti.

Si prevede che l'impatto dei dazi, finora contenuto, il prossimo anno inciderà sul commercio di beni tra Stati Uniti e Cina in misura maggiore. Nel periodo 2020-2021 l'interscambio mondiale dovrebbe registrare un'espansione sostanzialmente in linea con l'attività economica.

Secondo le proiezioni la crescita del commercio mondiale rallenterebbe il prossimo anno e risulterebbe costante nei due anni successivi.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) pari al 3,8 per cento nel 2018 e un suo successivo calo fino al 3,5 per cento nel 2019. Nel periodo 2020-2021 la stessa dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile. Questo andamento delle proiezioni riflette il rallentamento atteso nel breve termine in alcune economie emergenti in conseguenza dell'irrigidimento delle condizioni finanziarie. In un orizzonte di più lungo periodo l'espansione in atto nelle economie avanzate dovrebbe rallentare verso livelli prossimi alla crescita potenziale. Il ritmo di espansione in Cina, inoltre, dovrebbe subire una graduale moderazione. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro diminuirebbe, passando dal 4,3 per cento di quest'anno al 3,1 per cento nel 2019, prima di aumentare leggermente nel medio periodo. Rispetto alle proiezioni formulate a settembre 2018 dagli esperti della BCE, la crescita del PIL mondiale è stata corretta al ribasso per il 2018 e il 2019, di riflesso alle più deboli prospettive per alcune economie emergenti. Anche la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al ribasso per gli anni 2019 e 2020, riflettendo l'effetto dell'incremento dei dazi e delle proiezioni relative all'indebolimento dell'attività economica.

I rischi per l'attività internazionale sono orientati verso il basso. Un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali potrebbe gravare in misura significativa sulla crescita mondiale.

Se la temporanea tregua tra Stati Uniti e Cina ha rappresentato un segnale positivo, permane un notevole grado di incertezza in relazione all'esito dei negoziati in direzione di un significativo allentamento delle tensioni commerciali tra i due paesi. Altri rischi al ribasso sono collegati all'irrigidimento delle condizioni finanziarie mondiali più rapido del previsto, che ha determinato maggiori tensioni sui mercati emergenti, incertezze relative ai processi di riforma in Cina nonché incertezze politiche e geopolitiche, inclusi i rischi derivanti dalla Brexit.

Andamenti dei prezzi a livello internazionale

I corsi petroliferi, pur molto volatili, hanno recentemente subito un significativo calo.

La volatilità dei corsi petroliferi ha in larga parte riflesso le notizie del mercato provenienti dal lato dell'offerta, sebbene, più di recente, sul prezzo del petrolio abbiano inciso le aspettative di una domanda inferiore a livello mondiale. Agli inizi di ottobre le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno raggiunto un massimo di 86 dollari al barile, a fronte di aspettative circa una significativa riduzione delle esportazioni dall'Iran dovuta all'incombere delle sanzioni statunitensi e alla decisione da parte dell'OPEC e della Russia di mantenere costante la rispettiva produzione. Un insieme di notizie positive dal lato dell'offerta, quali le dichiarazioni di Arabia Saudita e Russia sulla sufficienza della capacità inutilizzata dell'offerta e l'annuncio di deroghe temporanee alle sanzioni statunitensi per diverse economie importatrici di petrolio dall'Iran, hanno da allora contribuito a un calo dei corsi petroliferi. In tempi più recenti le aspettative di una minore domanda mondiale di petrolio hanno inoltre determinato una flessione del suo prezzo. Rispetto all'esercizio precedente, tali andamenti hanno comportato una riduzione di circa il 5,8 per cento per il 2019 e del 3,2 per cento per il 2020 dell'ipotetico prezzo del petrolio alla base delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018. A partire dalla data di ultimo aggiornamento delle previsioni, tuttavia, i corsi petroliferi sono ulteriormente diminuiti, raggiungendo i 59 dollari al barile il 12 dicembre.

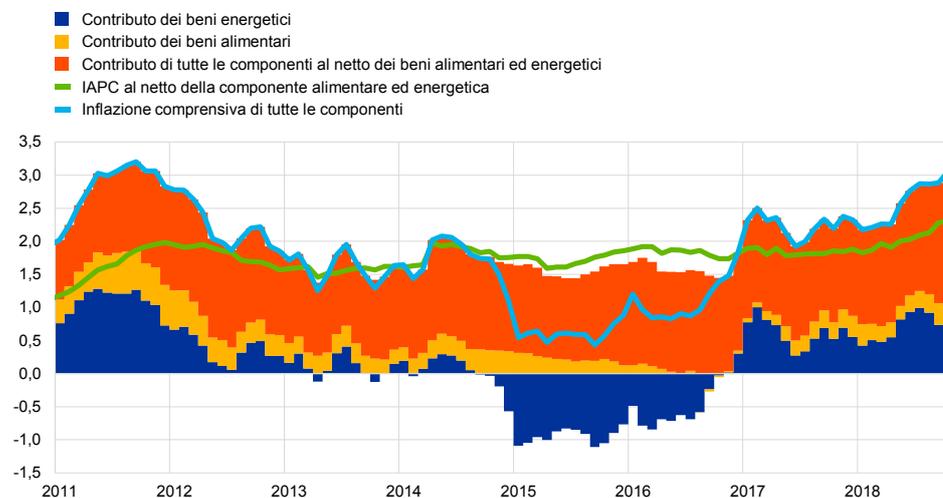
Prima del recente calo, i rincari dei corsi petroliferi verificatisi in passato hanno generato pressioni al rialzo sull'inflazione al consumo su scala mondiale.

Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è salita al 3,1 per cento in ottobre. Al netto di alimentari ed energia, l'inflazione è rimasta invariata al 2,3 per cento, interrompendo la tendenza al rialzo molto moderata evidenziata nell'ultimo anno (cfr. grafico 3). Nel contempo, nonostante le condizioni più tese sul mercato del lavoro nelle economie avanzate, le pressioni salariali rimangono relativamente contenute.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima rilevazione di riferisce a ottobre 2018.

In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. Si prevede che nel breve termine i prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro subiscano un incremento a seguito del passato rincaro dei corsi petroliferi e dell'aumento dell'inflazione in diverse economie emergenti interessate dalle turbolenze finanziarie dell'estate. In un orizzonte di più lungo periodo, il recente calo delle quotazioni del petrolio e l'attuale curva dei future sul greggio, che suggerisce una graduale diminuzione dei prezzi nel medio periodo, indicano la riduzione del contributo dato dai prezzi dei beni energetici all'inflazione. La diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale, d'altra parte, dovrebbe esercitare una certa pressione al rialzo sull'inflazione.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre 2018, i tassi a lungo termine privi di rischio a livello mondiale sono diminuiti in un contesto caratterizzato da maggiore incertezza geopolitica e da un peggioramento delle prospettive macroeconomiche. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mantenuti sostanzialmente stabili, a eccezione di quelli italiani che hanno evidenziato una notevole volatilità. Sebbene le aspettative sugli utili societari restino solide, la loro lieve revisione al ribasso, sommata alla rivalutazione del rischio, ha fatto scendere le quotazioni azionarie e obbligazionarie delle società dell'area dell'euro. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente indebolito su base ponderata per l'interscambio.

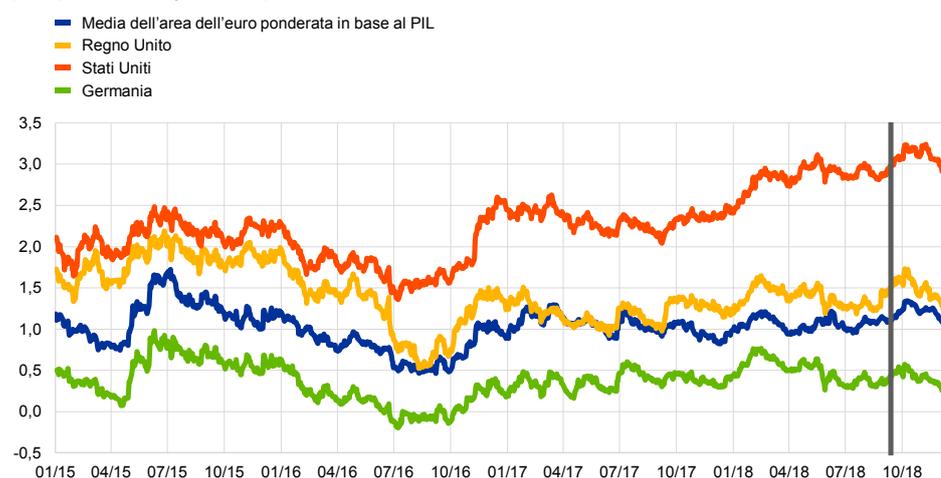
I rendimenti a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Nel periodo in esame, dal 13 settembre al 12 dicembre 2018, il tasso OIS a dieci anni privo di rischio dell'area dell'euro è nel complesso diminuito, portandosi allo 0,72 per cento (segnando un calo di 4 punti base) e il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso all'1,09 per cento (marcando una diminuzione di 1 punto base). Negli Stati Uniti (cfr. grafico 4), il rendimento del titolo di Stato a dieci anni è diminuito di 6 punti base, toccando il 2,91 per cento, mentre nel Regno Unito è sceso all'1,28 per cento, riducendosi di 22 punti base. Le oscillazioni registrate a livello internazionale nel corso del periodo dai rendimenti a lungo termine e il loro calo complessivo sono riconducibili all'accresciuta incertezza geopolitica e alla diffusione di alcuni dati macroeconomici deludenti rispetto alle attese.

Grafico 4

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 settembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 12 dicembre 2018.

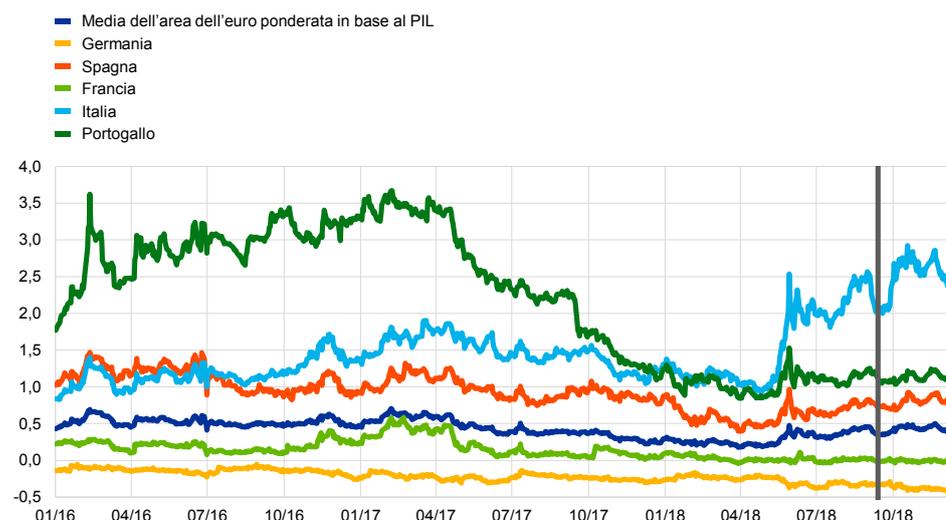
I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a settembre, malgrado una certa volatilità. Le condizioni nei mercati delle obbligazioni sovrane sono rimaste ampiamente stabili durante il periodo in esame, a eccezione del mercato italiano, dove, in presenza di una perdurante incertezza politica, i differenziali di

rendimento a dieci anni sono cresciuti di 26 punti base, portandosi al 2,28 per cento (cfr. grafico 5). In generale, dal 13 settembre i differenziali di rendimento delle altre obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati e, di conseguenza, la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali è rimasta stabile, attestandosi il 5 dicembre a 37 punti base.

Grafico 5

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 settembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 12 dicembre 2018.

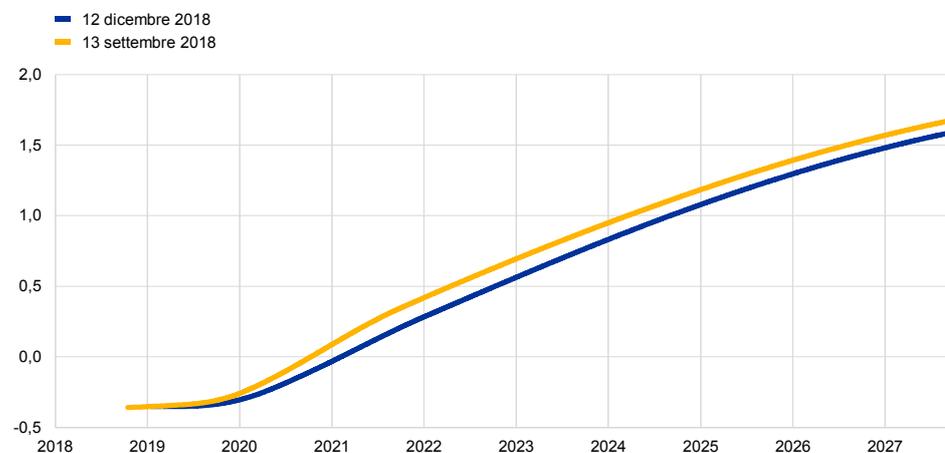
Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) si è mantenuto, in media, su un valore di circa -36 punti base. La liquidità in eccesso è scesa lievemente, riducendosi di circa 13 miliardi di euro, per attestarsi a 1.891 miliardi circa. Tale calo è stato determinato da un aumento dei fattori autonomi netti, dalla scadenza della prima serie delle 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. Per maggiori informazioni sull'evoluzione delle condizioni di liquidità, cfr. il riquadro 2.

La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso il basso nel periodo in rassegna. La curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali precedenti il 2021, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi (cfr. grafico 6).

Grafico 6

Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

In un contesto caratterizzato da una crescente incertezza geopolitica e da alcuni effetti di propagazione della volatilità del mercato statunitense, nell'area dell'euro sono diminuiti gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario.

Nel periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono scese, rispettivamente, del 13 e del 9 per cento circa (cfr. grafico 7). Flessioni di entità comparabile sono state osservate negli Stati Uniti. Parte della flessione nelle quotazioni azionarie dell'area dell'euro è ascrivibile alla revisione al ribasso delle aspettative degli utili societari alla luce di un peggioramento delle prospettive macroeconomiche. Nel complesso, tuttavia, tali aspettative restano superiori alla media per le società dell'area dell'euro e continuano a sostenere le loro quotazioni azionarie. La volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro è aumentata nel periodo in esame, in un contesto di continua tensione sui mercati dei titoli di Stato dell'area, incertezza geopolitica e alcuni effetti di propagazione della volatilità nei mercati azionari statunitensi.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 settembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 12 dicembre 2018.

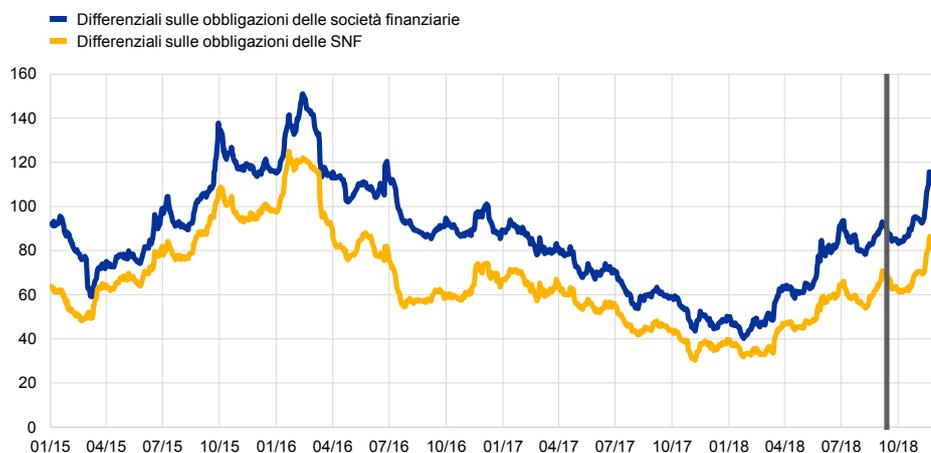
Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni

societarie dell'area dell'euro hanno segnato un rialzo. A partire da settembre, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è aumentato di circa 30 punti base per attestarsi a 96 punti base (cfr. grafico 8). Anche i rendimenti del debito del settore finanziario sono aumentati, determinando un ampliamento del differenziale di circa 35 punti base. Stando alle stime basate su modelli, tale aumento riflette una rivalutazione del rischio, più che un aumento delle probabilità di insolvenza. Nel complesso, i differenziali delle obbligazioni societarie si sono mantenuti inferiori ai livelli osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

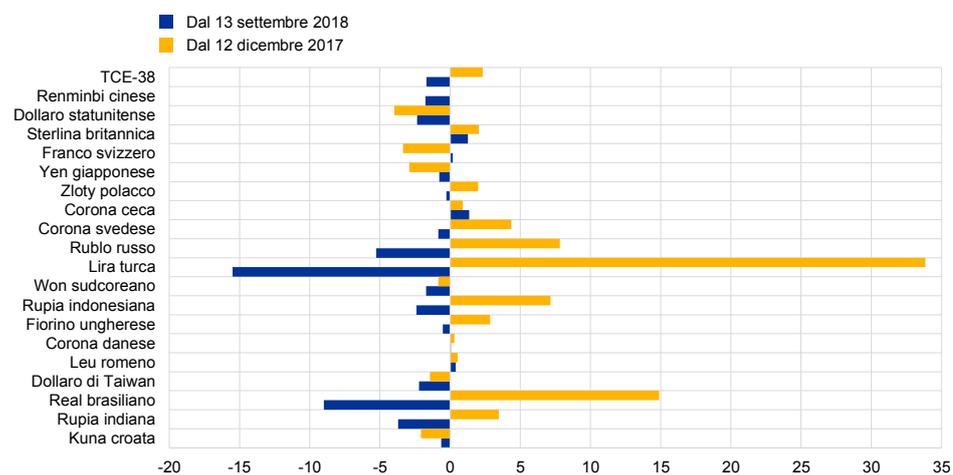
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 settembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 12 dicembre 2018.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente indebolito su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dell'1,7 per cento. In termini bilaterali l'euro si è indebolito rispetto alla maggior parte delle valute. In particolare, si è deprezzato del 2,4 per cento rispetto al dollaro statunitense, di riflesso alle aspettative sui futuri indirizzi delle politiche monetarie della Federal Reserve e della BCE. L'euro si è ampiamente deprezzato anche nei confronti delle valute della maggior parte delle economie emergenti, incluso il renminbi cinese (1,7 per cento), e, soprattutto, la lira turca (15,5 per cento), il real brasiliano (9,0 per cento) e il rublo russo (5,3 per cento), che hanno continuato a compensare parte delle loro precedenti perdite.

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

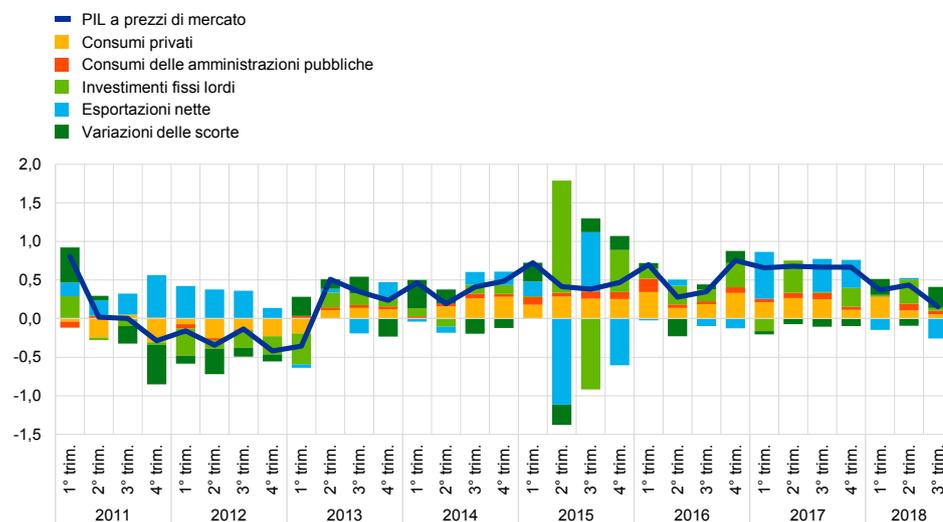
Nel terzo trimestre del 2018 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita ulteriormente, attestandosi sullo 0,2 per cento sul periodo precedente, principalmente a causa di andamenti settoriali specifici. In prospettiva, le informazioni più recenti restano nel complesso coerenti con la prosecuzione della fase espansiva, per quanto caratterizzata da maggiori rischi al ribasso. La crescita del PIL dell'area in termini reali è sostenuta in prevalenza dall'aumento dei consumi privati e degli investimenti. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,7 per cento nel 2019, all'1,7 per cento nel 2020 e all'1,5 per cento nel 2021. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2018, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste leggermente al ribasso per il 2018 e il 2019, principalmente per effetto dei risultati più modesti registrati nel terzo trimestre del 2018 e, conseguentemente, dei minori effetti sul 2019.

La crescita nell'area dell'euro è ulteriormente diminuita nel terzo trimestre del 2018, principalmente a causa di andamenti settoriali specifici. Ha tuttavia conservato, nel complesso, una buona capacità di tenuta nonostante la lieve contrazione in alcuni paesi dell'area. Nel terzo trimestre dell'anno il PIL in termini reali è salito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,4 nei due trimestri precedenti (cfr. grafico 10). Sembra che il rallentamento registrato nel terzo trimestre vada ricondotto prevalentemente a uno stallo temporaneo nella produzione di automobili, principalmente in Germania. Per un'analisi più dettagliata del rallentamento della crescita nel 2018, cfr. il riquadro 3. La domanda interna ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre del 2018, sebbene in misura minore rispetto ai trimestri precedenti. Anche la variazione delle scorte ha contribuito positivamente, mentre l'interscambio netto ha fornito un apporto negativo. Per quanto riguarda la produzione, anche nel terzo trimestre l'attività economica è stata principalmente sostenuta dalla robusta crescita nei settori dei servizi e delle costruzioni; il valore aggiunto nel settore industriale (escluse le costruzioni) ha invece subito una lieve contrazione.

Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

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

Nel terzo trimestre del 2018 l'occupazione ha continuato a crescere, aumentando dello 0,2 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 11).

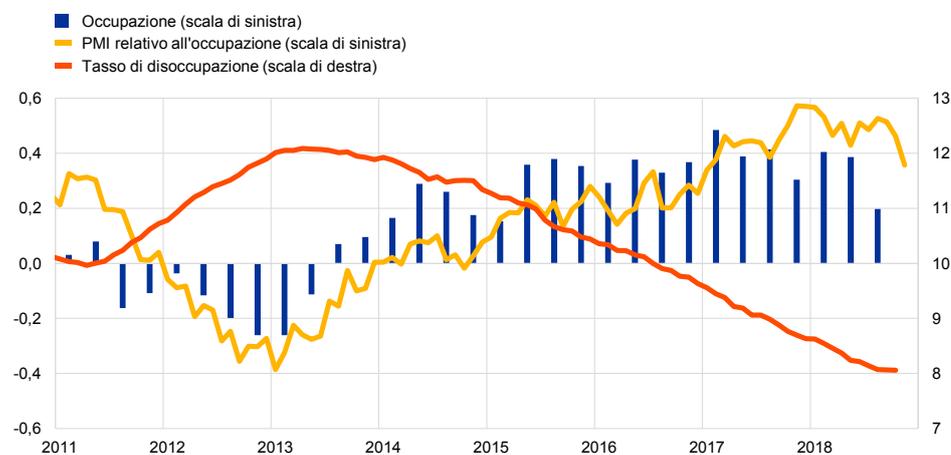
L'occupazione si colloca attualmente a un livello del 2,6 per cento superiore rispetto al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. È cresciuta nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, con un aumento generalizzato nei diversi settori. Tenuto conto dell'incremento più recente, l'espansione cumulata dell'occupazione nell'area, a partire dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2013, corrisponde a 9,6 milioni. Se da un lato l'entità di tale incremento è analoga a quella registrata nei cinque anni precedenti la crisi finanziaria, la composizione invece differisce, in particolare sotto il profilo del contributo per classe di età (cfr. il riquadro 4). Il perdurare della crescita dell'occupazione, associato al rallentamento della crescita del PIL nel 2018, si è tradotto in una moderazione della crescita della produttività, dopo la modesta ripresa registrata nel 2017.

Sebbene di recente gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro abbiano mostrato un indebolimento, essi continuano a segnalare il perdurare della crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2018. In ottobre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro rimaneva invariato rispetto al terzo trimestre del 2018, attestandosi all'8,1 per cento e rimanendo così sul livello più basso dal novembre del 2008. Gli indicatori delle indagini sono lievemente scesi dai precedenti livelli molto elevati, continuando tuttavia a segnalare il proseguire della crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2018. Se da un lato gli indicatori delle carenze di manodopera mostrano una diminuzione in alcuni settori e paesi, essi rimangono a livelli storicamente altissimi.

Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Malgrado una certa debolezza nel breve termine, i consumi privati continuano a essere sospinti dalla crescita dell'occupazione e dalla maggiore solidità dei bilanci delle famiglie. Nel terzo trimestre del 2018 i consumi privati sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento lievemente più marcato nel secondo trimestre. Nel terzo trimestre del 2018 il commercio al dettaglio è rimasto invariato. Inoltre a ottobre i dati sulle immatricolazioni di nuove autovetture si attestavano su un valore inferiore di oltre il 16 per cento rispetto ai livelli registrati nel terzo trimestre. Questi dati, tuttavia, allo stato attuale sono di difficile interpretazione per via dello stallo temporaneo nella produzione e nella vendita di automobili.

Pur rimanendo ben al di sotto dei massimi toccati nel 2012, recentemente i prezzi del greggio hanno mostrato una certa volatilità, acuitizzando le incertezze sul potere di acquisto delle famiglie. In un'ottica di più lungo periodo, l'aumento dei redditi da lavoro continua a sostenere la solida dinamica di fondo della spesa per consumi. Un importante fattore alla base della costante crescita dei consumi, inoltre, resta il rafforzamento dei bilanci delle famiglie, in particolare poiché la solvibilità rappresenta una determinante chiave dell'accesso al credito.

La ripresa in atto nei mercati residenziali dovrebbe continuare a trainare la crescita, sebbene a un ritmo più moderato. Nel terzo trimestre del 2018, gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dello 0,6 per cento, in linea con la prosecuzione della ripresa in molti paesi dell'area dell'euro e nell'area nel suo insieme. I recenti indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini segnalano una dinamica positiva, ancorché in rallentamento. Nel terzo trimestre del 2018 la produzione edile nel segmento delle costruzioni è cresciuta dello 0,8 per cento sul periodo precedente, in rallentamento rispetto allo 0,9 per cento del secondo trimestre.

Negli ultimi mesi gli indicatori della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni segnalano per il quarto trimestre del 2018 una dinamica positiva, sebbene più debole. Fra settembre e novembre l'indice dei responsabili degli acquisti

(Purchasing Managers' Index, PMI) per l'attività nel settore residenziale ha fatto registrare un livello medio pari a 50,1. In novembre anche gli indicatori sul clima di fiducia delle indagini della Commissione europea sono lievemente scesi. Ciononostante, sia gli indici PMI che gli indicatori sul clima di fiducia della Commissione restano nettamente al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

Nel terzo trimestre del 2018 gli investimenti delle imprese (rappresentati dagli investimenti diversi dalle costruzioni) sono aumentati dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo il forte recupero, pari all'1,7 per cento, del trimestre precedente. Tale rallentamento è interamente riconducibile al netto calo della crescita trimestrale della componente relativa a macchinari e attrezzature, che è passata dal 2,5 per cento nel secondo trimestre del 2018 allo 0,5 per cento nel terzo trimestre. Ciò va in parte ricondotto all'andamento piuttosto debole delle esportazioni, poiché questa componente è molto esposta agli scambi commerciali. Anche gli andamenti nei vari paesi hanno evidenziato alcune disparità. Gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni sono aumentati a ritmi molto sostenuti in Francia e in Spagna (rispettivamente 1,9 per cento e 1,5 per cento sul trimestre precedente), mentre sono cresciuti più moderatamente in Germania e nei Paesi Bassi (rispettivamente dello 0,6 per cento e dello 0,3 sul trimestre precedente) e si sono nettamente ridotti in Italia (-2,3 per cento sul trimestre precedente). Nonostante questi sviluppi recenti, ci si attende che in futuro gli investimenti delle imprese continuino a essere sostenuti dalla domanda interna, dalla redditività e dalle condizioni finanziarie favorevoli. Tuttavia, fattori come l'incertezza sulle politiche commerciali e l'indebolimento del commercio mondiale generano rischi al ribasso.

Dopo la ripresa registrata nel secondo trimestre del 2018, nel terzo il totale delle esportazioni reali dell'area dell'euro si è lievemente contratto in termini congiunturali. Il calo delle esportazioni è riconducibile alle esportazioni di beni (-0,2 per cento), mentre le esportazioni di servizi sono lievemente aumentate (0,2 per cento). I dati relativi al commercio di beni mostrano che la debolezza nelle esportazioni di beni è imputabile in primo luogo ai flussi interni all'area. La crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area è aumentata, mantenendosi tuttavia su livelli modesti, in particolare per quanto riguarda le vendite verso il Regno Unito, la Cina e la Turchia. Nel terzo trimestre del 2018 il totale delle importazioni reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Ciò ha determinato un contributo negativo dell'interscambio netto, pari a 0,3 punti percentuali. In prospettiva, gli indicatori anticipatori confermano la debolezza delle esportazioni per il prossimo futuro: i risultati delle indagini segnalano una lieve contrazione delle esportazioni e gli ordini nell'industria all'esterno dell'area dell'euro indicano un deterioramento meno marcato.

Gli indicatori economici e i risultati delle indagini più recenti, sebbene lievemente più contenuti del previsto, confermano nel complesso la prosecuzione della fase espansiva nell'area dell'euro. A ottobre, la produzione industriale (escluse le costruzioni) è aumentata lievemente. Tuttavia i risultati sono stati disomogenei tra i diversi settori e tra i principali paesi dell'area. Nello stesso mese, l'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è sceso, e si è mantenuto sostanzialmente stabile a novembre, pur

rimanendo ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Sebbene abbia registrato un calo nei mesi di ottobre e novembre, il PMI composito relativo al prodotto resta su livelli che indicano un proseguimento della crescita.

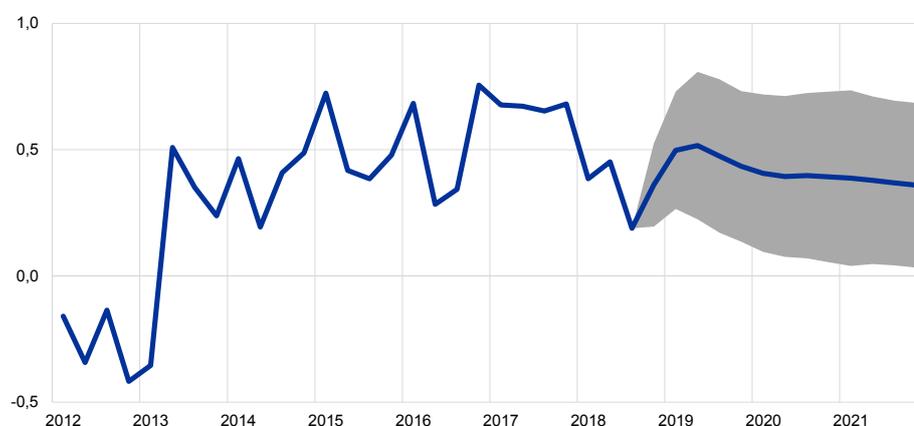
La diffusa espansione economica in atto dovrebbe proseguire. L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE continua a sostenere la domanda interna. L'incremento dell'occupazione e la crescita dei salari in corso dovrebbero fornire sostegno ai consumi privati. Al tempo stesso, gli investimenti delle imprese beneficiano della solidità della domanda interna, delle condizioni di finanziamento favorevoli e del miglioramento dei bilanci. La dinamica degli investimenti nell'edilizia residenziale si conferma vivace.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,7 per cento nel 2019, all'1,7 per cento nel 2020 e all'1,5 per cento nel 2021 (cfr. grafico 12). Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista lievemente al ribasso per il 2018 e il 2019. Ciò riflette i risultati più modesti registrati nel terzo trimestre del 2018 e i conseguenti minori effetti sul 2019. Allo stesso tempo, se da una parte l'attività economica sarà frenata, nel 2019 e nel 2020, da tassi sui prestiti a lungo termine lievemente più elevati, dal calo delle quotazioni azionarie e da un rallentamento della crescita della domanda estera, dall'altra tali effetti dovrebbero essere ampiamente compensati dall'impatto favorevole dei più bassi corsi petroliferi, dal più debole tasso di cambio effettivo dell'euro e da ulteriori allentamenti delle politiche di bilancio. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si possono tuttora ritenere sostanzialmente bilanciati. Nondimeno, nel complesso i rischi si stanno orientando al ribasso per effetto delle persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità dei mercati finanziari.

Grafico 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

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

4 Prezzi e costi

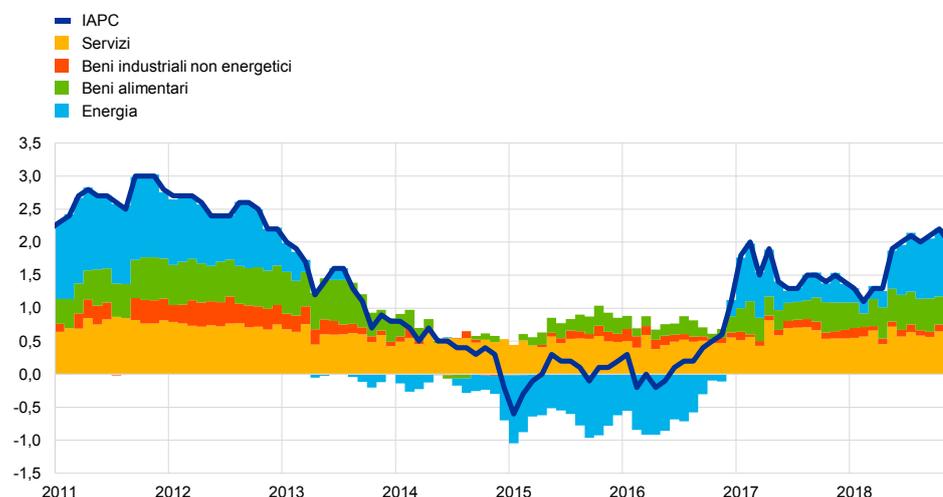
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre 2018 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC per l'area dell'euro è scesa al 2,0 per cento, dal 2,2 per cento di ottobre. Benché le misure dell'inflazione di fondo abbiano continuato a rimanere pressoché stabili, le pressioni interne sui costi si sono nuovamente rafforzate ed estese a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nei mercati del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione di fondo aumenti gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica e dalla più vigorosa dinamica salariale. Tale valutazione si riflette essenzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,6 per cento nel 2019, dell'1,7 per cento nel 2020 e dell'1,8 per cento nel 2021, con una lieve revisione al ribasso per il 2019 rispetto all'esercizio condotto lo scorso settembre. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi all'1,4 per cento nel 2019, all'1,6 nel 2020 e all'1,8 nel 2021.

L'inflazione complessiva è diminuita nel mese di novembre. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC per l'area dell'euro è calata al 2,0 per cento a novembre 2018, dal 2,2 per cento di ottobre (cfr. grafico 13). Ciò ha riflettuto una riduzione dei tassi di inflazione di tutte le principali sottocomponenti: energia, inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (IACPX) e prodotti alimentari. È probabile che il contributo dei prezzi dei beni energetici all'inflazione complessiva continui a segnare marcate flessioni man mano che si attenueranno gli effetti dell'incremento dei corsi petroliferi registrato nel recente passato.

Grafico 13

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2018 (stima preliminare).

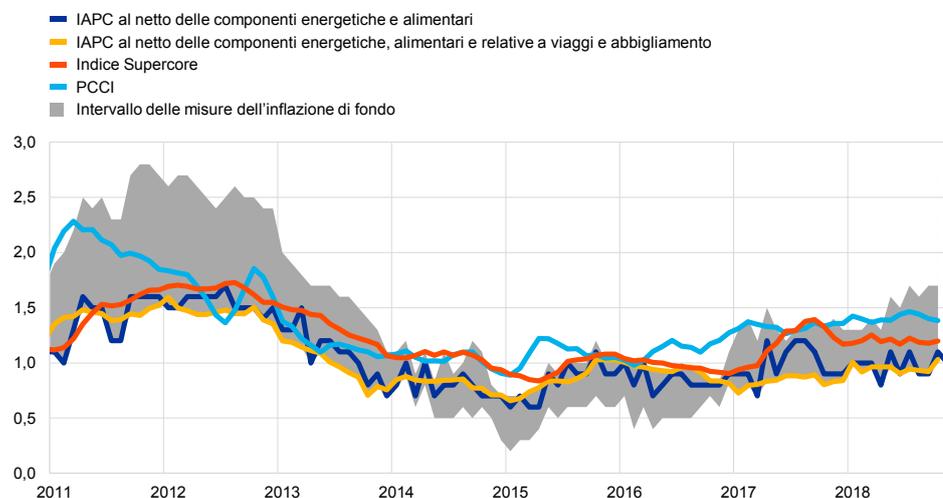
Dopo il rialzo seguito ai minimi toccati in precedenza, le misure dell'inflazione di fondo hanno continuato a rimanere pressoché stabili nelle osservazioni più recenti. L'inflazione armonizzata al netto dei beni alimentari ed energetici si è collocata all'1,0 per cento a novembre, in ribasso dall'1,1 di ottobre, mantenendosi quindi attorno all'1 per cento raggiunto dopo il recupero seguito ai livelli minimi segnati a metà 2016. La diminuzione registrata a novembre ha riflettuto un calo dell'inflazione dei prezzi dei servizi, passata dall'1,5 per cento all'1,3 per cento, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata allo 0,4 per cento. Anche altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore¹, disponibili soltanto per il periodo fino a ottobre, hanno evidenziato in genere una prosecuzione dei generalizzati movimenti laterali osservati negli ultimi mesi (cfr. grafico 14). In prospettiva, si prevede un graduale aumento delle misure dell'inflazione di fondo, trainato da un ulteriore rafforzamento dei redditi per occupato e dei prezzi alla produzione e dagli effetti indiretti ritardati degli scorsi rincari del petrolio.

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

Grafico 14

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2018 (stima preliminare) per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e a ottobre 2018 per tutte le altre misure. Nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono comprese le seguenti voci: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e componenti relative a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento, media troncata del 30 per cento e mediana ponderata dello IAPC.

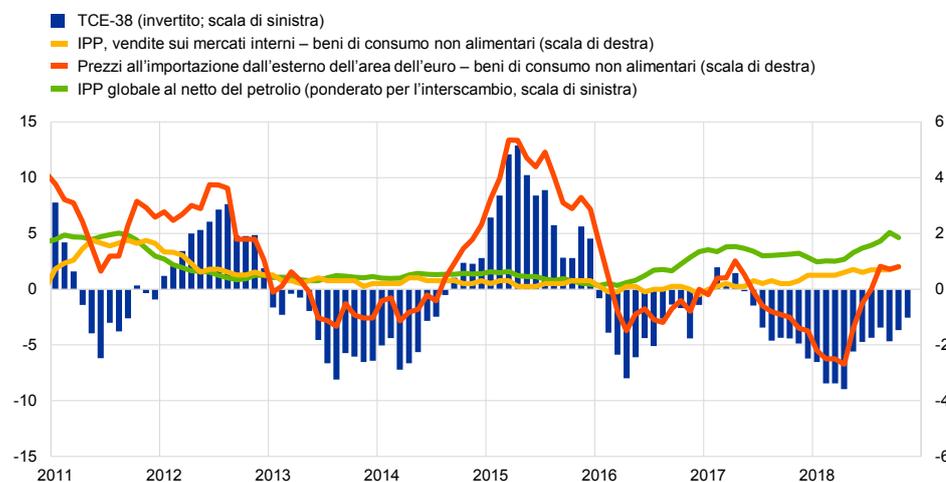
Negli ultimi stadi della filiera produttiva le spinte inflazionistiche per i prezzi dei beni industriali non energetici compresi nello IAPC sono rimaste sostanzialmente invariate.

I recenti dati relativi alle prime fasi della catena di formazione dei prezzi hanno fornito segnali contrastanti: il tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi in euro ha subito un modesto calo a ottobre e una riduzione significativa a novembre. In compenso, l'incremento globale dei prezzi alla produzione dei beni non energetici è stato pari al 4,6 per cento a ottobre, in considerevole rialzo rispetto alla media storica del 2,5 per cento registrata all'inizio dell'anno. Benché si sia stabilizzata attorno allo 0,8 per cento circa negli ultimi mesi, l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari e dei beni intermedi è rimasta sostanzialmente più elevata rispetto ai livelli minimi registrati all'inizio di quest'anno (cfr. grafico 15). L'inflazione dei prezzi alla produzione interni dei beni di consumo non alimentari è cresciuta leggermente, toccando lo 0,8 per cento a ottobre, in rialzo dallo 0,7 per cento dei tre mesi precedenti, e collocandosi al di sopra della media di lungo periodo, pari allo 0,6 per cento. Complessivamente, le pressioni sui prezzi negli stadi successivi della filiera produttiva sono rimaste sostanzialmente invariate.

Grafico 15

Prezzi alla produzione e all'importazione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

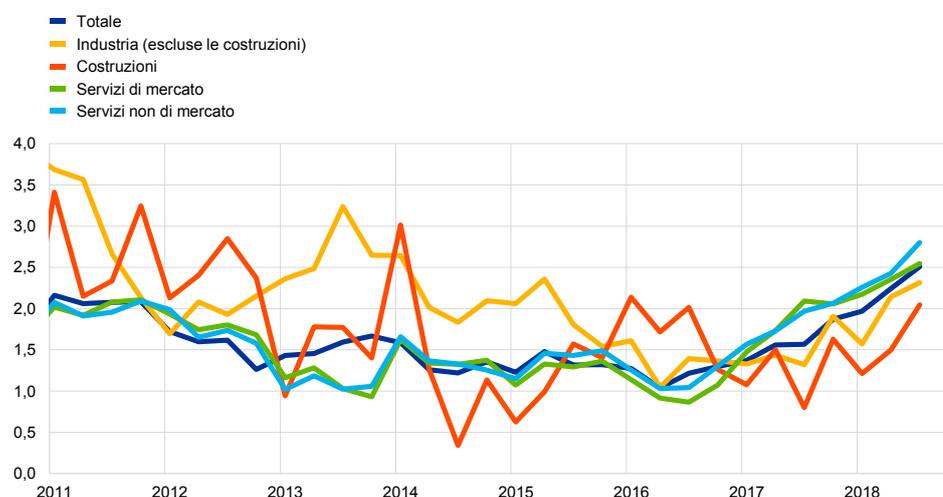
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono a novembre 2018 per il TCE-38 e a ottobre 2018 per le altre voci. Il "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. L'"IPP" misura l'andamento mensile dei prezzi di vendita franco fabbrica.

Gli andamenti recenti della dinamica salariale segnalano il prolungarsi della tendenza al rialzo e confermano il graduale rafforzamento delle pressioni inflazionistiche interne. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è salito al 2,5 per cento nel terzo trimestre del 2018, rispetto al 2,2 per cento del secondo trimestre. Attualmente la crescita del reddito per occupato è notevolmente superiore rispetto alla prima metà del 2016. Tali andamenti sono coerenti con l'accrescersi della tensione sul mercato del lavoro. Inoltre, continuano ad attenuarsi anche altri fattori che gravavano sulla crescita salariale, quali la bassa inflazione passata e l'impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi. Mentre nella fase iniziale il rafforzamento della crescita del reddito per occupato è stato essenzialmente dovuto alla differenza fra le retribuzioni effettive e quelle contrattuali, le dinamiche registrate negli ultimi mesi sono state in gran parte riconducibili all'aumento della crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali (cfr. il riquadro *Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). Unitamente all'estendersi della crescita salariale fra i vari settori dell'economia (cfr. grafico 16), tale fenomeno ha rafforzato la fiducia nelle prospettive di crescita delle retribuzioni.

Grafico 16

Crescita dei redditi per occupato per principali settori

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2018. La dicitura "servizi non di mercato" si riferisce alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private senza fini di lucro nel campo dei servizi pubblici, dell'istruzione e della salute (settori da O a Q della classificazione statistica delle attività economiche della Comunità europea, nota come "NACE Rev.2"). I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi (settori da G a N e da R a U della classificazione NACE Rev. 2).

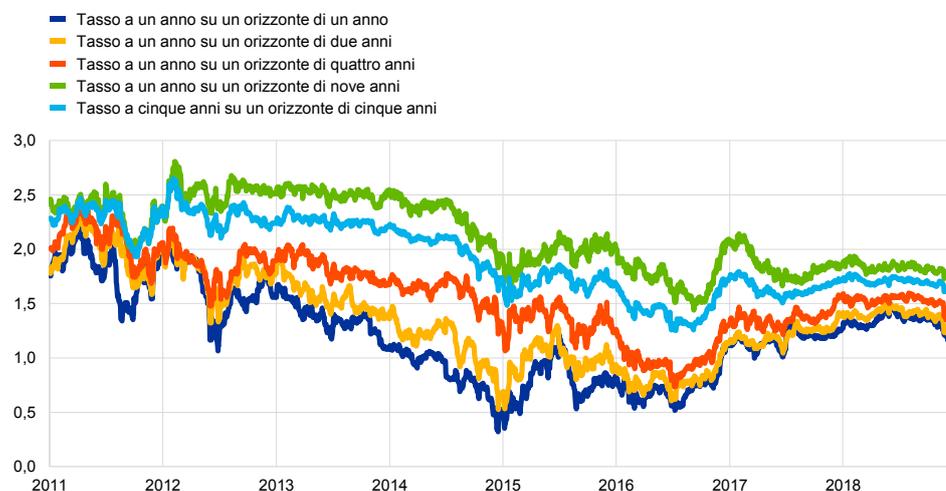
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati finanziari hanno registrato una lieve diminuzione, mentre quelle basate sulle indagini campionarie sono rimaste stabili. Il 6 dicembre 2018 il tasso swap a

termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,62 per cento, ossia circa 7 punti base al di sotto dei livelli osservati a metà settembre (cfr. grafico 17). Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno graduale a livelli di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento. La probabilità neutrale al rischio di valori negativi per il tasso medio di inflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, è trascurabile e ciò indica che i mercati attualmente giudicano molto modesto il rischio di deflazione. In base all'indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il quarto trimestre del 2018, le aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute stabili all'1,9 per cento.

Grafico 17

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione.

Sulla base delle informazioni disponibili a metà novembre, tali proiezioni prevedono che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si attesterà in media all'1,6 per cento nel 2019, all'1,7 per cento nel 2020 e all'1,8 per cento nel 2021, con una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2019 rispetto all'esercizio di settembre 2018 (cfr. grafico 18). Tali indicazioni riflettono il fatto che nel corso del 2019 ci si attende un brusco calo dell'inflazione armonizzata dei beni energetici rispetto agli elevati tassi attuali, man mano che si attenueranno gli effetti dei forti incrementi passati dei corsi petroliferi, e che contemporaneamente si prevede un aumento dell'inflazione armonizzata al netto dei beni alimentari ed energetici, in linea con il pronosticato ampliamento dell'output gap positivo e con l'aumento delle tensioni sul mercato del lavoro. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dall'1,4 per cento nel 2019 all'1,6 nel 2020 e all'1,8 nel 2021.

Grafico 18

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2018](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 13 dicembre 2018.

Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2018 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2021 (proiezioni). Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#), pubblicato dalla BCE nel dicembre 2009.

5 Moneta e credito

Nel mese di ottobre 2018 la crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata, mentre continua lo spostamento verso fonti di creazione di moneta maggiormente in grado di alimentarsi in modo autonomo a seguito della riduzione degli acquisti mensili netti di attività nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). I prestiti al settore privato hanno continuato a crescere, confermandosi la principale determinante dell'espansione dell'aggregato monetario ampio; si sono tuttavia manifestati dei segnali di rallentamento, in prevalenza riconducibili ai prestiti alle società non finanziarie (SNF). Contemporaneamente, la raccolta bancaria e le condizioni di concessione dei prestiti si sono mantenute molto favorevoli. Inoltre le emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF si sono notevolmente rafforzate nel terzo trimestre del 2018, beneficiando di condizioni nei mercati delle obbligazioni ancora relativamente favorevoli.

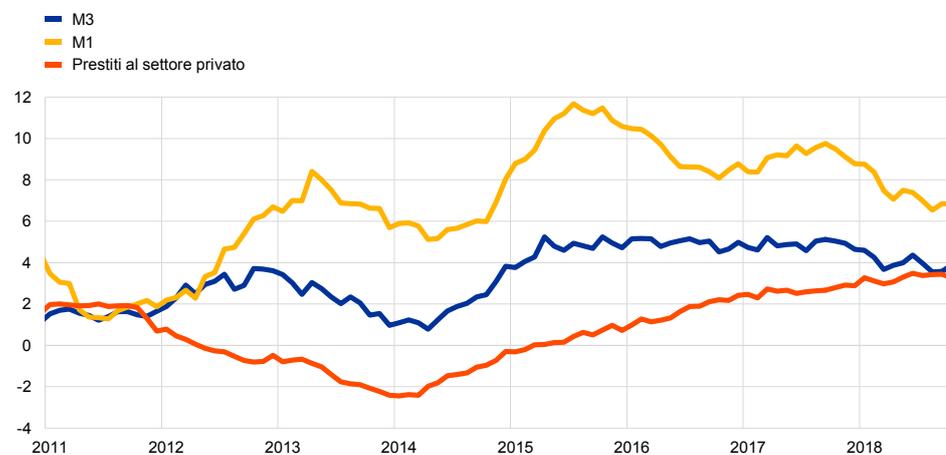
La crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata in ottobre, pur rimanendo al di sotto del livello mantenuto fino alla fine del 2017. A ottobre 2018 il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è salito al 3,9 per cento, dal 3,5 per cento di settembre (cfr. grafico 19). Tale andamento ha in parte riflettuto un ingente afflusso mensile e un effetto base. A partire dalla fine del 2017, la crescita di M3 ha rallentato poiché la riduzione degli acquisti netti (da 80 a 60 miliardi di euro ad aprile 2017, a 30 miliardi a gennaio 2018 e a 15 miliardi a ottobre 2018) ha comportato un più contenuto impatto positivo del PAA sulla crescita di M3². L'aggregato monetario ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire un importante contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio, mantenendosi stabile al 6,8 per cento in ottobre. L'espansione dell'aggregato monetario ha continuato a beneficiare della sostenuta espansione economica e del basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse molto bassi.

² Cfr., ad esempio, l'articolo [La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE](#) nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

Grafico 19

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: i prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima rilevazione si riferisce a ottobre 2018.

I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight si è mantenuto al 7,3 per cento in ottobre, riflettendo l'aumento costante dei depositi overnight detenuti dalle famiglie, mentre è diminuito il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle SNF. Le banconote e monete in circolazione sono aumentate stabilmente, non segnalando pertanto sostituzioni su ampia scala di circolante con depositi, in un contesto caratterizzato da un livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi dagli altri depositi overnight (cioè M2 meno M1) hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita di M3, sebbene il differenziale tra i tassi di interesse sui depositi a breve termine e i tassi di interesse sui depositi overnight si sia stabilizzato dalla fine del 2017. Anche gli strumenti negoziabili (cioè M3 meno M2), che costituiscono una componente esigua di M3, hanno avuto un impatto negativo sulla sua crescita, data l'attuale bassa remunerazione di tali strumenti.

La maggiore determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio è rappresentata dal credito al settore privato (cfr. grafico 20).

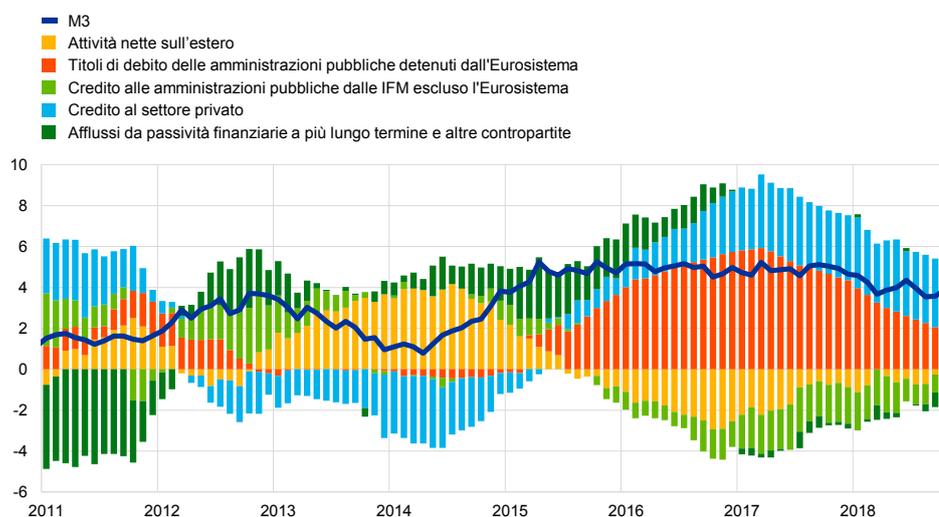
Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo alla crescita di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito (cfr. le aree rosse degli istogrammi nel grafico 20), in un contesto contraddistinto dalla già citata riduzione degli acquisti netti mensili nell'ambito del PAA. Tale riduzione è stata ampiamente compensata da un moderato incremento dell'apporto del credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. le aree blu degli istogrammi nel grafico 20). Ciò segna un costante spostamento verso fonti di creazione di moneta maggiormente in grado di alimentarsi autonomamente, con il credito al settore privato che fornisce il maggiore contributo alla crescita di M3 in ottobre, superando gli acquisti di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche da parte dell'Eurosistema. Per contro, la vendita di titoli di Stato da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro escluso l'Eurosistema ha frenato la crescita di M3 (cfr. le aree verde chiaro degli istogrammi nel grafico 20). Infine, per la prima volta da giugno 2015, il contributo

delle attività nette sull'estero (cfr. le aree gialle degli istogrammi nel grafico 20), che fra le altre cose riflette le preferenze degli investitori per le attività dell'area dell'euro, è diventato positivo in ottobre.

Grafico 20

M3 e sue controparti

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



Fonte: BCE.

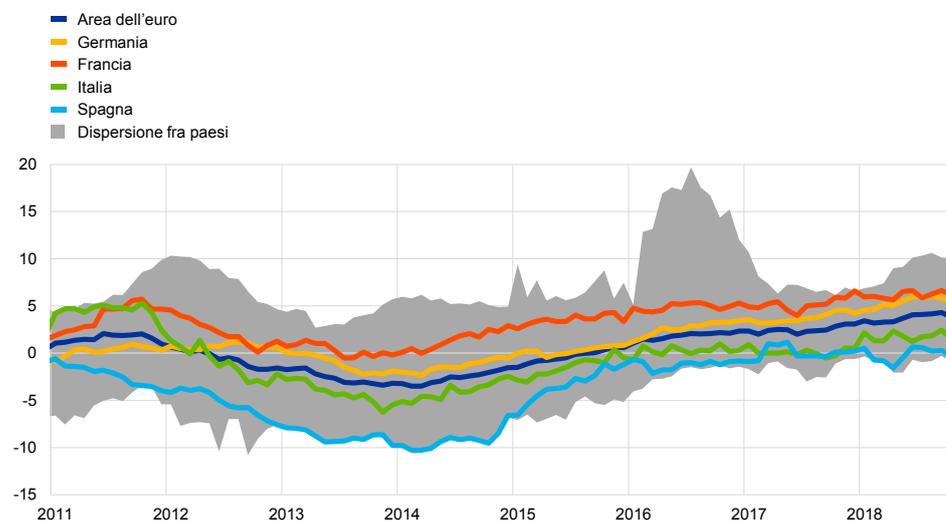
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Tale contropartita comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle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

L'aumento nella crescita dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014 si è fermato a ottobre. 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) a ottobre è sceso lievemente, al 3,3 per cento, rispetto al 3,4 per cento di settembre (cfr. grafico 19). In un'ottica settoriale, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 3,9 per cento a ottobre, dal 4,3 per cento di settembre. Ciò è coerente con l'evoluzione storica del ritardo dei movimenti comuni con l'attività economica e si è mantenuto eterogeneo fra i vari paesi (cfr. grafico 21). A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,2 per cento, in un contesto caratterizzato da una marcata eterogeneità fra paesi (cfr. grafico 22). Il credito al settore privato è agevolato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, da una solida crescita degli investimenti delle imprese, da miglioramenti nei mercati del lavoro, dalla maturità dei mercati degli immobili residenziali e dalla crescita sia degli investimenti in edilizia residenziale sia dei consumi privati. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, nel miglioramento della redditività e nella riduzione dei crediti deteriorati, per quanto il livello di questi ultimi sia rimasto elevato in alcuni paesi.

Grafico 21

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



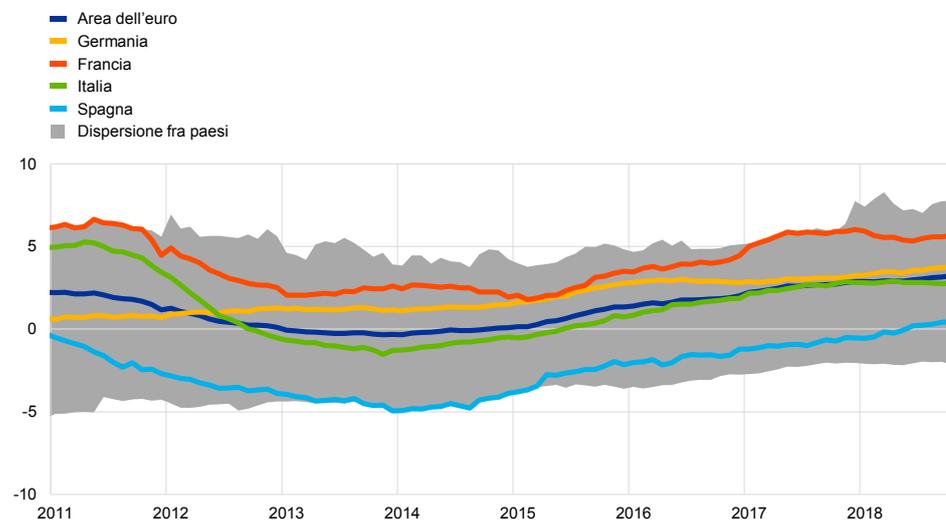
Fonte: BCE.

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

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

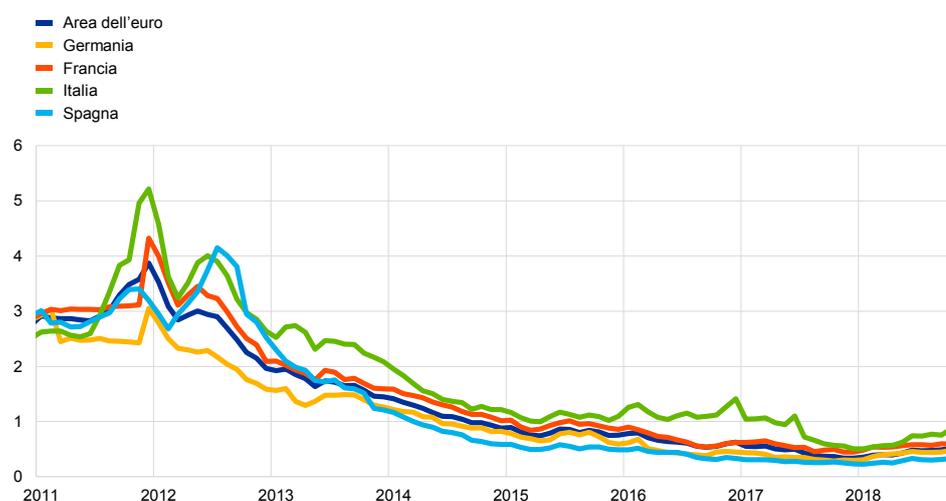
Le condizioni di finanziamento delle banche hanno registrato un moderato irrigidimento, ma sono rimaste favorevoli. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro è lievemente aumentato in ottobre, confermando l'andamento osservato dall'inizio del 2018 (cfr. grafico 23). Tale andamento è un riflesso dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, che sono divenuti più eterogenei fra i vari paesi, in presenza di maggiore

incertezza politica. Al tempo stesso, i costi della raccolta tramite i depositi sono rimasti sostanzialmente invariati. Le ripercussioni dell'aumento del costo della raccolta tramite l'emissione di titoli di debito sul costo complessivo del finanziamento per le banche sono state piuttosto contenute, a causa della quota limitata costituita da questo tipo di finanziamento nell'ambito delle strutture della provvista bancaria. Nel complesso, quindi, le condizioni di provvista delle banche si sono mantenute favorevoli, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e il rafforzamento dei bilanci bancari.

Grafico 23

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

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

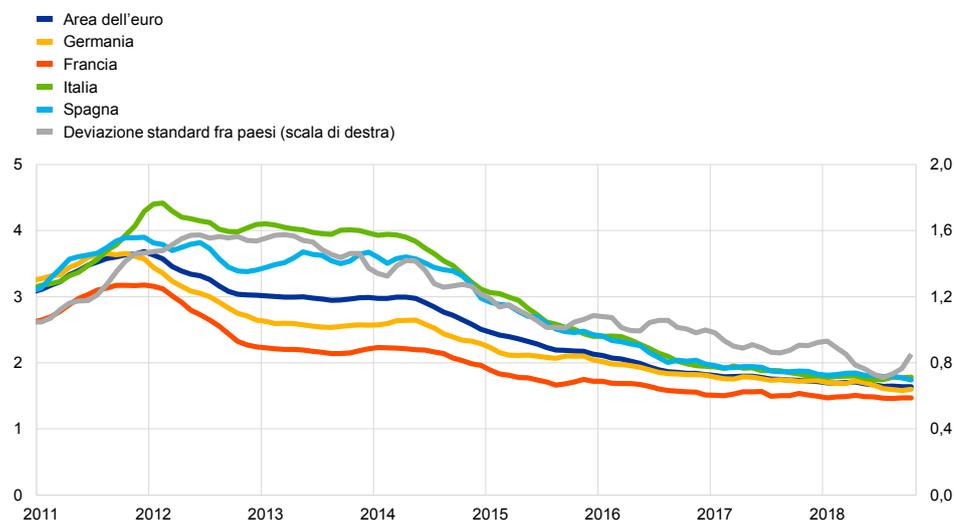
I tassi sui finanziamenti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello prossimo ai minimi storici.

Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF (cfr. grafico 24) in ottobre si è mantenuto sostanzialmente stabile all'1,64 per cento, livello prossimo al minimo storico dell'1,62 per cento di maggio 2018. I tassi compositi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. grafico 25) sono rimasti sostanzialmente invariati all'1,80 per cento, lievemente al di sopra del minimo storico dell'1,78 per cento registrato a dicembre 2016. A ottobre ha continuato a ridursi il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 250 mila euro, che sono una proxy dei prestiti alle piccole imprese) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro, che sono una proxy dei prestiti alle imprese di grandi dimensioni). Inoltre, tra maggio 2014 e ottobre 2018 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di circa 130 e 110 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi dell'area dell'euro maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria. Nel complesso, quindi, dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento creditizio a giugno 2014, la trasmissione della politica monetaria è stata ripristinata ed è divenuta più omogenea tra i vari paesi e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 24

Tassi compositi sui prestiti alle SNF

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



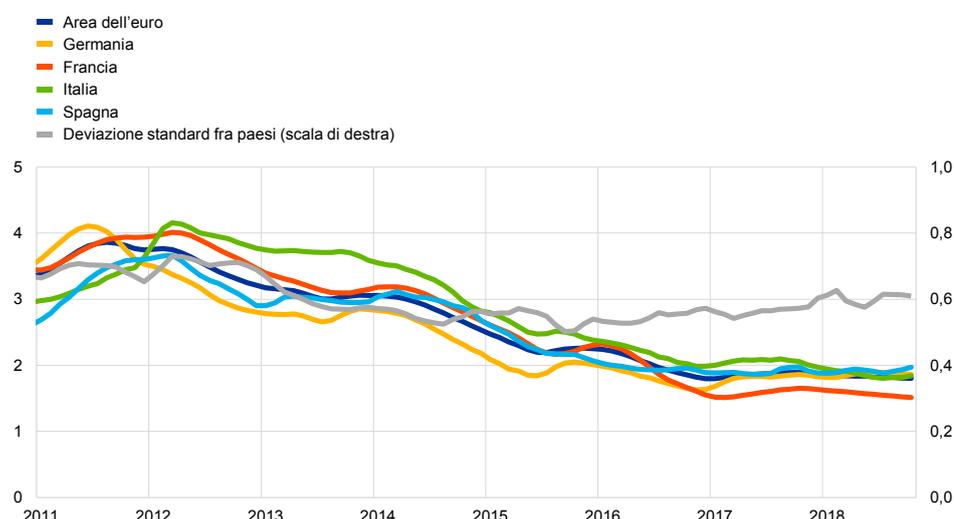
Fonte: BCE.

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

Grafico 25

Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

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

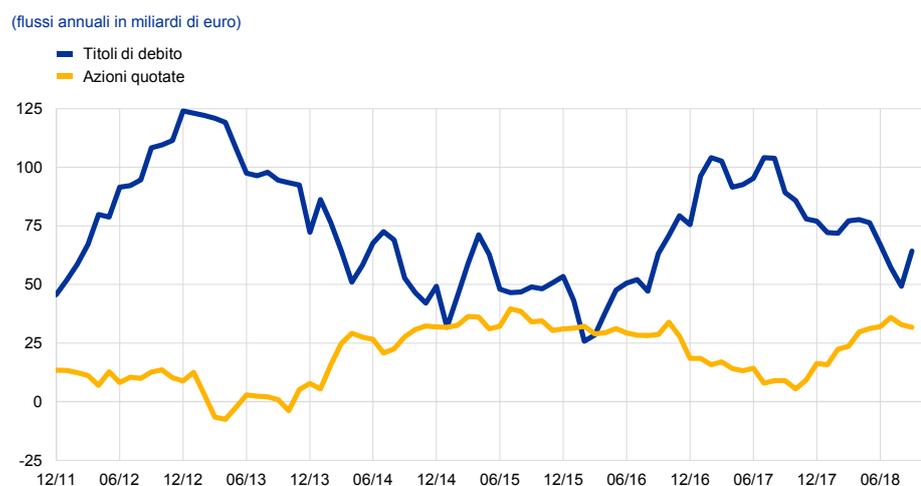
Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle SNF dell'area dell'euro sia ulteriormente aumentato nel terzo trimestre del 2018. Questo sviluppo, che era ampiamente diffuso tra gli strumenti, riflette un ulteriore rafforzamento della dinamica del credito bancario, sostenuta tra l'altro da un costante allentamento dei criteri di concessione del credito e da una riduzione del costo relativo

del credito bancario. In generale, la ripresa osservata dagli inizi del 2014 nei finanziamenti esterni per le SNF è stata sostenuta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria adottate, che hanno migliorato le condizioni di prestito e i requisiti di finanziamento legati a un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, l'elevato livello degli utili non distribuiti delle SNF ne ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

Nel terzo trimestre del 2018 le emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF si sono notevolmente rafforzate, beneficiando di condizioni nei mercati delle obbligazioni ancora relativamente favorevoli. L'attività di emissione è aumentata in settembre dopo essere stata praticamente invariata nei primi due mesi del trimestre. In termini di flussi annui (cfr. grafico 26), a settembre l'emissione netta di titoli di debito si è ripresa dal livello di agosto, il più basso da due anni, mentre le emissioni nette di azioni quotate si sono stabilizzate attorno ai livelli elevati registrati nel 2015-2016. I dati di mercato indicano che le emissioni nette di titoli di debito sono diminuite a ottobre e a novembre 2018. L'emissione netta di azioni quotate è stata leggermente negativa nel terzo trimestre del 2018, probabilmente a causa dell'aumento del costo del finanziamento azionario.

Grafico 26

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



Fonte: BCE.

Note: dati mensili basati su finestre mobili sui 12 mesi. L'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2018.

Il costo del finanziamento per le SNF è cresciuto marginalmente per attestarsi su livelli prossimi a quelli registrati all'inizio dell'anno. A ottobre il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è mantenuto al 4,7 per cento, solo lievemente più elevato rispetto a settembre. Si stima che a novembre il costo del finanziamento sia rimasto praticamente costante. L'attuale costo del finanziamento esterno supera di circa 48 punti base il minimo storico registrato ad agosto 2016 e resta sostanzialmente più basso rispetto al livello osservato a metà del 2014, quando iniziarono a emergere le aspettative del mercato circa l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico.

Secondo le proiezioni, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, diminuito significativamente nel 2018, dovrebbe aumentare lievemente nel corso del prossimo anno. Il calo del 2018 è stato principalmente dovuto alle condizioni cicliche favorevoli e alla riduzione della spesa per interessi. In base alle attese, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro in termini aggregati, sostanzialmente neutro nel 2018, dovrebbe subire un allentamento nel 2019 e nel 2020, per poi tornare in territorio neutro nel 2021. Tali oscillazioni, tuttavia, celano differenze significative tra i diversi paesi dell'area dell'euro. Nel 2018, ad esempio, gli ampi introiti inattesi di alcuni paesi sono stati compensati, in termini aggregati, dall'allentamento fiscale prociclico nelle economie più vulnerabili. In particolare, i paesi con alti livelli di debito dovrebbero, al contrario, compiere ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.

Secondo le proiezioni, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, diminuito significativamente nel 2018, dovrebbe aumentare lievemente nel corso del prossimo anno. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018³, il rapporto tra disavanzo pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe scendere dall'1,0 per cento del 2017⁴ allo 0,6 per cento nel 2021, con un temporaneo peggioramento nel 2019. Il complessivo miglioramento delle prospettive per i conti pubblici è principalmente sostenuto dal calo degli esborsi per interessi e da andamenti ciclici favorevoli. Ciò è in parte compensato da un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo che risulterà più contenuto a partire dal 2019 (cfr. grafico 27).

Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, le prospettive relative al disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro per i prossimi due anni sono peggiorate. Il più elevato disavanzo è in parte il risultato di un notevole peggioramento del saldo di bilancio previsto in Italia, in seguito all'espansione fiscale inserita nei documenti programmatici di bilancio che violerebbe gli impegni presi nell'ambito del Patto di stabilità e crescita (PSC). Per l'area dell'euro, tale peggioramento si riflette in un lieve aumento della spesa primaria e una più ridotta componente ciclica.

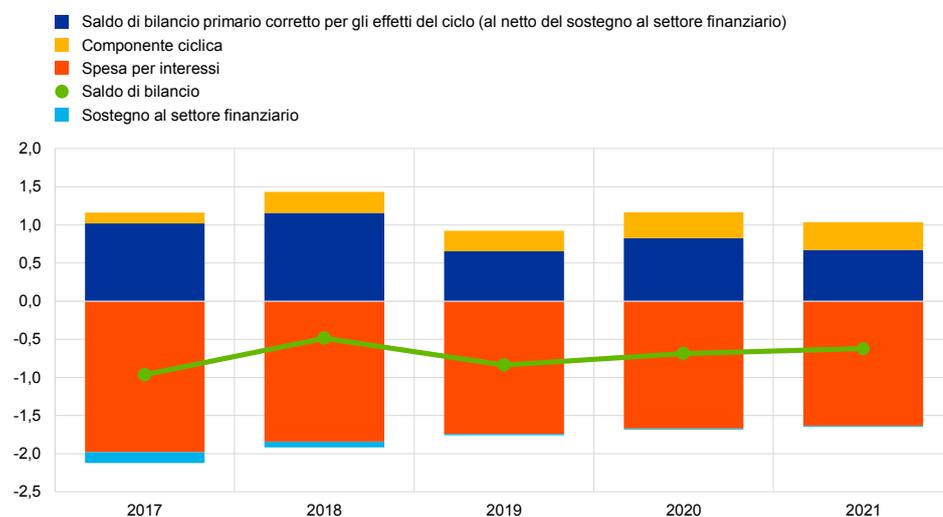
³ Confronta le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2018](#), BCE, 2018.

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

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018.
Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in termini aggregati.

In base alle attese, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro in termini aggregati, sostanzialmente neutro nel 2018, dovrebbe subire un allentamento nel 2019 per poi tornare gradualmente in territorio neutro nel 2021⁵. Questo profilo è il risultato delle misure discrezionali espansive previste per il 2018 e per i prossimi due anni. Tuttavia ci si attende che nel 2018 tale effetto sia stato più che compensato dalle cospicue entrate inattese dovute alla riscossione delle imposte dirette in alcuni paesi.

Il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe proseguire. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre, il rapporto tra debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro dovrebbe scendere dall'86,8 per cento del 2017⁶ al 79,0 per cento nel 2021. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta sia dai differenziali negativi fra tassi di interesse e tassi crescita, sia dagli avanzi primari (cfr. grafico 28). I raccordi disavanzo-debito dovrebbero compensare alcuni di questi effetti. Nell'orizzonte di proiezione, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe ridursi o stabilizzarsi sostanzialmente in tutti i paesi dell'area, sebbene in alcuni di questi sia previsto che continui a superare ampiamente il valore di riferimento del 60 per cento del PIL. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe essere lievemente più contenuto a causa del più debole andamento dell'avanzo primario.

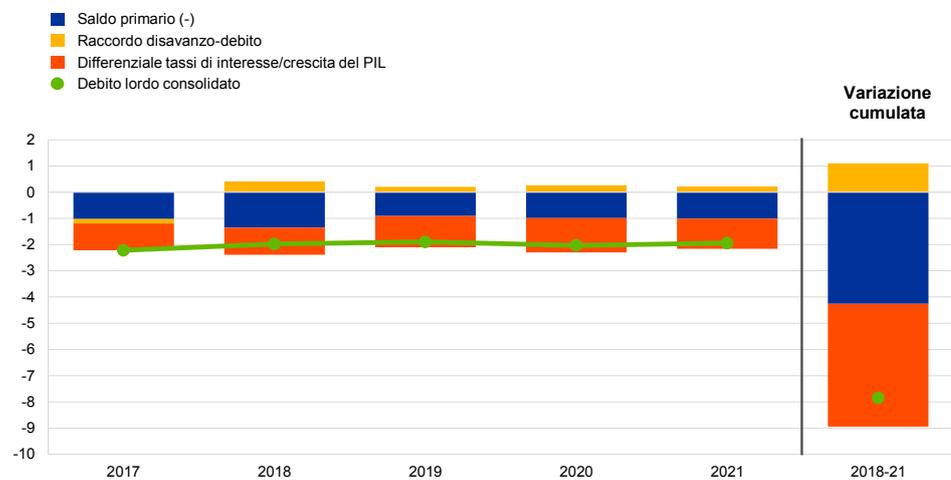
⁵ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

⁶ Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

Grafico 28

Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018.
Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in termini aggregati.

È necessario proseguire gli sforzi di risanamento delle finanze pubbliche nel pieno rispetto del PSC. In particolare, nel caso dei paesi con elevati livelli di debito, sono indispensabili ulteriori sforzi di consolidamento per imprimere all'incidenza del debito una solida dinamica discendente, poiché il forte indebitamento rende tali Stati vulnerabili a eventuali futuri episodi di flessione economica o di instabilità dei mercati finanziari. Alla luce di ciò, desta preoccupazione il fatto che la conformità al PSC è più debole nei paesi più vulnerabili agli shock. In effetti, secondo le proiezioni della Commissione europea, la maggior parte dei paesi che non hanno ancora conseguito posizioni di bilancio solide è venuta meno agli impegni assunti nell'ambito del PSC nel 2018 ed è a rischio di mancata conformità anche per il 2019⁷. È particolarmente preoccupante la circostanza che la più ampia deviazione rispetto agli impegni assunti si riscontri in Italia, un paese in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL è notevolmente elevato.

⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2019*, in questo numero del Bollettino.

Riquadri

1 Vulnerabilità dei mercati emergenti: un confronto con le precedenti crisi

a cura di Livia Chițu e Dominic Quint

Nel contesto della volatilità che caratterizza da aprile i mercati finanziari in alcune economie emergenti (Emerging Market Economies, EME), il presente riquadro analizza le principali vulnerabilità di tali economie valutandone nello specifico la capacità di tenuta agli shock esterni in confronto ai precedenti episodi di crisi.

Dal mese di aprile, in molte economie emergenti si sono verificati episodi di volatilità dei mercati finanziari a fronte di aspettative di un più rapido inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti e di un rafforzamento del dollaro statunitense, associate all'insorgere di incertezze correlate alle tensioni del commercio mondiale. Finora si sono verificate situazioni di grave tensione solo in Argentina e in Turchia; tuttavia, nel corso dell'anno, le condizioni finanziarie si sono inasprite nella maggior parte delle economie emergenti. I dati sui flussi di fondi mostrano che, a partire da aprile, gli investitori internazionali hanno iniziato a ridimensionare gli investimenti nelle EME. Allo stesso tempo, i mercati azionari in tali economie hanno registrato un brusco calo, controbilanciando il recupero del 2017, e si sono ampliati i differenziali di rendimento del debito sovrano. Vi sono, tuttavia, notevoli differenze tra le diverse EME e finora gli investitori sembrano aver operato le proprie scelte in base ai fondamentali dei diversi paesi.

Questi andamenti hanno destato preoccupazione per le prospettive delle economie emergenti e sollevato interrogativi sull'eventualità che tali paesi possano essere soggetti a un reiterarsi delle precedenti esperienze di crisi, come quella asiatica della fine degli anni '90 del Novecento. La crisi asiatica, provocata dalla svalutazione del baht thailandese nel luglio del 1997, ha dato luogo a una rivalutazione del rischio e al rapido contagio di diverse altre economie del continente. Tali economie sono state interessate da improvvise interruzioni dell'afflusso di capitali e gravi recessioni, chiara manifestazione di problemi generalizzati nella bilancia dei pagamenti uniti a debolezze del settore finanziario. Sebbene le motivazioni alla base della crisi asiatica fossero di varia natura, una caratteristica comune a molti dei paesi interessati si può individuare nel ricorso al debito estero a breve termine denominato in valuta estera, associato a regimi di tassi di cambio fissi e fragilità del settore finanziario. Storicamente, le crisi nelle economie emergenti sono state accompagnate da periodi di apprezzamento del dollaro statunitense che hanno esposto i paesi a forti disallineamenti valutari privi di copertura

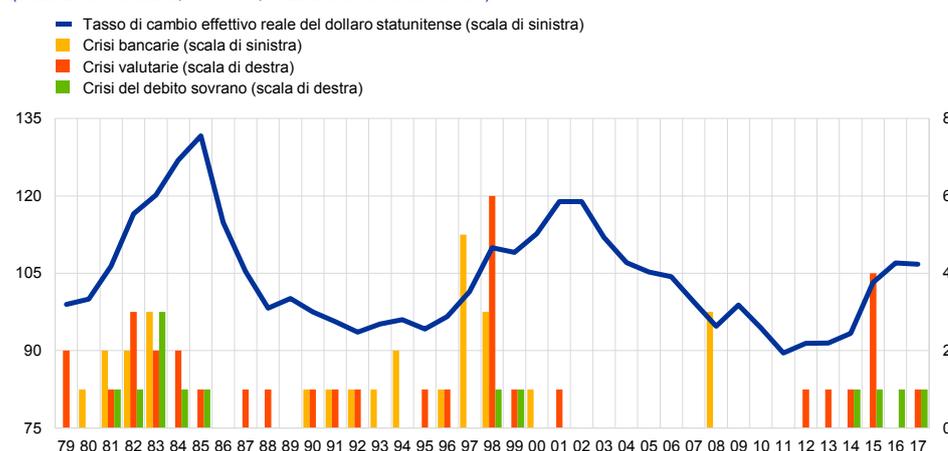
tra le attività e le passività denominate in dollari statunitensi (cfr. grafico A)⁸. Le circostanze attuali, caratterizzate dalla normalizzazione in atto nella politica monetaria degli Stati Uniti e da un rafforzamento del dollaro, hanno fatto crescere la preoccupazione che simili fragilità possano esporre le EME a un reiterarsi di tali problematiche relative alla bilancia dei pagamenti.

I potenziali rischi per le economie emergenti sono rilevanti per le prospettive mondiali. Rispetto a un ventennio fa, le economie emergenti svolgono, a livello aggregato, un ruolo significativamente più importante nell'economia internazionale, rappresentando oltre la metà del PIL (a parità di potere di acquisto) e dei flussi di capitali lordi a livello mondiale. Gli andamenti di tali economie possono pertanto produrre un considerevole impatto sugli altri paesi attraverso una serie di canali, tra cui quello commerciale, quello finanziario e quello della fiducia.

Grafico A

Il ruolo del dollaro statunitense nelle economie emergenti

(scala di sinistra: indice, 1980=100; scala di destra: numero di crisi)



Fonti: Laeven e Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Rispetto a venti anni fa, molte economie emergenti hanno ridotto le proprie vulnerabilità esterne e migliorato il proprio assetto delle politiche. Alcune EME hanno visto migliorare le proprie posizioni di conto corrente mentre altre registrano addirittura degli avanzi. Alcuni paesi esportatori di petrolio, in particolare, hanno beneficiato dell'aumento dei corsi petroliferi negli anni 2000. A partire dalla crisi finanziaria, tuttavia, le posizioni di conto corrente sono tornate ad ampliarsi lievemente e in alcuni paesi si registrano ancora disavanzi (cfr. grafico B). Si è evoluto anche il quadro delle politiche. Un'ampia quota di EME ha adottato obiettivi di inflazione per la politica monetaria, contribuendo ad ancorare le aspettative di inflazione e a stabilizzare il ciclo economico, e nella maggior parte di questi paesi vigono ora regimi

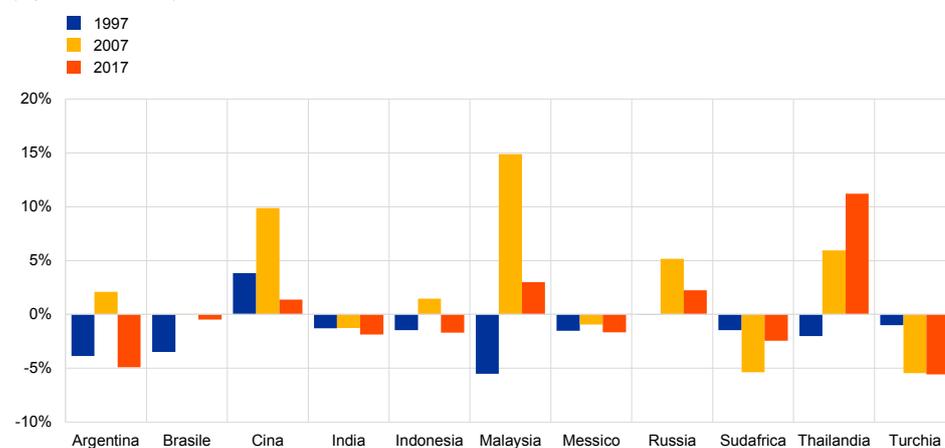
⁸ Per una trattazione approfondita del cosiddetto "peccato originale", ovvero l'impossibilità per i paesi di finanziarsi all'estero nella moneta nazionale, cfr. Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption", lavoro predisposto per la conferenza della Banca interamericana di Sviluppo su *Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin*, Washington, D.C., novembre 2002; nonché Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., "Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters", in Edwards, S. (a cura di), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, pagg. 121-170.

di tassi di cambio più flessibili. Inoltre, molte economie emergenti hanno accantonato riserve nel periodo successivo alla crisi asiatica e hanno continuato a farlo anche dopo la crisi finanziaria mondiale. Secondo l'indicatore di adeguatezza delle riserve ponderato per il rischio dell'FMI, che individua il valore di riferimento delle riserve non soltanto in rapporto alle metriche tradizionali, quali le importazioni e il ricorso al debito estero a breve termine, ma anche in rapporto all'aggregato monetario ampio per tenere conto del rischio di fuga di capitali, molte EME appaiono oggi in condizione di resistere meglio agli shock di arresto o fuga improvvisi (cfr. grafico C)⁹. Nondimeno, le riserve di alcuni paesi ancora non soddisfano i requisiti minimi di adeguatezza raccomandati.

Grafico B

Saldo di conto corrente

(in percentuale del PIL)



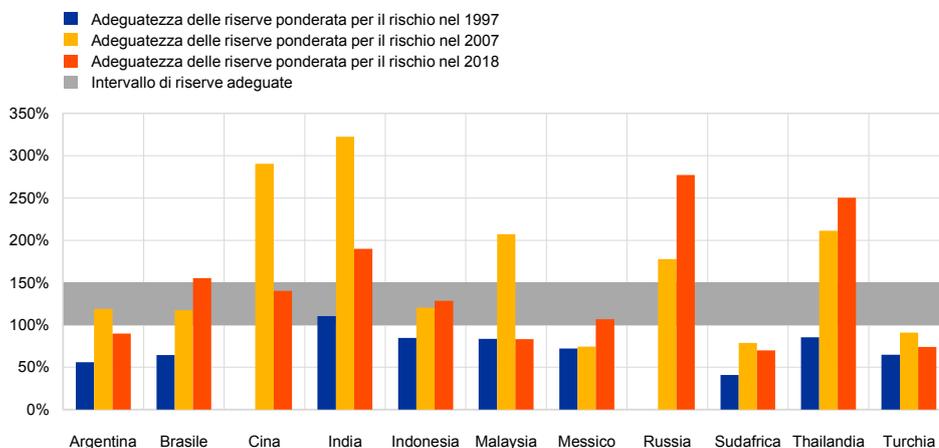
Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2017.

⁹ Non andrebbero trascurati, tuttavia, i costi di accumulo delle riserve. Tradizionalmente, questi sono correlati ai costi di sterilizzazione (o costo opportunità) delle riserve detenute e al costo per l'economia mondiale derivante dalla formazione di squilibri, ma in base all'evidenza empirica tale accumulo di riserve potrebbe anche essere di natura inflazionistica e derivare da azzardo morale ed effetti di incentivazione. Cfr. Chițu, L., "Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment", *Working Paper Series*, n. 1880, BCE, febbraio 2016.

Grafico C

Adeguatezza delle riserve

(valori percentuali)



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'adeguatezza delle riserve è calcolata sulla base della metodologia ponderata per il rischio dell'FMI, ovvero come funzione delle esportazioni (in modo da catturare le potenziali perdite di riserve dovute a un calo della domanda estera o a uno shock delle ragioni di scambio) del debito a breve e a lungo termine (come misura degli esborsi per interessi e del rischio di rinnovo) e dell'aggregato monetario ampio (come misura della portata della fuga di capitali). La misura tiene conto del regime del tasso di cambio e del grado di apertura del conto capitale. Un valore compreso tra il 100 e il 150 per cento indica che le riserve sono adeguate. A causa dell'indisponibilità di dati sul debito a breve termine sulla base della vita residua, i dati mostrati per il 1997 per Brasile, Indonesia, Messico, Turchia e Malaysia sono in effetti relativi, rispettivamente, al 2001, 2001, 2001, 1999 e 2001.

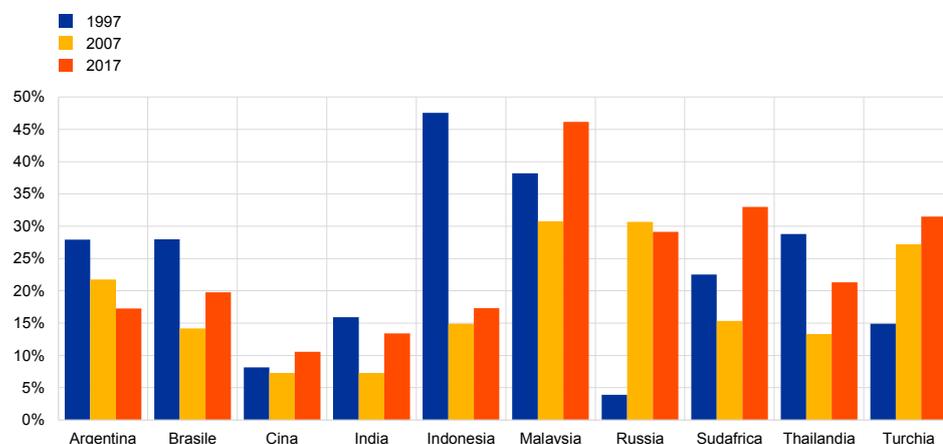
Tuttavia, se la maggior parte delle economie emergenti ha ridotto il ricorso al finanziamento in valuta estera rispetto alla fine degli anni '90 del Novecento, a partire dalla Grande recessione nelle EME sono aumentate le passività denominate in dollari statunitensi. Negli ultimi dieci anni il debito delle economie emergenti denominato in dollari statunitensi è aumentato, poiché le imprese hanno approfittato delle condizioni finanziarie favorevoli a livello mondiale (cfr. grafico D)¹⁰. Nella misura in cui queste posizioni sono prive di copertura, ciò potrebbe rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria nel caso di un ulteriore rafforzamento del dollaro statunitense. In effetti i mercati finanziari evidenziano che, più di recente, la crescita delle passività denominate in dollari statunitensi sembra essere stata associata a una maggiore sensibilità delle condizioni finanziarie delle EME agli andamenti finanziari negli Stati Uniti. Alla fine degli anni '90 del Novecento, le condizioni finanziarie più tese negli Stati Uniti tendevano a trasmettersi con maggior vigore alle economie emergenti; tuttavia tale sensibilità si è ridotta alla vigilia della crisi asiatica per poi tornare ad aumentare negli ultimi anni (cfr. grafico E).

¹⁰ Cfr. Bénétrix, A.S., Lane, P.R. e Shambaugh, J.C., "International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, volume 96, supplemento 1, luglio 2015, pagg. S98-S109.

Grafico D

Passività lorde sull'estero denominate in dollari statunitensi

(in percentuale del PIL)

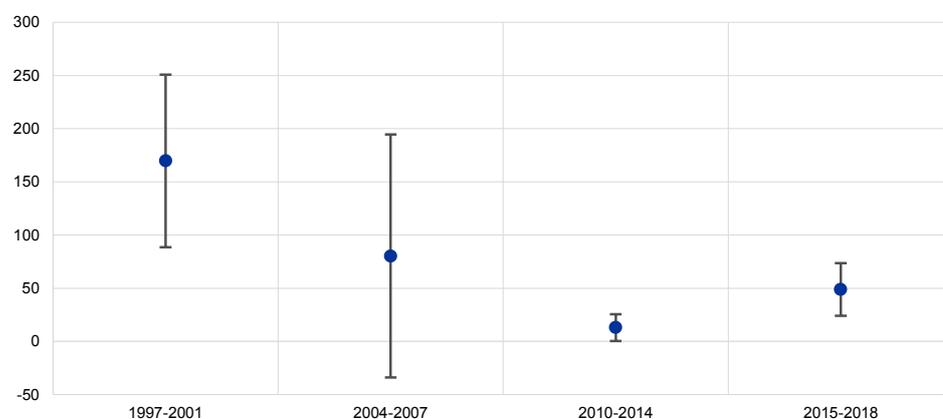


Fonti: Bénétix, Lane e Shambaugh (2015) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Grafico E

Risposta dei differenziali sul debito sovrano delle EME all'inasprimento finanziario negli Stati Uniti

(punti base)



Fonti: Bloomberg, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la risposta, espressa in punti base al termine di 22 giorni lavorativi con un intervallo di confidenza al 95 per cento, si basa su proiezioni locali che utilizzano una regressione longitudinale a effetti fissi per i differenziali sul debito sovrano mondiale dell'indice Emerging Markets Bond Index (EMBI) di JP Morgan. La variabile esplicativa è l'indice delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti di Bloomberg. I paesi considerati sono Argentina, Brasile, Cina, Filippine, Messico, Malaysia, Russia, Sudafrica e Turchia. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 agosto 2018.

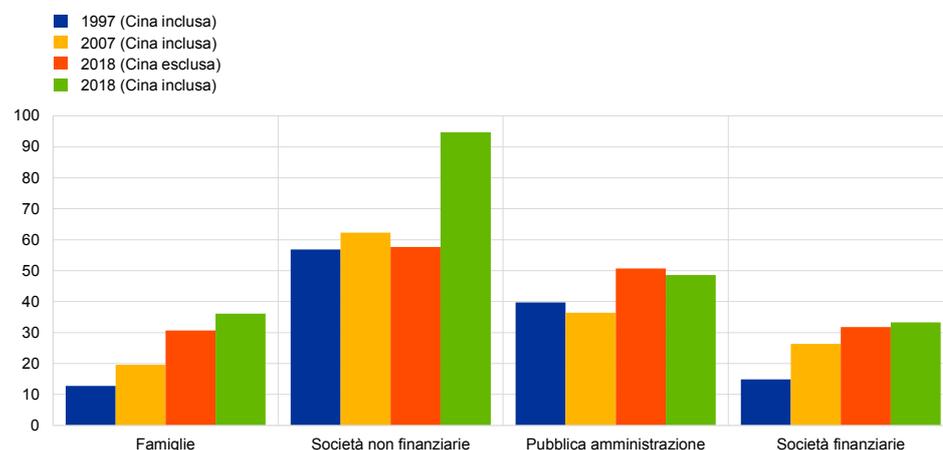
Nel contempo, in alcune economie emergenti gli squilibri interni sembrano aver subito un peggioramento, come indicato dalla crescita delle emissioni di debito in valuta locale e dalla riduzione dei margini di manovra. Se da un lato le vulnerabilità esterne possono apparire in calo, altre fragilità potrebbero essersi acuite, come suggeriscono, ad esempio, la crescita delle emissioni di debito in valuta locale, il più elevato grado di leva finanziaria nel settore privato e il peggioramento delle posizioni di bilancio. I rapporti fra debito e PIL sono cresciuti significativamente rispetto ai livelli di venti anni fa. In particolare, il debito è aumentato rapidamente dopo la recessione mondiale, sospinto dalle favorevoli condizioni finanziarie a livello

mondiale. Gran parte dell'incremento si è registrato nel settore societario cinese. In Cina il rapporto credito/PIL è cresciuto fino a toccare livelli potenzialmente problematici dal punto di vista della stabilità finanziaria¹¹. Oltre al settore societario, la leva finanziaria registrata presso le famiglie delle economie emergenti è triplicata rispetto alla metà degli anni '90 (cfr. grafico F)¹². In aggiunta, i margini di manovra per interventi di bilancio e di politica monetaria sono più ridotti, in quanto i paesi in questione hanno già dovuto fornire stimolo fiscale e monetario nel corso della Grande recessione. I margini di bilancio a disposizione dei paesi esportatori di materie prime si sono particolarmente ridotti dopo il calo dei prezzi delle materie prime del 2014. I margini di intervento potrebbero risultare addirittura più ridotti in quelle economie emergenti che hanno un debito denominato in valuta estera sostanzioso e privo di copertura¹³.

Grafico F

Indebitamento delle economie emergenti per settore

(in percentuale del PIL)



Fonti: Institute of International Finance ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al primo trimestre dell'anno in esame. La serie di dati riferita alle economie emergenti prende in esame trenta economie emergenti (EM-30), includendo Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Ghana, Hong Kong, India, Indonesia, Israele, Kenya, Libano, Malaysia, Messico, Nigeria, Pakistan, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ucraina e Ungheria.

Al fine di valutare se le EME siano oggi meno esposte a gravi crisi, calcoliamo la probabilità che si verifichi una crisi nel 2018 e la confrontiamo con la probabilità di crisi nel 1997. La probabilità di crisi cattura la vulnerabilità complessiva di un paese, sintetizzando i fondamentali delle EME in un'unica dimensione che comprende le più rilevanti vulnerabilità macro-finanziarie, ovvero

¹¹ Cfr., ad esempio, Aldasoro, I., Borio, C. e Drehmann, M., "Early warning indicators of banking crises: expanding the family", *BIS Quarterly Review*, marzo 2018; nonché Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (a cura di), "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 206, BCE, gennaio 2018.

¹² In alcuni paesi tale incremento potrebbe, in parte, verosimilmente riflettere il fatto che il sistema finanziario è in via di sviluppo. Un rapporto simile probabilmente non verrebbe considerato problematico in molte economie avanzate, mentre le economie emergenti tendono ad avere una soglia di tolleranza dell'indebitamento più bassa. Cfr., ad esempio, "Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies", *BIS Papers*, n. 67, ottobre 2012; nonché Reinhart, C., Rogoff, K. e Savastano, M., "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2003, pagg. 1-74.

¹³ Per ulteriori dettagli ed evidenze empiriche, fra cui la cosiddetta "visione di Fischer" sulla conduzione ottimale della politica monetaria nei paesi dollarizzati in tempo di crisi, cfr., ad esempio, Chițu, L., "Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?", *Comparative Economic Studies*, vol. 55, n. 2, giugno 2013, pagg. 233-265.

quelle che consentono di prevedere gravi crisi sistemiche nelle EME e sono correlate ai rischi tradizionali della bilancia dei pagamenti e agli squilibri finanziari nazionali. Nello specifico, il modello di allarme preventivo parsimonioso utilizza le migliori variabili predittive disponibili in letteratura per tali modelli, quali i valori ritardati della crescita del PIL, l'inflazione, il rapporto tra conto corrente e PIL, quello tra credito al settore privato e PIL e quello tra riserve e debito a breve termine. Le probabilità di crisi a un anno vengono stimate con un modello logistico binario la cui variabile dipendente è rappresentata da una crisi molto grave (valutaria, bancaria sistemica o del debito sovrano) definita come in Laeven e Valencia (2012)¹⁴. Ciò detto, i modelli di allarme preventivo presentano dei limiti. L'accuratezza del modello dipende dai potenziali effetti di retroazione delle variazioni nelle politiche e nelle aspettative. Inoltre, i modelli di allarme preventivo incorporano solo indicatori identificati come buone variabili predittive nelle precedenti crisi e non nuovi indicatori che potrebbero risultare utili per la previsione di nuove crisi. Uno di questi potrebbe essere la leva finanziaria nel settore societario delle economie emergenti.

Nel complesso, i risultati del modello indicano che, sebbene il quadro vari da paese a paese, i fondamentali delle EME sono sostanzialmente migliorati rispetto alla metà degli anni '90 del Novecento. È importante rilevare che le EME con fondamentali più solidi rappresentano un'ampia quota dell'economia mondiale. Le evidenze empiriche indicano che i fondamentali della maggior parte delle economie emergenti sono migliorati, in qualche misura, rispetto al 1997, in particolare nei paesi le cui economie acquistano un peso sempre maggiore nel contesto mondiale (cfr. grafico G). Complessivamente, il miglioramento più evidente si è verificato nelle EME asiatiche, a dimostrazione del fatto che gli insegnamenti della crisi del 1997 sono stati recepiti¹⁵. Tuttavia il modello segnala una maggiore vulnerabilità, rispetto al 1997, di Argentina e Turchia, due paesi in cui si è osservata di recente una certa turbolenza dei mercati finanziari. L'esempio della Cina, inoltre, evidenzia la necessità di valutare con cautela i risultati del modello. La probabilità di crisi individuata dal modello per il 2018 è relativamente bassa poiché la Cina si caratterizza per un avanzo di conto corrente moderato, bassa inflazione, crescita vigorosa, riserve valutarie ampie e livelli ridotti di debito estero. Allo stesso tempo, nell'ultimo decennio in Cina si è osservato un rapido aumento della leva finanziaria, fattore che il modello potrebbe non rilevare in modo soddisfacente¹⁶.

¹⁴ Il modello utilizza un campione rilevato su un periodo di tempo relativamente lungo, di quasi mezzo secolo, una definizione di crisi consolidata in letteratura quale variabile dipendente (cfr. Laeven, L. e Valencia, F., "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Papers*, n. 12/163, giugno 2012) e un campione esaustivo che comprende 50 paesi di rilevanza sistemica. La probabilità di crisi per il 2018 si basa sui dati del 2017. La distorsione post-crisi viene gestita escludendo gli anni della crisi. Il punto di discriminazione ottimale che divide le probabilità stimate ottenute dal modello logistico in osservazioni relative alla crisi e osservazioni a essa estranee viene determinato applicando l'indice di Youden. Con un AUROC dello 0,8163 e un errore standard pari ad appena 0,048, al modello può essere attribuito un valore previsivo.

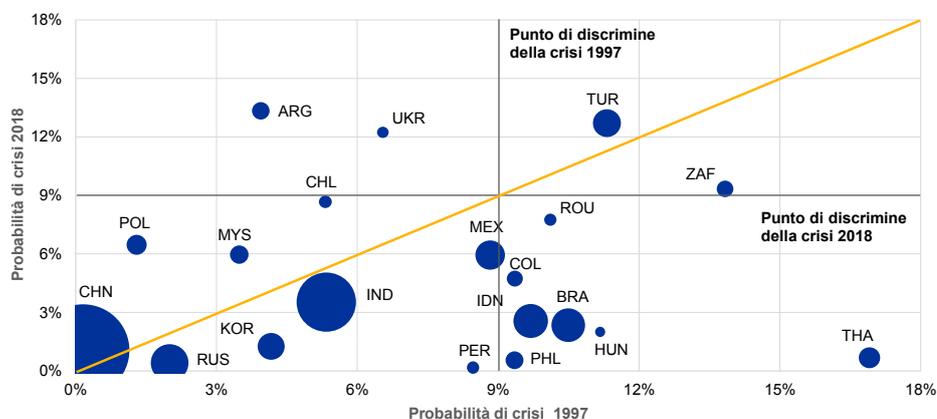
¹⁵ Il modello di allarme preventivo non segnala una crisi in Corea del Sud e in Malaysia nel 1997, il che tende ad avvalorare l'ipotesi di un contagio non razionale/non legato ai fondamentali di tali paesi a quel tempo.

¹⁶ Le fragilità in Cina risultano accresciute poiché la rapida ascesa del credito si è accompagnata a una maggiore complessità e a un aumento del grado di leva finanziaria nel sistema finanziario. Per ulteriori dettagli, cfr. Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (a cura di), op. cit.

Grafico G

Probabilità di crisi nelle EME, 2018 e 1997 a confronto

(valori percentuali)



Fonte: stime degli esperti della BCE.

Note: la probabilità di crisi (valutaria, bancaria sistemica o del debito sovrano) nel 2018 e nel 1997 viene stimata applicando un modello logistico binario in cui la variabile dipendente della crisi è definita come in Laeven e Valencia (2012). In assenza di dati storici per la stima delle probabilità di crisi nel 1997 in Cina e in Corea del Sud, il grafico mostra le probabilità di crisi a partire dal 1998 e dal 1999, rispettivamente. Per Russia, Brasile e Turchia le probabilità di crisi passate sono calcolate, rispettivamente, a partire dal 1998 e dal 2001, ovvero gli anni in cui si è verificata la crisi in tali paesi. Il punto di discriminare ottimale per l'emissione di un segnale di crisi viene determinato applicando l'indice di Youden. La grandezza dei cerchi che rappresentano i paesi riflette la quota di ciascun paese nel PIL mondiale in termini di parità di potere d'acquisto nel 2017.

Nel complesso, sebbene la maggioranza delle EME sembra oggi disporre di fondamentali ampiamente più solidi ed essere in condizione di resistere meglio agli shock rispetto a vent'anni fa, i rischi permangono. Se da un lato le posizioni sull'estero delle EME sono migliorate, dall'altro sembrano delinearsi rischi di origine interna, in particolare in seguito alla recessione mondiale. Mentre in alcune di queste economie ancora si manifestano i consueti problemi di bilancia dei pagamenti, in altre l'eccessivo grado di leva del settore finanziario interno e la riduzione dei margini di manovra potrebbero dare luogo a episodi di instabilità finanziaria.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 1° agosto al 30 ottobre 2018

a cura di M^a Carmen Castillo Lozoya ed Elvira Fioretto

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2018, ossia, rispettivamente, dal 1° agosto al 18 settembre e dal 19 settembre al 30 ottobre 2018. Durante l'intero periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento. In parallelo, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 30 miliardi di euro al mese fino alla fine di settembre e di 15 miliardi di euro a partire da ottobre.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.459,8 miliardi di euro, aumentando di 32,3 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero rispetto al terzo e quarto periodo di mantenimento del 2018). Il maggiore fabbisogno di liquidità è largamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti che, cresciuti in media di 29,8 miliardi di euro, hanno raggiunto 1.333,1 miliardi nel periodo in esame, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate in media di 2,5 miliardi di euro, portandosi a 126,7 miliardi.

La crescita dei fattori autonomi netti è stata principalmente dovuta a un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità, in parte compensato da un incremento dei fattori di immissione della liquidità. Per quanto concerne i fattori di assorbimento della liquidità, le variazioni più significative sono riconducibili ai depositi delle amministrazioni pubbliche e alle banconote in circolazione, che hanno registrato, rispettivamente, un aumento medio di 20 miliardi raggiungendo 259,4 miliardi e un aumento medio di 16,6 miliardi toccando 1.193,1 miliardi. Tali incrementi sono stati in parte compensati da incrementi dei fattori di immissione della liquidità, in particolare dalle attività nette denominate in euro, che sono cresciute in media di 8,9 miliardi raggiungendo 200,1 miliardi. Le passività dell'Eurosistema in euro verso non residenti nell'area dell'euro sono diminuite in media di 9,5 miliardi, riflettendo un

andamento stagionale meno marcato rispetto al periodo di riferimento precedente¹⁷ e contribuendo quindi positivamente alle attività nette medie (di immissione della liquidità) denominate in euro.

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

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

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

	Periodo di riferimento attuale: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018						Periodo di riferimento precedente: dal 3 maggio 2018 al 31 luglio 2018	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 1° agosto al 18 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 19 settembre al 30 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	2.164,8	(+40,9)	2.150,1	(-17,2)	2.181,9	(+31,7)	2.123,9	(+43,8)
Banconote in circolazione	1.193,1	(+16,6)	1.192,2	(+8,6)	1.194,3	(+2,1)	1.176,5	(+22,5)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	259,4	(+20,0)	239,1	(-24,7)	283,1	(+44,1)	239,4	(+11,9)
Altri fattori autonomi	712,2	(+4,3)	718,9	(-1,1)	704,4	(-14,5)	708,0	(+9,4)
Conti correnti	1.358,0	(+26,2)	1.348,7	(+42,0)	1.369,0	(+20,3)	1.331,9	(+27,3)
Strumenti di politica monetaria	779,7	(-0,4)	797,9	(+21,4)	758,5	(-39,4)	780,1	(-20,4)
Riserve obbligatorie minime ¹	126,7	(+2,5)	126,7	(+2,0)	126,7	(-0,0)	124,2	(+0,0)
Depositi presso la banca centrale	653,0	(-2,9)	671,2	(+19,4)	631,8	(-39,4)	655,9	(-20,4)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

¹⁷ Le passività dell'Eurosistema nei confronti dei non residenti nell'area sono costituite principalmente da depositi denominati in euro in conti detenuti da banche centrali non appartenenti all'area dell'euro all'interno dell'Eurosistema. Le chiusure trimestrali, e in misura minore quelle mensili, sono generalmente influenzate dagli aumenti di tali depositi, poiché le banche commerciali sono più restie ad accettare contante, nei mercati garantiti e non, prima delle date di segnalazione contabile. Il 30 settembre 2018 le passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro denominate in euro hanno raggiunto i 301,7 miliardi, rispetto a una media di 264,7 miliardi durante il sesto periodo di mantenimento. Ciò ha comportato un effetto meno marcato rispetto a quello osservato il 30 giugno 2018, quando queste passività hanno toccato i 348 miliardi, rispetto a una media di 281,4 miliardi nel quarto periodo di mantenimento.

Attività – Offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018						Periodo di riferimento precedente: dal 3 maggio 2018 al 31 luglio 2018	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 1° agosto al 18 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 19 settembre al 30 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	831,9	(+10,9)	837,4	(+15,9)	825,5	(-11,9)	821,0	(-20,6)
Attività nette sull'estero	631,8	(+1,9)	637,5	(+2,4)	625,2	(-12,3)	629,8	(+1,0)
Attività nette denominate in euro	200,1	(+8,9)	199,9	(+13,6)	200,3	(+0,4)	191,2	(-21,6)
Strumenti di politica monetaria	3.344,1	(+53,0)	3.332,7	(+27,9)	3.357,6	(+24,9)	3.291,1	(+71,3)
Operazioni di mercato aperto	3.344,0	(+53,0)	3.332,6	(+27,9)	3.357,5	(+24,9)	3.291,0	(+71,3)
Operazioni d'asta	739,1	(-14,0)	742,9	(-3,3)	734,7	(-8,2)	753,1	(-8,7)
ORP	4,8	(+2,9)	3,0	(+1,0)	6,9	(+3,9)	1,9	(+0,2)
ORLT a tre mesi	4,6	(-2,8)	5,4	(-1,9)	3,7	(-1,7)	7,4	(-0,3)
Operazioni OMRLT-I	5,5	(-5,6)	8,9	(-0,6)	1,5	(-7,4)	11,1	(-1,9)
Operazioni OMRLT-II	724,2	(-8,5)	725,6	(-1,8)	722,6	(-3,0)	732,7	(-6,6)
Portafogli definitivi	2.604,9	(+67,0)	2.589,7	(+31,2)	2.622,8	(+33,1)	2.537,9	(+79,9)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,5	(-0,2)	4,5	(-0,0)	4,5	(-0,0)	4,7	(-1,1)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,0	(-0,2)	4,0	(-0,1)	4,0	(-0,0)	4,2	(-0,3)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	258,4	(+3,8)	257,2	(+1,8)	259,9	(+2,7)	254,6	(+5,7)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	74,2	(-9,3)	74,3	(-8,0)	74,0	(-0,3)	83,5	(-1,5)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	27,3	(-0,2)	27,5	(-0,1)	27,1	(-0,4)	27,5	(+1,7)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.067,8	(+63,6)	2.055,7	(+34,3)	2.081,9	(+26,2)	2.004,2	(+61,9)
Programma di acquisto di attività del settore societario	168,7	(+9,5)	166,4	(+3,3)	171,4	(+5,0)	159,3	(+13,5)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

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

	Periodo di riferimento attuale: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018						Periodo di riferimento precedente: dal 3 maggio 2018 al 31 luglio 2018	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 1° agosto al 18 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 19 settembre al 30 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.459,8	(+32,3)	1.439,5	(-31,4)	1.483,4	(+43,9)	1.427,5	(+64,5)
Fattori autonomi ²	1.333,1	(+29,8)	1.312,8	(-33,5)	1.356,7	(+43,9)	1.303,3	(+64,4)
Liquidità in eccesso	1.884,3	(+20,8)	1.893,1	(+59,4)	1.874,0	(-19,0)	1.863,5	(+6,8)

Andamenti dei tassi di interesse (medie; valori percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: dal 1° agosto 2018 al 30 ottobre 2018			Periodo di riferimento precedente: dal 3 maggio 2018 al 31 luglio 2018	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento	Quinto periodo di mantenimento: dal 1° agosto al 18 settembre	Sesto periodo di mantenimento: dal 19 settembre al 30 ottobre	Terzo e quarto periodo di mantenimento	
ORP	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	
Eonia	-0,363 (+0,00)	-0,359 (+0,00)	-0,366 (-0,01)	-0,363 (+0,00)	

Fonte: BCE.

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

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

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

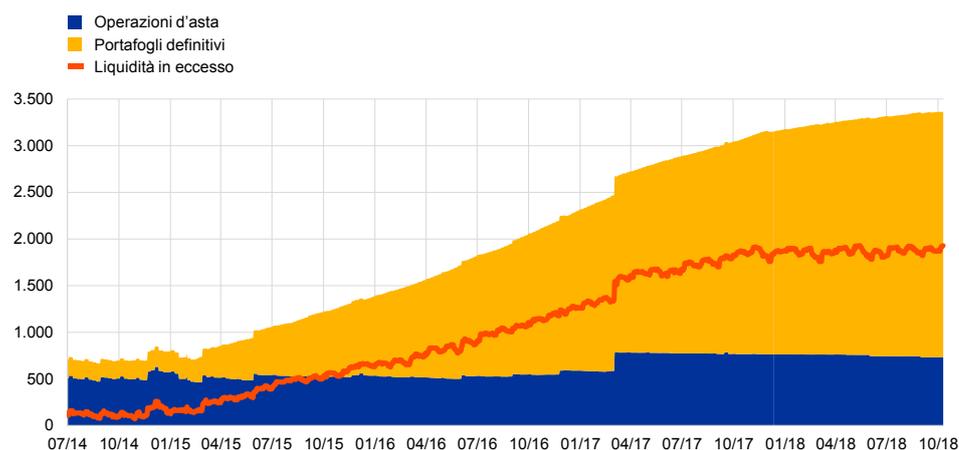
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA, è aumentato di 53 miliardi di euro, raggiungendo i 3.344,1 miliardi (cfr. grafico A). Tale aumento è interamente attribuibile agli acquisti netti nell'ambito del PAA, mentre la domanda derivante da operazioni d'asta ha registrato un lieve calo.

Grafico A

Andamento delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 14 miliardi di euro, attestandosi a 739,1 miliardi.

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

di 14,1 miliardi di euro. La diminuzione dei fondi OMRLT è in gran parte collegata allo scadere delle operazioni OMRLT-I e ai rimborsi volontari delle prime e delle seconde operazioni OMRLT-II a settembre 2018, pari complessivamente a 12,6 miliardi di euro. La liquidità media fornita attraverso le ORP è cresciuta di 2,9 miliardi raggiungendo i 4,8 miliardi di euro ed è stata quasi completamente compensata da un calo della liquidità fornita attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi (ORLT), che sono diminuite in media di 2,8 miliardi di euro, attestandosi a 4,6 miliardi.

La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 67 miliardi di euro arrivando a 2.604,9 miliardi, principalmente per effetto del proseguimento degli acquisti netti nell'ambito del PAA. La liquidità offerta mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e il programma di acquisto di titoli del settore societario è aumentata in media rispettivamente di 63,6 miliardi, di 3,8 miliardi e di 9,5 miliardi di euro. Tuttavia, il programma di acquisto di attività cartolarizzate si è ridotto lievemente in media di 0,2 miliardi per effetto dei rimborsi netti dei titoli. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati pari, complessivamente, a 9,7 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, la liquidità media in eccesso è lievemente cresciuta di 20,8 miliardi rispetto al periodo precedente arrivando a 1.884,3 miliardi di euro (cfr. grafico A). Tale incremento riflette la liquidità fornita attraverso gli acquisti del PAA, che è stata solo in parte assorbita da fattori autonomi netti più elevati, principalmente nel sesto periodo di mantenimento. In effetti, pur essendo cresciuta di 59,4 miliardi nel quinto periodo di mantenimento, la liquidità in eccesso è diminuita nuovamente di 19 miliardi nel sesto periodo di mantenimento. Tale inversione di tendenza è stata in parte trainata dall'andamento dei fattori autonomi netti, che sono diminuiti di 33,5 miliardi prima di crescere nuovamente di 43,9 miliardi durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento rispettivamente. In merito alla distribuzione di liquidità in eccesso detenuta fra conti correnti e depositi presso la banca centrale, la disponibilità media di conto corrente è cresciuta di 26,2 miliardi di euro, fino a 1.358 miliardi; al contempo il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è diminuito di ulteriori 2,9 miliardi di euro, fino a raggiungere 653 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario garantito e non garantito sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la BCE, o lievemente al di sotto di tale livello per alcuni tassi riferiti a specifici panieri di collaterali nel segmento del mercato monetario garantito. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (Euro

Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,363 per cento, invariato rispetto al periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato fra il valore minimo pari a -0,371 per cento osservato il 12 settembre e il 17 ottobre e il valore massimo pari a -0,342 per cento dell'ultimo giorno di agosto 2018. Per quanto concerne il mercato garantito, il differenziale tra i tassi medi dei pronti contro termine per il paniere dei collateral standard e per il paniere ampliato nel mercato general collateral (GC) pooling¹⁸ si è ridotto notevolmente in un contesto caratterizzato da esigui volumi di contrattazioni. Rispetto al periodo precedente il tasso medio dei pronti contro termine per il paniere dei collateral standard è cresciuto di 22 punti base fino a -0,419 per cento, mentre quello per il paniere dei collateral ampliato è diminuito di 10 punti base toccando il -0,404 per cento.

A settembre il calo di fine trimestre dei tassi dei pronti contro termine per il paniere dei collateral dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro è stato leggermente più visibile rispetto alla fine dei trimestri terminanti a marzo e giugno, benché si sia mantenuto ancora relativamente moderato rispetto alla fine dei trimestri del 2017. Mentre, alla fine di giugno, i tassi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC sono diminuiti di soli 2 punti base per le garanzie collateral francesi e di solo 5 punti base per le garanzie collateral tedesche, alla fine di settembre questi stessi tassi dei pronti contro termine sono diminuiti di 11 punti base e di 15 punti base, fino a toccare, rispettivamente, -0,61 per cento e -0,65 per cento. D'altro canto, il tasso dei pronti contro termine nel mercato GC per le garanzie collateral italiane è cresciuto di 6 punti base fino al -0,33 per cento alla fine di settembre, rispetto a un incremento di 3 punti base alla fine di giugno. I tassi dei pronti contro termine per tutti i paesi dell'area dell'euro sono tornati ai livelli precedenti immediatamente dopo la fine del trimestre. Complessivamente, il prestito di titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico dell'Eurosistema ha continuato a sostenere l'ordinato funzionamento dei mercati di pronti contro termine.

¹⁸ Il mercato GC pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collateral.

a cura di Maarten Dossche e Jaime Martinez-Martin

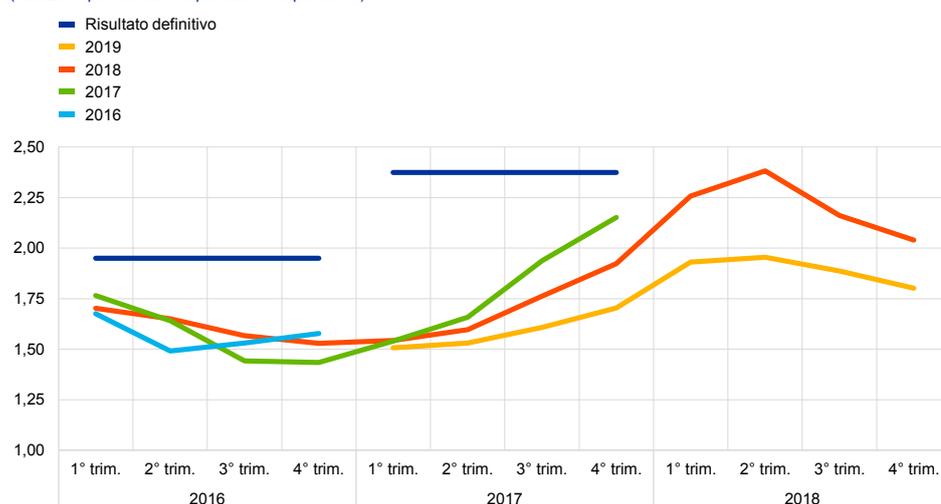
La dinamica dell'attività economica nell'area dell'euro è in significativo rallentamento dalla fine del 2017.

Nel terzo trimestre del 2018, infatti, la crescita del PIL dell'area sul trimestre precedente è scesa allo 0,2 per cento, in calo dallo 0,7 per cento del quarto trimestre del 2017. Il presente riquadro esamina i fattori alla base di tale rallentamento e valuta se quest'ultimo possa considerarsi inatteso. In particolare il riquadro analizza se i fattori sottostanti siano di carattere temporaneo o permanente, se siano originati all'interno o all'esterno dell'area dell'euro e se il rallentamento sia stato trainato dalla debolezza della domanda o dall'irrigidimento delle condizioni dell'offerta.

Grafico A

Aspettative di crescita del PIL formulate dai previsori professionali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: le linee blu rappresentano le stime definitive della crescita annua del PIL. Tutte le altre linee rappresentano le previsioni di crescita per un anno specifico formulate in momenti diversi.

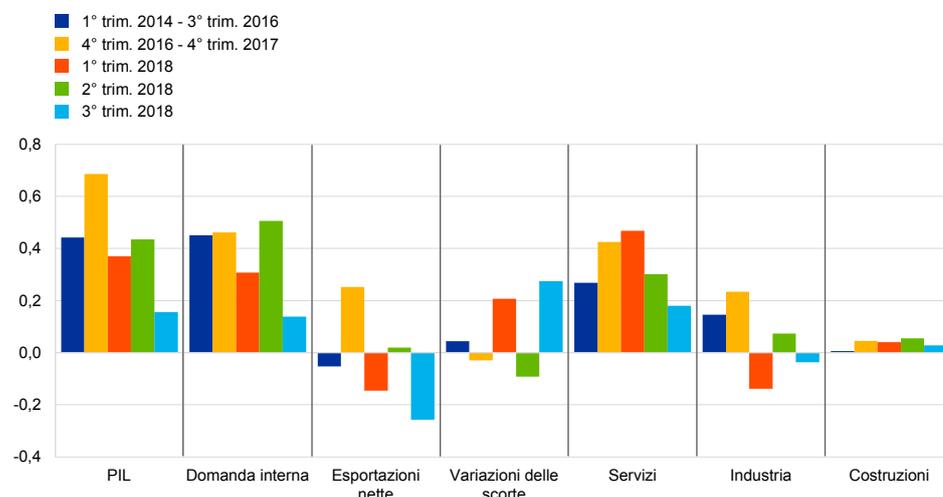
La recente dinamica del prodotto è risultata deludente rispetto alle previsioni di crescita formulate a fine 2017, ma non è tale se confrontata con le aspettative antecedenti.

La marcata accelerazione della crescita nel 2017 ha rappresentato una evoluzione favorevole, inattesa dalla maggior parte dei previsori professionali (cfr. grafico A). Tale rafforzamento della crescita, coinciso con il picco del 5,2 per cento nella crescita del commercio mondiale, è stato principalmente trainato dalle esportazioni nette. Per contro, la dinamica della domanda interna si è mantenuta su livelli paragonabili a quelli registrati nella prima parte della fase di espansione, che va dal 2014 al 2016 (cfr. grafico B). Dagli inizi del 2018 le previsioni di crescita per il medesimo anno e per il 2019 sono state gradualmente riviste al ribasso, sebbene per il 2018 sia ancora attesa un'espansione annua del PIL superiore alle previsioni formulate a inizio 2017.

Grafico B

Crescita del PIL: scomposizione della spesa e della produzione

(variazioni percentuali trimestrali; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i valori relativi ai periodi tra il primo trimestre 2014 e il terzo trimestre 2016 e tra il quarto trimestre 2016 e il quarto trimestre 2017 rappresentano le medie dei relativi dati trimestrali.

Nel 2018 il rallentamento è stato in gran parte determinato da fattori esterni, in particolare dalla debolezza della domanda estera. Come era avvenuto per il rafforzamento della crescita nel 2017, il rallentamento del 2018 è stato di fatto determinato dalle esportazioni nette (cfr. grafico B). La dinamica degli scambi commerciali si è gradualmente normalizzata con la flessione della crescita mondiale verso i livelli potenziali. Il settore più colpito dal calo delle esportazioni nette è stato quello industriale, in quanto maggiore produttore di beni da esportazione. La crescita della domanda interna, nel contempo, si è mantenuta generalmente in linea con il contributo fornito in media dall'inizio dell'espansione economica. Mentre nel terzo trimestre del 2018 la temporanea discontinuità nella produzione di autoveicoli ha inciso sui consumi privati, la solidità della domanda interna riflette il circolo virtuoso tra occupazione, redditi da lavoro e consumi. Le evidenze disponibili suggeriscono che finora tale circolo virtuoso non è stato interrotto dalla recente perdita di slancio della crescita.

Grafico C

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi al quarto trimestre del 2018 si basano su quelli del solo mese di ottobre del medesimo anno.

Sul profilo della crescita hanno influito anche diversi fattori temporanei. Nella prima metà del 2018 le condizioni meteorologiche avverse, le assenze per malattia e le agitazioni sindacali nel settore industriale hanno influenzato il prodotto di alcuni paesi¹⁹. Nel terzo trimestre si è inoltre registrata un'accentuata discontinuità nella produzione di autovetture in conseguenza dell'introduzione, dal 1° settembre, di nuovi standard di emissione per gli autoveicoli (cfr. grafico C). Il rallentamento della produzione è imputabile al tentativo delle case automobilistiche di evitare l'accumulo di scorte di modelli non testati, che gravavano notevolmente sulle economie dotate di un vasto settore automobilistico (come la Germania). Nel terzo trimestre l'economia tedesca ha effettivamente subito una contrazione, determinando un calo della crescita trimestrale dell'area dell'euro pari ad almeno 0,1 punti percentuali. Tale effetto, tuttavia, dovrebbe essere temporaneo. Nel quarto trimestre, con l'azzeramento delle verifiche di conformità rimaste in arretrato, la produzione automobilistica dovrebbe gradualmente tornare alla normalità e l'effetto sul prodotto esaurirsi. Gli ultimi dati suggeriscono in effetti che la produzione automobilistica sia già in fase di normalizzazione²⁰.

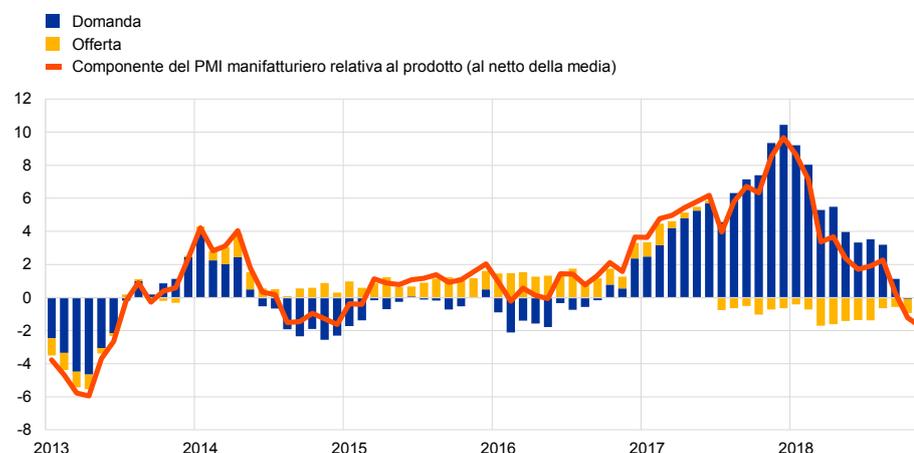
¹⁹ Cfr. il riquadro intitolato *Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

²⁰ Secondo i dati dell'associazione dell'industria automobilistica tedesca disponibili fino a novembre 2018.

Grafico D

Scomposizione della componente del PMI manifatturiero relativa al prodotto

(indice di diffusione; contributi)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: scomposizione storica della componente del PMI manifatturiero dell'area dell'euro relativa al prodotto mediante un modello autoregressivo vettoriale strutturale con restrizioni di segno, con prodotto e grado di utilizzo della capacità produttiva derivati dal PMI manifatturiero. Il modello utilizza restrizioni di segno per identificare gli shock dal lato della domanda e quelli dal lato dell'offerta, laddove i primi sono definiti come shock che spingono nella stessa direzione la componente del PMI manifatturiero relativa al prodotto e l'utilizzo della capacità produttiva e i secondi come shock che spingono le due componenti in direzioni opposte.

Malgrado l'indebolimento della domanda, i livelli di utilizzo della capacità produttiva attualmente elevati suggeriscono che nell'industria manifatturiera le condizioni dell'offerta rimangono tese. Basandosi su un modello, la scomposizione della componente del PMI manifatturiero relativa al prodotto suggerisce che il recente rallentamento dell'attività è principalmente legato alla debolezza della domanda (cfr. grafico D)²¹. Nel contempo, dalla metà del 2017 i vincoli all'offerta sono gradualmente divenuti più stringenti. L'utilizzo della capacità produttiva è diminuito soltanto in misura lieve al rallentare della crescita del prodotto. Tale andamento emerge chiaramente nel settore manifatturiero, in modo particolare in Germania e, in misura minore, in Francia.

Il recente indebolimento della crescita, nel complesso, non ha finora messo in discussione i fondamentali dell'espansione economica in atto. Il rallentamento fa seguito a una dinamica della domanda esterna inaspettatamente vigorosa nel 2017 ed è stato aggravato da alcuni fattori di carattere temporaneo. Una graduale moderazione della crescita, di fatto, può essere considerata persino normale al progredire dell'espansione. L'incertezza sull'evoluzione del contesto esterno ha inoltre determinato un netto incremento dei rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro. È pertanto necessario seguire con attenzione le possibili implicazioni per la domanda interna e per i fondamentali dell'espansione.

²¹ In questo modello la recente interruzione temporanea della produzione automobilistica è anche considerata come una flessione della domanda.

4 Variazioni nella composizione che hanno contribuito alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa

a cura di Katalin Bodnár

Nel terzo trimestre del 2018 il totale degli occupati nell'area dell'euro è stato superiore di 9,6 milioni di unità al valore registrato nel secondo trimestre del 2013, quando ha raggiunto il punto più basso durante la crisi. L'aumento dell'occupazione nel corso della ripresa ha più che compensato il calo registrato durante la crisi. Di conseguenza, l'occupazione nell'area dell'euro è attualmente al suo livello più elevato, pari a 158,3 milioni²². Il presente riquadro descrive la crescita netta dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa e la confronta al periodo che va dal primo trimestre del 1999 al primo trimestre del 2008, ovvero dall'introduzione dell'euro all'inizio della crisi, che fu anch'esso caratterizzato da un costante aumento dell'occupazione nell'intera area dell'euro.

Nel corso della recente ripresa la composizione per paese dell'espansione dell'occupazione si è dimostrata lievemente diversa da quella registrata nel periodo precedente la crisi. L'aumento di 9,6 milioni nel numero di persone occupate nell'area dell'euro è simile a quello osservato nei cinque anni precedenti la crisi, periodo in cui venne registrato un aumento di 10 milioni²³. La differenza principale consiste nel fatto che la Germania adesso è responsabile di una percentuale notevolmente più ampia dell'espansione dell'occupazione rispetto a prima della crisi, mentre le quote relative degli altri principali paesi dell'area dell'euro, soprattutto la Spagna, sono diminuite (cfr. grafico A). Ciò riflette in larga parte la forza relativa della crescita economica osservata in quei paesi nei due periodi. In maniera analoga, se nell'area dell'euro la Spagna era la principale meta dell'immigrazione prima della crisi, durante la ripresa il paese con il maggior afflusso di immigrati è stato la Germania. Anche Lituania, Austria, Portogallo e Slovacchia hanno aumentato il proprio contributo all'espansione dell'occupazione nell'area dell'euro nel corso della recente ripresa.

²² Le cifre riportate si basano su dati dei conti nazionali. Ciò permette di disaggregare gli andamenti dell'occupazione nell'area dell'euro per paese e settore. Per una scomposizione dettagliata dell'occupazione sulla base di caratteristiche personali e tipologie di contratto vengono usati i dati ottenuti dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, LFS). Anche se le dinamiche di questi due gruppi di statistiche sono simili, i livelli di occupazione e i tassi di crescita cumulati che ne risultano sono lievemente diversi per motivi metodologici. Nel caso dei dati dell'LFS, ad esempio, i numeri si basano su un principio nazionale, alcuni settori della popolazione non sono considerati e i dati sull'occupazione fanno riferimento alle fasce d'età che vanno dai 15 ai 64 anni o dai 15 ai 74 anni. Di contro, i dati di contabilità nazionale si basano su un principio interno, includono una stima dell'occupazione nell'economia sommersa e i dati sull'occupazione si riferiscono a persone di tutte le età. Cfr. [questo documento](#) per un'esposizione più dettagliata. Sulla base dei dati dell'LFS, il numero delle persone occupate è aumentato di 8,9 milioni fra il primo trimestre del 2013 (il punto più basso secondo quella base dati) e il secondo trimestre del 2018 (ultima rilevazione disponibile per tali statistiche).

²³ Cfr. il discorso "The outlook for the euro area economy", tenuto da Mario Draghi, Presidente della BCE al *Frankfurt European Banking Congress*, Francoforte sul Meno, 16 novembre 2018.

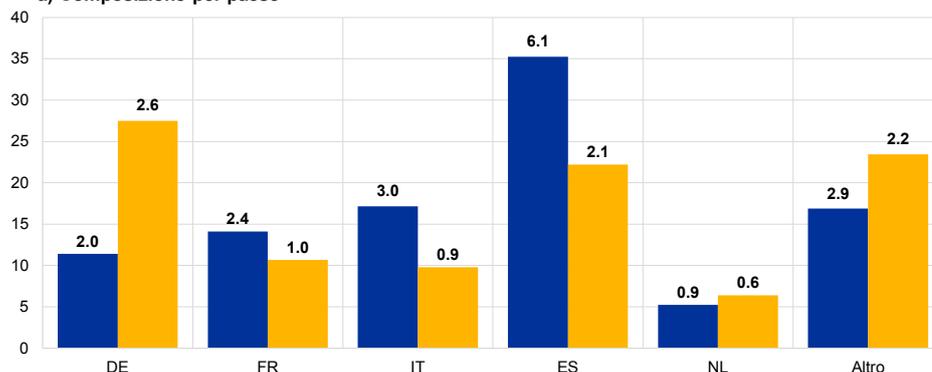
Grafico A

Scomposizione dell'espansione cumulata dell'occupazione per paese e settore nel periodo precedente la crisi e durante la ripresa

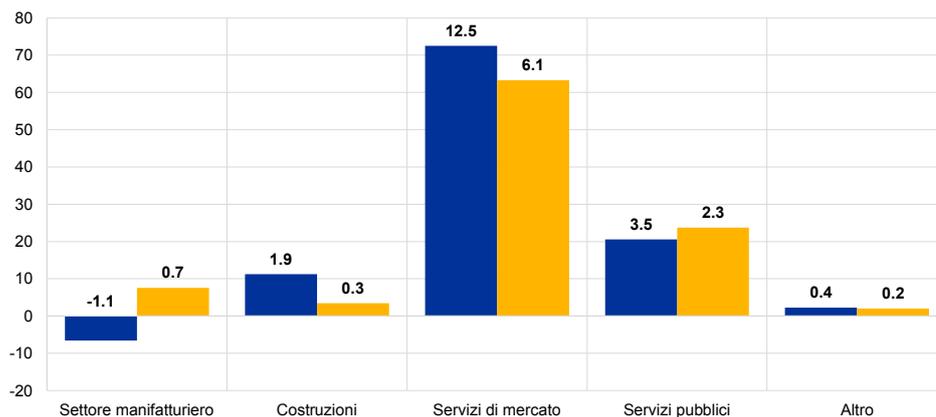
(asse delle ordinate: quota dell'espansione cumulata dell'occupazione in valori percentuali; valori sugli istogrammi: espansione cumulata dell'occupazione in milioni)

■ 1° trim. 1999 - 1° trim. 2008
■ 2° trim. 2013 - 3° trim. 2018

a) Composizione per paese



b) Composizione per settore



Fonti: Eurostat e conti nazionali.

I servizi di mercato hanno trainato la crescita dell'occupazione in entrambi i periodi, anche se hanno rappresentato una percentuale minore dell'espansione dell'occupazione complessiva durante la ripresa recente. In entrambi i casi l'espansione dell'occupazione nei servizi di mercato è stata dominata dai servizi professionali e amministrativi e dai settori del commercio e dei trasporti. Nel contempo, il contributo dato dal settore edile è stato inferiore durante la recente ripresa rispetto al periodo antecedente la crisi. Di contro, l'occupazione nel settore manifatturiero ha offerto un modesto contributo positivo dal secondo trimestre del 2013, dopo essere diminuita nel periodo antecedente la crisi. Infine il settore pubblico ha rappresentato circa un quinto dell'espansione cumulata dell'occupazione durante la ripresa recente, così come nel periodo precedente la crisi.

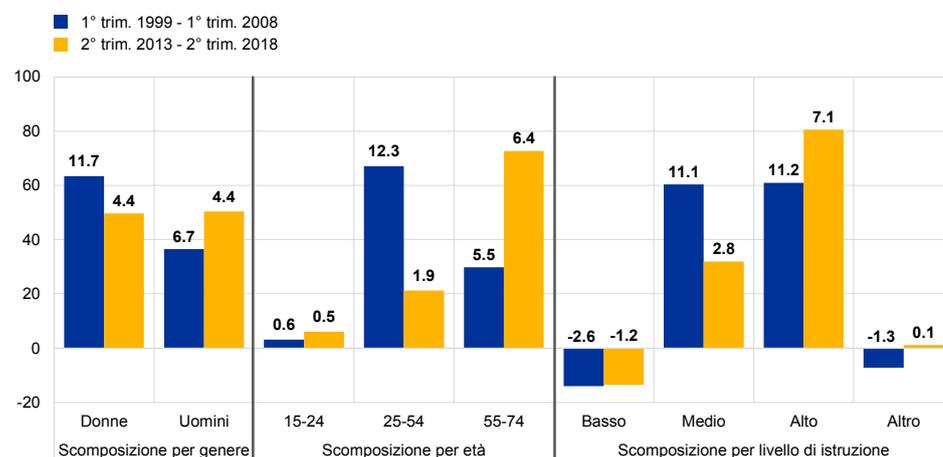
L'espansione dell'occupazione si è suddivisa piuttosto equamente fra uomini e donne durante la ripresa recente (cfr. grafico B). Prima della crisi l'espansione dell'occupazione femminile è stata molto forte, così come l'aumento nel tasso di partecipazione delle donne, riflettendo la crescita del loro livello di istruzione, le

riforme del mercato del lavoro e la sempre maggiore importanza dei servizi nell'economia. Tuttavia, in tempi più recenti, la crescita del tasso di partecipazione femminile è stata più debole poiché i fattori che hanno contribuito ai precedenti aumenti hanno iniziato a stabilizzarsi, e ciò si è anche riflesso nel contributo femminile all'espansione dell'occupazione. Al tempo stesso, l'occupazione maschile è diminuita durante la crisi e, nonostante sia in ripresa, deve ancora tornare ai livelli pre-crisi. Rispecchiando questi andamenti, la quota femminile dell'occupazione si è recentemente stabilizzata al 46,3 per cento, in crescita dal 42,6 per cento del primo trimestre del 1999 e lievemente al di sopra del 45,9 per cento registrato nel secondo trimestre del 2013.

Grafico B

Scomposizione dell'espansione cumulata dell'occupazione sulla base delle caratteristiche personali nel periodo precedente la crisi e durante la ripresa

(asse delle ordinate: quota dell'espansione cumulata dell'occupazione in valori percentuali; valori sugli istogrammi: espansione cumulata dell'occupazione in milioni)



Fonti: Eurostat e LFS.

Note: per quanto riguarda i livelli di istruzione, "basso" indica pre-elementare, elementare e secondaria inferiore, "medio" indica secondaria superiore e post-secondaria non universitaria, "alto" indica universitaria e "altro" indica l'assenza di risposta. La percentuale negativa per "altro" nel periodo precedente la crisi probabilmente riflette un migliore tasso di risposta in questo periodo.

Si è verificato un cambiamento nella scomposizione per età dell'espansione cumulata dell'occupazione, con un contributo notevolmente maggiore da parte dei lavoratori in età più avanzata nel corso della recente ripresa (cfr. grafico B).

Prima della crisi, la popolazione in piena età lavorativa, ovvero fra i 25 e 54 anni, rappresentava più di due terzi della crescita dell'occupazione, ma nel corso della recente ripresa questo gruppo ne ha costituito all'incirca soltanto un quinto. Di contro, tre quarti dell'espansione cumulata dell'occupazione nel corso della recente ripresa sono riconducibili alla popolazione nella fascia d'età fra i 55 e i 74 anni. Tale quota risulta in aumento rispetto a prima della crisi, quando era inferiore a un terzo. Il contributo dei giovani, ovvero la popolazione di età compresa fra i 15 e i 24 anni, è stato limitato nel corso della recente ripresa, come lo era stato nel periodo pre-crisi.

Probabilmente i principali fattori alla base dei cambiamenti nella scomposizione per età dell'espansione dell'occupazione sono quelli demografici e quelli legati alle riforme pensionistiche. Tali andamenti riflettono in larga parte i cambiamenti nell'offerta di lavoro. Il numero di persone in età avanzata è

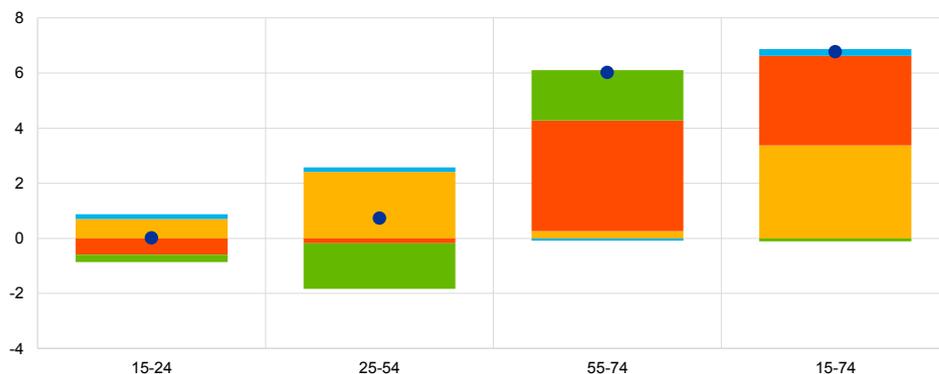
cresciuto, poiché la generazione del “baby boom” sta entrando nella fascia d’età che va dai 55 ai 74 anni, mentre il numero delle persone al di sotto dei 55 anni sta diminuendo²⁴. Al tempo stesso, il tasso di partecipazione delle persone in età avanzata è notevolmente aumentato²⁵. Nella recente ripresa circa un terzo dell’aumento dell’occupazione delle persone fra i 55 e i 74 anni di età è dovuto alla crescita del loro numero, mentre i restanti due terzi si spiegano grazie all’incremento del loro tasso di partecipazione. Una ragione dell’aumento nel tasso di partecipazione della fascia d’età che va dai 55 ai 74 anni è la crescita del loro livello di istruzione, correlato in maniera positiva con il tasso di partecipazione. Tuttavia, questo spiega solo una piccola percentuale del generale aumento del tasso di partecipazione. Appare più probabile che la principale determinante di questa crescita della partecipazione risieda nel fatto che l’età di pensionamento obbligatoria e quella effettiva sono aumentate in tutta l’area dell’euro²⁶.

Grafico C

Scomposizione dell’espansione cumulata dell’occupazione per fascia d’età durante la ripresa

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)

- Variazione cumulata tra il 2012 e il 2017
- Variazione del rapporto tra occupazione e forza lavoro
- Variazione del tasso di partecipazione
- Variazione della popolazione
- Residuo



Fonti: Eurostat, LFS ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati basati su rilevazioni annuali.

L’espansione dell’occupazione nel corso della recente ripresa è stata dominata dalla popolazione avente un’istruzione di livello universitario.

Le persone che hanno completato un percorso universitario, infatti, rappresentano circa l’80 per cento della crescita totale dell’occupazione nell’attuale ripresa, in aumento dal 60 per cento del periodo pre-crisi, mentre il contributo delle persone con un livello di istruzione medio si è ridotto significativamente. L’occupazione delle persone con un basso livello di istruzione è diminuita durante la recente ripresa, così come nel periodo antecedente

²⁴ Cfr. il riquadro “Andamenti recenti dell’offerta di lavoro nell’area dell’euro” nel numero 6/2017 di questo Bollettino.

²⁵ Il tasso di partecipazione di questa fascia d’età ha seguito un trend di crescita nel tempo, attestandosi al 22,4 per cento nel primo trimestre del 1999, al 33,6 per cento nel secondo trimestre del 2013 e al 39 per cento nel secondo trimestre del 2018. Cfr. inoltre l’articolo “Offerta di lavoro e crescita dell’occupazione”, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

²⁶ Una semplice analisi “shift and share” mostra che questo tasso di partecipazione sarebbe aumentato considerevolmente anche se la composizione in termini di livelli di istruzione fosse rimasta invariata.

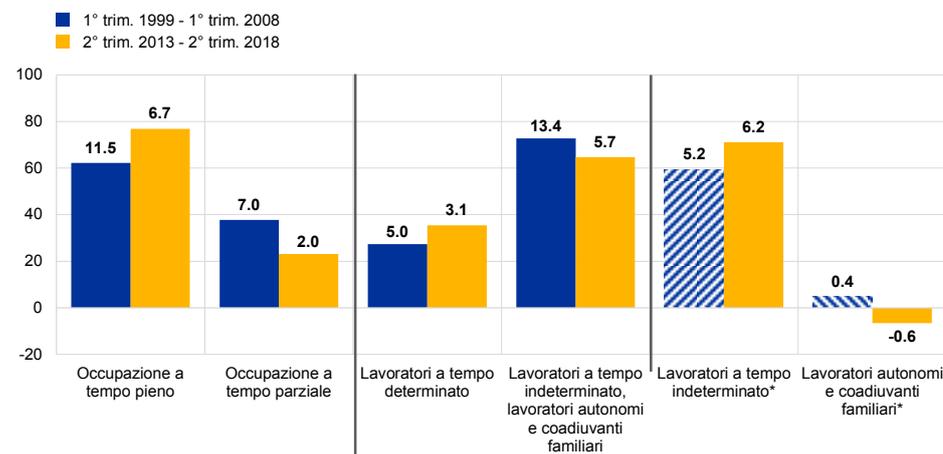
la crisi. Tali andamenti sono anche legati a cambiamenti nella popolazione, poiché il numero di persone con un basso livello di istruzione diminuisce e quello delle persone con un'istruzione di livello universitario aumenta.

L'espansione dell'occupazione nell'area dell'euro nel corso della recente ripresa è stata trainata da tipologie di contratti a tempo pieno e prevalentemente indeterminato, con circa l'80 per cento dell'intera crescita derivante da un aumento dell'occupazione a tempo pieno. Ciò detto, dopo essere diminuita bruscamente durante la crisi, l'occupazione a tempo pieno si mantiene tuttora al di sotto dei livelli pre-crisi. L'occupazione a tempo parziale è aumentata durante la crisi e ha continuato ad aumentare durante la ripresa, ma il suo contributo all'espansione dell'occupazione è di recente diminuito, mentre la sua quota sul totale dell'occupazione si è stabilizzata. Ciò è riconducibile a un calo nel numero di lavoratori a tempo parziale sottoccupati, ovvero che desidererebbero lavorare un maggior numero di ore, mentre il contributo alla crescita dell'occupazione da parte dei lavoratori non sottoccupati, ovvero soddisfatti dell'orario a tempo parziale, è stato simile a quello registrato prima della crisi²⁷. Al tempo stesso, mentre l'espansione dell'occupazione si concentra ancora nelle posizioni a tempo indeterminato, l'occupazione a tempo determinato adesso rappresenta una percentuale più ampia della crescita dell'occupazione, mentre il lavoro autonomo è in diminuzione (cfr. grafico D).

Grafico D

Scomposizione dell'espansione cumulata dell'occupazione sulla base delle caratteristiche dei contratti nel periodo precedente la crisi e durante la ripresa

(asse delle ordinate: quota dell'espansione cumulata dell'occupazione in valori percentuali; valori sugli istogrammi: espansione cumulata dell'occupazione in milioni)



Fonti: Eurostat, LFS ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono stati corretti dagli esperti della BCE tenendo conto degli spostamenti di livello.

* I dati separati per i contratti a tempo indeterminato e per i lavoratori autonomi e i coadiuvanti familiari sono disponibili solo a partire dal 2005.

²⁷ Cfr. il riquadro "Andamenti recenti dell'occupazione a tempo parziale", nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

5 Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro

a cura di Gerrit Koester e Justine Guillochon

Lo slittamento salariale misura la differenza tra l'andamento dei salari effettivi e l'evoluzione delle retribuzioni contrattuali. Si tratta di un elemento importante nell'analisi economica dei redditi da lavoro dipendente perché, generalmente, è fortemente correlato agli andamenti ciclici del mercato del lavoro. Quando le condizioni del mercato del lavoro diventano più tese, i datori di lavoro potrebbero essere obbligati a offrire un livello salariale superiore rispetto a quello stabilito dagli accordi collettivi, promuovere i lavoratori verso fasce salariali superiori all'interno di livelli salariali accettati a livello di contrattazione collettiva, o semplicemente pagare dei premi in aggiunta ai salari stabiliti in modo da gratificare e trattenere i lavoratori. Tenuto conto del recente protratto calo della disoccupazione e dei crescenti segnali di carenza di manodopera, il presente riquadro esamina il ruolo dello slittamento salariale nella recente evoluzione dei redditi da lavoro dipendente.

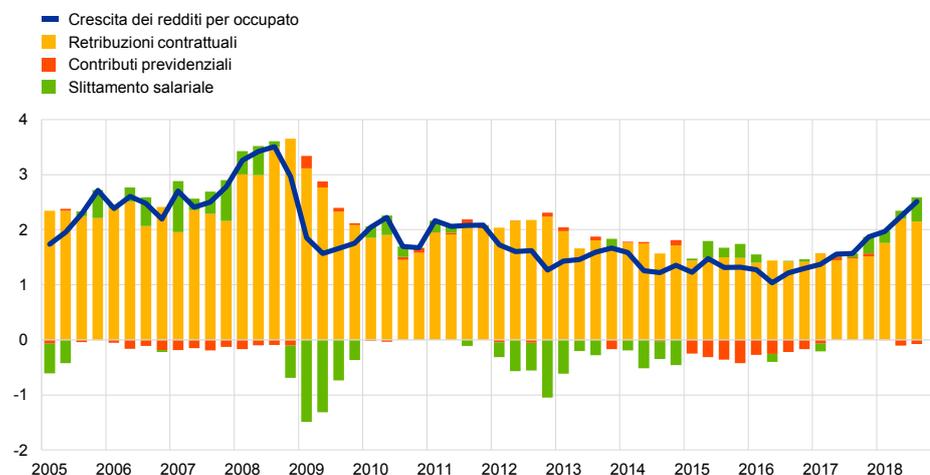
Lo slittamento salariale non è osservabile a livello aggregato, e qui viene calcolato come differenza fra i tassi di crescita degli stipendi lordi per occupato e quelli delle retribuzioni contrattuali. Ciò implica che la crescita salariale complessiva misurata dalla retribuzione per occupato può essere scomposta tra la crescita salariale ottenuta tramite contrattazione, lo slittamento salariale e l'impatto delle variazioni dei contributi previdenziali, laddove quest'ultimo è definito come la differenza tra la dinamica tendenziale della retribuzione per occupato e quella di salari e stipendi lordi per occupato. Lo slittamento salariale calcolato in questo modo rileva inevitabilmente anche le variazioni che intervengono nella struttura occupazionale di un'economia, nella misura in cui le imprese sono vincolate da accordi collettivi e nel numero medio delle ore lavorate per addetto, più di quanto non faccia la semplice influenza degli andamenti del mercato del lavoro sulle maggiorazioni salariali.

Lo slittamento dei salari, che ha rappresentato il fattore determinante della più vigorosa crescita salariale nella prima fase di rafforzamento di quest'ultima, è attualmente sostenuto da un ulteriore fattore costituito dalle retribuzioni contrattuali. Tra il secondo trimestre del 2016 e il quarto trimestre del 2017, la variazione dello slittamento salariale pari a 0,4 punti percentuali ha fornito, da sola, il contributo più elevato alla crescita dei redditi per occupato, passata dall'1,0 all'1,8 per cento (cfr. grafico A). In questo periodo la dinamica delle retribuzioni contrattuali è stata per lo più stabile, iniziando a risalire soltanto nel 2018 quando, dall'1,5 per cento dell'ultimo trimestre del 2017, è aumentata al 2,1 per cento nel terzo trimestre del 2018. Il recente incremento della crescita dei redditi per occupato dall'1,9 per cento nel quarto trimestre del 2017 al 2,5 per cento nel terzo trimestre del 2018 è stato quindi fortemente sostenuto anche dalla crescita delle retribuzioni contrattuali.

Grafico A

Scomposizione della crescita dei redditi per occupato

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



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre del 2018.

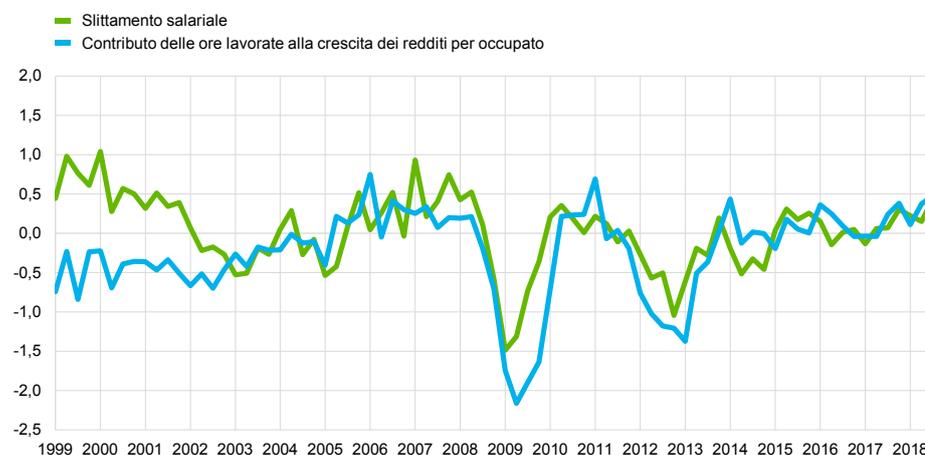
Le variazioni delle ore lavorate non hanno influito in modo decisivo sui recenti andamenti dello slittamento salariale. Ipotizzando che, nella maggior parte dei casi, la crescita delle retribuzioni contrattuali rifletta cambi nella remunerazione per ora lavorata, lo slittamento salariale qui calcolato può essere influenzato dalle variazioni nel numero medio di ore lavorate per occupato, come da quelle risultanti dagli straordinari o dal passaggio da un'occupazione a tempo pieno a una a tempo parziale²⁸. Il confronto tra le variazioni del contributo apportato dalle ore lavorate per addetto alla crescita dei redditi per occupato e lo slittamento salariale mostra che la considerevole contrazione del numero di ore lavorate negli anni 2008-2009 e 2012-2013 si è tradotta, come prevedibile, in un contributo fortemente negativo dello slittamento salariale alla dinamica complessiva dei salari. Dal 2014, tuttavia, le variazioni delle ore lavorate per occupato sono state collegate solo in debole misura a quelle registrate a livello di slittamento salariale nei singoli trimestri; ciò indica che le prime hanno un impatto marginale sugli andamenti dello slittamento salariale aggregato.

²⁸ La valutazione dello slittamento salariale è soggetta ad alcuni limiti. Ad esempio, i dati concernenti le retribuzioni contrattuali dell'area dell'euro, necessari al calcolo dello slittamento salariale, sono ricavati da dati nazionali non armonizzati. Ciò potrebbe anche compromettere l'affidabilità dello slittamento salariale ricavato. Quest'ultimo è inoltre calcolato come la differenza tra il tasso di crescita sui dodici mesi di salari e stipendi lordi e quello delle retribuzioni contrattuali, piuttosto che come contributo delle retribuzioni contrattuali alla crescita salariale complessiva. Ciò in conseguenza del fatto che le retribuzioni contrattuali, a differenza dei dati relativi ai salari, non sono generalmente disponibili con riferimento ai livelli.

Grafico B

Slittamento salariale e contributo delle ore lavorate alla crescita dei redditi per occupato

(contributi in punti percentuali)



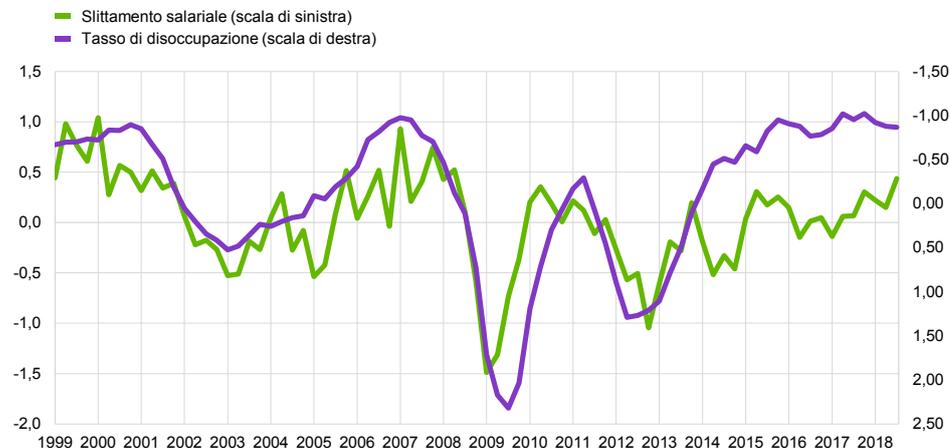
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre del 2018.

Lo slittamento salariale tende a reagire piuttosto rapidamente alle variazioni delle condizioni cicliche del mercato del lavoro. Come mostrato nel grafico C, solitamente si osserva solo un piccolo ritardo nella risposta dello slittamento salariale alle variazioni delle condizioni cicliche del mercato del lavoro misurate dalla variazione del tasso di disoccupazione. La reazione diretta dello slittamento salariale al ciclo congiunturale è in linea con l'utilizzo di premi e compensi speciali nelle fasi economiche caratterizzate dall'aumento di produttività e redditività. Va tuttavia osservato che le tipiche relazioni tra slittamento salariale e andamenti ciclici del mercato del lavoro risultavano assai meno evidenti nel periodo di crescita contenuta dei salari intercorso tra il 2013 e il 2016. Durante questo periodo, la moderazione salariale sembra essersi applicata allora anche a elementi flessibili delle retribuzioni quali i premi.

Grafico C

Slittamento salariale nel corso del ciclo congiunturale

(scala di sinistra: contributi in punti percentuali; scala di destra: punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

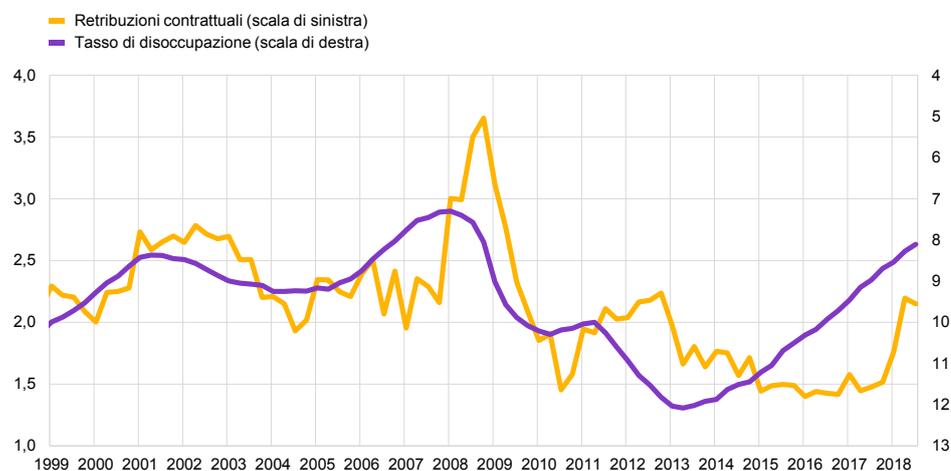
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2018. La serie dei tassi di disoccupazione riflette la variazione del tasso di disoccupazione sui dodici mesi. La scala di destra è invertita.

La crescita delle retribuzioni contrattuali è di solito più persistente dello slittamento salariale. Come tale, reagisce in maniera meno diretta alle variazioni del tasso di disoccupazione ma dipende in misura maggiore dal livello di tale tasso (cfr. grafico D). In linea con l'indicazione generale che la disoccupazione fornisce sullo stato del mercato del lavoro e quindi per il processo di negoziazione salariale, le retribuzioni contrattuali sembrano di fatto reagire in un'unica direzione alle variazioni cumulate del tasso di disoccupazione e pertanto rispondono con maggior ritardo agli andamenti ciclici del mercato del lavoro. Tale ritardo e una maggiore persistenza della crescita delle retribuzioni contrattuali sono coerenti con i processi di contrattazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro, che spesso fissano i salari per periodi di tempo superiori a un anno. Inoltre, la sovrapposizione dei calendari nelle negoziazioni salariali settoriali implica che normalmente non tutti i contratti vengono negoziati nello stesso anno e che pertanto può essere necessario un certo lasso di tempo affinché l'andamento ciclico venga completamente rispecchiato nella crescita delle retribuzioni contrattuali a livello aggregato.

Grafico D

Andamento della crescita delle retribuzioni contrattuali e livello di disoccupazione

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



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre del 2018. La scala di destra è invertita.

La maggiore persistenza della crescita delle retribuzioni contrattuali rafforza la convinzione che i recenti aumenti della crescita salariale saranno duraturi. La crescita delle retribuzioni contrattuali riflette la definizione di una tendenza nella paga per un certo intervallo di tempo a venire e pertanto costituisce una base per gli andamenti dei salari effettivi. Ciò avvalorava una prospettiva più ottimistica per la crescita salariale di quella che si avrebbe se l'aumento dipendesse dal solo slittamento salariale, che reagisce assai più velocemente alle variazioni del mercato del lavoro. Anche se, in generale, non è escluso che lo slittamento salariale diventi persino negativo se dovessero verificarsi fenomeni macroeconomici contrari inattesi, il loro impatto dovrebbe essere insolitamente ampio per controbilanciare l'effetto positivo della crescita delle retribuzioni contrattuali, ultimamente più sostenuta. In prospettiva, i recenti accordi salariali e l'estendersi della crescita salariale ai diversi paesi e settori sostengono le aspettative di un'ulteriore evoluzione positiva della dinamica salariale.

Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2019

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

Il 21 novembre 2018 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio presentati per il 2019 dai governi dei paesi dell'area dell'euro, unitamente a un'analisi della situazione di finanza pubblica dell'area nel suo insieme. Ciascun parere comprende una valutazione della conformità del documento programmatico al Patto di stabilità e crescita (PSC). Si tratta di un esercizio importante poiché dà conto del fatto che le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio, formulate nell'ambito del Semestre europeo del 2018²⁹ e adottate dal Consiglio Economia e finanza il 13 luglio scorso, siano state o meno integrate nei documenti programmatici di ciascun paese. Tali raccomandazioni propongono, *inter alia*, che i paesi con un'elevata incidenza del debito sul PIL puntino a una riduzione sufficientemente rapida dell'indebitamento, aumentando così la propria capacità di tenuta in periodi di futuro rallentamento economico³⁰.

I pareri della Commissione evidenziano una grande eterogeneità nelle dinamiche dei conti pubblici dei diversi paesi. Da un lato, basandosi sulle proprie previsioni economiche formulate nell'autunno del 2018, la Commissione ha riconosciuto a dieci documenti programmatici di bilancio, un numero senza precedenti, la conformità al PSC³¹. Si tratta dei documenti programmatici di Germania, Irlanda, Grecia, Cipro, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria e Finlandia (tutti paesi interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo del PSC; cfr. grafico A). Per questi paesi si prevede il conseguimento di solide posizioni di bilancio nel 2019, come emerge dai rispettivi obiettivi di bilancio a medio termine (OMT)³². La Commissione reputa altresì che i documenti programmatici di bilancio di altri tre paesi siano "sostanzialmente conformi" al PSC³³. Si tratta dei documenti prodotti da Estonia, Lettonia e Slovacchia. Dall'altro lato, i documenti programmatici di bilancio dei paesi che più degli altri si discostano da posizioni di bilancio solide comportano i rischi più elevati di non conformità con il PSC. Secondo le previsioni

²⁹ Per ulteriori dettagli cfr. le [raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018](#). Per maggiori informazioni di carattere generale e ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018* nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

³⁰ La valutazione dei documenti programmatici di bilancio ha riguardato anche la Grecia, che ha partecipato a questo esercizio per la prima volta dopo la conclusione, nel mese di agosto, del programma di aggiustamento economico.

³¹ Ciò interessa quattro paesi in più rispetto al numero di paesi i cui documenti programmatici erano stati riconosciuti pienamente conformi l'anno scorso.

³² La Grecia non ha ancora un OMT, ma secondo le valutazioni della Commissione il suo avanzo già eccede l'obiettivo che, tuttavia, non è ancora formalizzato. Sulla base del *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* della Commissione si considera che i paesi con un saldo strutturale che rientri nel margine di tolleranza dello 0,25 per cento dell'OMT hanno raggiunto il loro obiettivo.

³³ Per quanto concerne i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, i documenti programmatici di bilancio risultano "sostanzialmente conformi" se, stando alle previsioni della Commissione, si prevede una possibile deviazione dall'OMT o dal percorso di avvicinamento a esso, ma la differenza rispetto a quanto richiesto non rappresenterebbe una deviazione significativa. Nel quadro del meccanismo preventivo, le deviazioni dagli obiettivi di bilancio sono considerate "significative" se superano lo 0,5 per cento del PIL in un anno o, in media, lo 0,25 per cento del PIL per due anni consecutivi.

economiche della Commissione, gli interventi strutturali da parte di questi paesi non sarebbero sufficienti a mantenere gli impegni presi nell'ambito del PSC (cfr. grafico B). Ciò vale in particolare per la maggior parte dei paesi in cui si prevede un elevato livello di debito pubblico, superiore al 90 per cento del PIL nel 2019 (cfr. grafico A)³⁴. Nello specifico, i documenti programmatici di bilancio di cinque paesi sono ritenuti “a rischio di non conformità con il PSC”³⁵. Si tratta del documento programmatico della Spagna, che è attualmente interessata dal meccanismo correttivo del PSC ed è oggetto di una procedura per disavanzo eccessivo (PDE) il cui termine per la correzione è fissato per il 2018, e, per quanto riguarda il meccanismo preventivo, dei documenti programmatici di Belgio, Francia, Portogallo e Slovenia. La Slovenia ha presentato un documento programmatico basato sull'ipotesi di politiche invariate, poiché nel paese si è appena insediato un governo neoeletto. L'Eurogruppo invita i paesi interessati “a prendere in considerazione in maniera tempestiva le misure aggiuntive necessarie per fronteggiare i rischi individuati dalla Commissione e assicurare che i bilanci per il 2019 siano conformi alle disposizioni del PSC”.

Nel caso del documento programmatico dell'Italia, la Commissione europea ha emesso per la prima volta un parere di rischio particolarmente grave di inadempimento delle disposizioni del PSC³⁶.

Laddove si riscontri un rischio particolarmente grave di inadempimento delle disposizioni del PSC, vale a dire quando un documento programmatico prevede interventi strutturali palesemente carenti rispetto a quanto richiesto, la Commissione può chiedere allo Stato membro in questione di fornire un aggiornamento al documento di bilancio. Tale richiesta è stata indirizzata all'Italia il 23 ottobre scorso. Il documento programmatico rivisto che le autorità italiane hanno presentato il 13 novembre lasciava invariati gli obiettivi di disavanzo, inducendo la Commissione a confermare, il 21 novembre, la propria valutazione di rischio particolarmente grave di inadempimento.

Contemporaneamente, la Commissione ha valutato che i piani di bilancio dell'Italia per il 2019 contenevano cambiamenti significativi per quanto riguarda i fattori rilevanti esaminati dalla stessa Commissione a maggio 2018 nella relazione stilata ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). A seguito di ciò, il 21 novembre la Commissione ha altresì pubblicato un aggiornamento alla relazione prevista dall'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE, basandosi anche sulle informazioni trasmesse per il 2017. In tale relazione, la Commissione è giunta alla conclusione che il criterio del debito non sia da considerarsi rispettato, ponendo le basi per l'apertura di una PDE nei confronti dell'Italia per violazione del criterio del debito. Nella sua dichiarazione del 3 dicembre l'Eurogruppo ha avallato la valutazione della Commissione e ha esortato l'Italia ad adottare misure idonee ad assicurare il rispetto del PSC. Il 19 dicembre la

³⁴ A eccezione della Slovenia, non si prevede che nel 2019 il debito pubblico di questi paesi sia ricondotto su livelli prossimi al valore di riferimento stabilito dalla regola del PSC, corrispondente al 60 per cento del PIL.

³⁵ Per i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, la Commissione giudica un documento programmatico di bilancio “a rischio di non conformità con il PSC” se esso prevede per il 2019 una deviazione significativa dall'OMT, o dal percorso di avvicinamento a esso, e/o la non conformità al parametro di riduzione del debito in quei casi in cui tale parametro si applica.

³⁶ Ciò comprende quei casi in cui il miglioramento del saldo strutturale nel percorso di avvicinamento all'OMT disattende in misura significativa le condizioni richieste, vale a dire di oltre 0,5 punti percentuali del PIL, che è la soglia per la procedura per scostamento significativo prevista dal meccanismo preventivo del PSC.

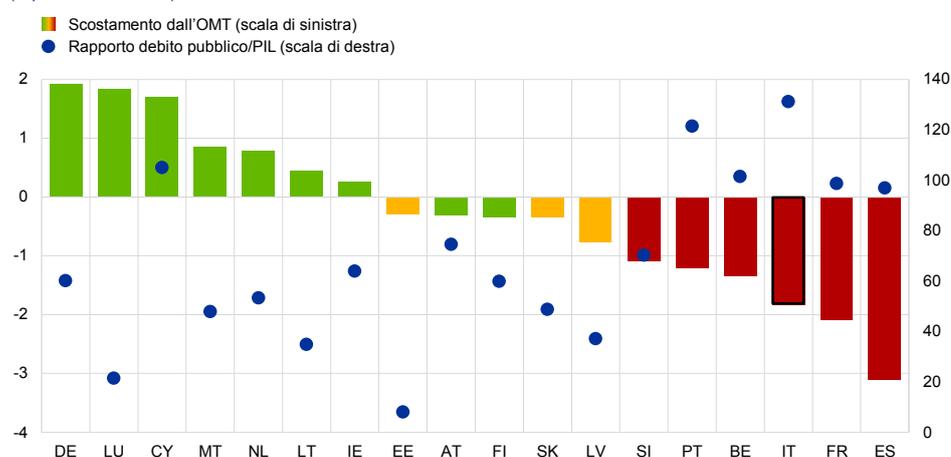
Commissione ha inviato una lettera alle autorità italiane prendendo atto delle misure di bilancio illustrate dal governo in una lettera datata 18 dicembre e segnalando che l'adozione di tali misure da parte del Parlamento italiano entro la fine dell'anno "consentirebbe alla Commissione europea di non raccomandare l'avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi in questa fase"³⁷.

La mancata costituzione di sufficienti margini di bilancio, protratta nel tempo, in paesi con elevati livelli di debito pubblico desta preoccupazione in quanto aumenta il rischio che i paesi in questione si vedano obbligati a inasprire le politiche di bilancio in periodi di futuro rallentamento economico. Uno degli insegnamenti più importanti ricavati dalla recente crisi finanziaria è che solide posizioni di bilancio dotano i paesi di margini di manovra cui possono dover ricorrere per fronteggiare shock imprevisti. L'Eurogruppo, alle cui raccomandazioni dell'anno scorso non è stato dato seguito, pertanto, "ribadisce che in alcuni Stati membri il ritmo contenuto di riduzione del debito da livelli elevati continua a essere motivo di preoccupazione e dovrebbe essere affrontato con risolutezza", rimarcando altresì che "le attuali condizioni economiche sottolineano l'urgente necessità di ricostituire margini di bilancio, in particolare in quegli Stati membri che non hanno conseguito i propri obiettivi di bilancio di medio termine".

Grafico A

Debito pubblico e differenze tra saldi strutturali e OMT nel 2018

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno del 2018, elaborazioni della BCE.
 Note: il grafico illustra la deviazione dei saldi strutturali dei vari paesi dai rispettivi OMT registrati nel 2018. Gli istogrammi verdi (arancioni) si riferiscono ai paesi i cui documenti programmatici di bilancio per il 2019 sono considerati (sostanzialmente) conformi al PSC dalla Commissione europea. Gli istogrammi rossi si riferiscono ai paesi i cui documenti programmatici di bilancio per il 2019 sono considerati a rischio di non conformità al PSC dalla Commissione europea. L'istogramma rosso con il bordo nero, riferito all'Italia, rispecchia il parere della Commissione secondo cui il documento programmatico di bilancio presenta rischi particolarmente gravi di non conformità con il PSC. La Grecia non è inclusa nel grafico poiché al momento non ha un OMT. Il suo documento programmatico per il 2019 è stato ritenuto conforme al PSC dalla Commissione.

A questo punto, si rende necessaria un'analisi dei motivi per cui alcuni paesi non fanno progressi sufficienti verso posizioni di bilancio solide. In primo luogo, nell'ambito della parte correttiva del PSC, ciò richiede una revisione delle "strategie nominali". Nell'ambito di tali strategie, gli interventi strutturali dei paesi sottoposti a una PDE risultano inferiori rispetto a quanto richiesto anche se gli obiettivi di disavanzo

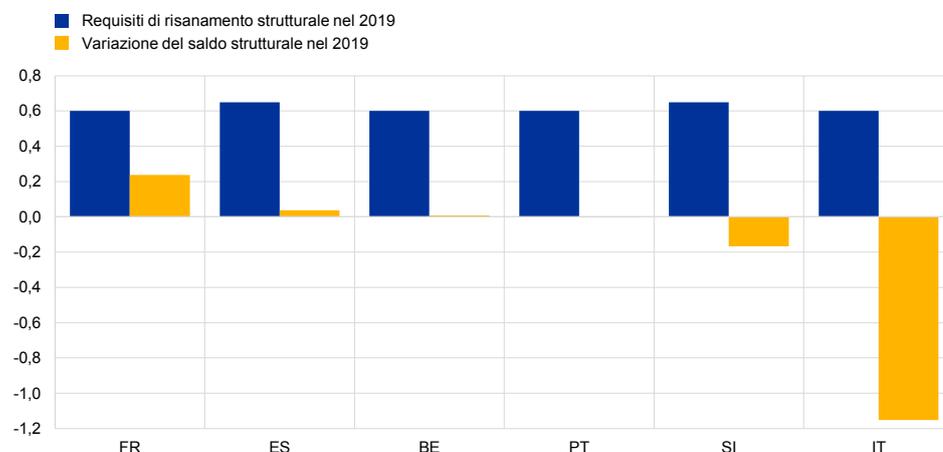
³⁷ Per ulteriori dettagli cfr. il [comunicato stampa della Commissione](#).

nominale complessivo sono rispettati. Di conseguenza, vari paesi sono usciti dalla PDE dopo la crisi con disavanzi strutturali ancora cospicui, tali da renderli vulnerabili in caso di rallentamento economico. In secondo luogo, nell'ambito della parte preventiva del PSC, deve essere discusso l'utilizzo dei margini di flessibilità³⁸. Sulla base della posizione comune in tema di flessibilità, approvata dal Consiglio ECOFIN all'inizio del 2016, i requisiti di aggiustamento dei conti pubblici nel corso del ciclo economico possono essere modulati sulla base di una matrice che specifica che agli Stati membri con un debito pubblico elevato (o contenuto) e/o in periodi favorevoli (o sfavorevoli) dal punto di vista economico vengono richiesti maggiori (o minori) sforzi di risanamento. Viene altresì concesso uno sforzo strutturale minore in cambio di ulteriori riforme strutturali e investimenti. Sia una Relazione speciale della Corte dei Conti europea del 2018 sulla parte preventiva del PSC, sia il Rapporto annuale del Comitato europeo per le finanze pubbliche sottolineano che gli effetti cumulati di diverse forme di flessibilità possono far sì che in alcuni Stati membri, in particolare quelli con debito elevato, non si riesca a garantire una convergenza verso l'OMT in un lasso di tempo ragionevole. Questa circostanza può mettere tali Stati in una condizione di precarietà al presentarsi di un nuovo periodo di recessione.

Grafico B

Correzione del saldo strutturale per il 2019 secondo le raccomandazioni e secondo le previsioni – documenti programmatici a rischio di inosservanza del PSC e a rischio particolarmente grave di inadempimento

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea formulate nell'autunno del 2018 e raccomandazioni per le politiche di bilancio relative ai singoli paesi adottate dal Consiglio Economia e finanza il 13 luglio scorso.

In prospettiva, per una più piena attuazione dell'Unione economica e monetaria, è essenziale un quadro di riferimento per le politiche di bilancio a livello europeo pienamente funzionante. L'imminente riesame delle disposizioni note come "six pack" e "two pack", introdotte rispettivamente nel 2011 e nel 2013 al fine di

³⁸ A maggio 2018 la Commissione ha pubblicato una versione rivista della flessibilità prevista nel quadro del PSC, che era stata introdotta nel 2015. L'analisi, incentrata sulla definizione delle regole più che sulla loro applicazione, indica che la modulazione degli interventi di risanamento sulla base della "matrice dei requisiti" non riduce il ritmo ordinario del risanamento dei conti pubblici da conseguire e, di conseguenza, favorisce il raggiungimento nel medio termine di posizioni di bilancio solide senza per questo indebolire il percorso di riduzione del debito. L'analisi, d'altro canto, evidenzia anche che gli interventi di risanamento effettivamente attuati dagli Stati membri risultano inferiori allo sforzo richiesto.

rafforzare il quadro normativo, rappresenta un'opportunità per individuare e porre rimedio alle carenze delle norme attualmente in vigore.

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	1,2	6,9	2,1	0,7	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,6	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,7	2,2	1,7	1,9	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 4° trim.	0,9	0,6	0,4	0,4	1,5	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	-0,3	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
2° trim.	1,0	1,0	0,4	0,7	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
3° trim.	.	0,9	0,6	-0,6	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	.	1,1	2,3	2,1
2018 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.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
ott.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,5	2,4	1,4	2,5	2,2
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,1
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2017 4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,6	1,5	1,7
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,4	1,2	0,6	1,6
2° trim.	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,3	-0,2	-0,9	0,2
3° trim.	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,7	2,8
2018 giu.	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,2	-0,9	0,2
lug.	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	49,9	1,2	-0,5	2,2
ago.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	53,0	53,3	49,9	1,7	0,1	2,7
set.	52,5	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,3	52,5	49,6	2,0	0,7	2,8
ott.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,9	53,4	50,0	.	.	.
nov.	53,3	54,7	50,7	52,4	51,9	52,7	52,1	53,7	49,9	.	.	.

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro 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 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
ott.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10

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 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
ott.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28

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 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
ott.	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8
nov.	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9

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			TAE ³⁾				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,83	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	16,86	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	16,92	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	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	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	16,89	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
giu.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
lug.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
ago.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,44	5,88	6,41	2,39	1,63	1,83	1,92	1,85	2,12	1,81
set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,30	5,74	6,27	2,37	1,60	1,82	1,91	1,85	2,09	1,79
ott. ^(a)	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,74	5,04	5,72	6,19	2,44	1,59	1,80	1,91	1,87	2,09	1,80

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 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	0,43	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,64	1,70
mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,39	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.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
set.	0,03	0,09	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,68	1,65
ott. ^(a)	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,62	1,71	1,23	1,10	1,66	1,64

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 mag.	1.318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
giu.	1.307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
lug.	1.310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
ago.	1.306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
set.	1.282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
ott.	1.271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
A lungo termine														
2015	15.250	3.786	3.244	.	1.102	6.481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15.393	3.695	3.217	.	1.197	6.643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.362	3.560	3.081	.	1.258	6.821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 mag.	15.534	3.586	3.127	.	1.273	6.927	621	202	49	53	.	17	80	3
giu.	15.540	3.572	3.137	.	1.266	6.944	620	229	64	71	.	14	72	7
lug.	15.555	3.570	3.133	.	1.275	6.956	621	220	54	55	.	17	87	8
ago.	15.563	3.578	3.141	.	1.258	6.964	622	131	50	38	.	2	38	3
set.	15.688	3.616	3.159	.	1.283	7.007	623	253	79	56	.	31	82	4
ott.	15.741	3.673	3.178	.	1.282	6.980	628	210	60	57	.	14	69	9

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
Consistenze												
2015	16.518,8	4.303,2	3.390,4	.	1.163,8	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9	
2016	16.633,9	4.213,3	3.353,0	.	1.255,9	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6	
2017	16.603,0	4.079,8	3.236,7	.	1.327,9	7.258,9	699,8	7.954,8	612,5	1.249,5	6.092,8	
2018 mag.	16.852,5	4.125,8	3.296,4	.	1.371,9	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.289,8	6.207,1	
giu.	16.846,6	4.095,3	3.313,6	.	1.356,4	7.401,4	679,8	7.959,8	543,5	1.267,0	6.149,3	
lug.	16.865,3	4.096,0	3.308,3	.	1.370,9	7.409,1	681,0	8.168,6	576,1	1.293,7	6.298,8	
ago.	16.869,4	4.102,6	3.315,0	.	1.353,3	7.411,0	687,5	8.020,0	521,1	1.282,6	6.216,3	
set.	16.969,9	4.147,0	3.324,9	.	1.372,3	7.451,0	674,8	7.955,8	543,5	1.294,0	6.118,3	
ott.	17.011,9	4.197,0	3.340,7	.	1.373,6	7.419,1	681,5	7.548,9	515,4	1.202,0	5.831,6	
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	-1,1	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4	
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,2	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 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	0,6	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6	
ago.	1,3	-0,2	0,9	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5	
set.	1,7	0,9	0,9	.	4,9	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5	
ott.	1,8	0,9	1,6	.	4,5	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6	

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
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
Consistenze (in percentuale del PIL)												
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
Transazioni												
2017 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	-
3° trim.	89,2	-17,2	106,4	-19,4	5,7	45,2	-55,4	21,2	41,0	32,5	1,2	-
2018 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.	104,3	95,9	8,4	-1,0	16,9	42,9	8,5	5,7	61,1	70,5	-4,3	-
ago.	19,8	-10,3	30,1	10,3	7,5	20,7	-53,4	7,8	-22,3	35,7	3,3	-
set.	-34,9	-102,8	67,9	-28,7	-18,6	-18,5	-10,5	7,7	2,2	-73,6	2,3	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2018 set.	723,3	288,4	434,9	17,9	-131,9	324,2	97,7	61,7	298,5	322,6	21,0	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2018 set.	6,3	2,5	3,8	0,2	-1,1	2,8	0,9	0,5	2,6	2,8	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	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
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	1.053,2	679,3	472,3	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 4° trim.	2.844,2	2.703,4	1.531,0	576,1	588,3	287,3	185,4	114,2	7,9	140,8	1.361,4	1.220,6
2018 1° trim.	2.865,1	2.725,0	1.543,6	578,1	592,1	291,4	184,2	115,0	11,2	140,0	1.356,6	1.216,6
2° trim.	2.889,6	2.757,0	1.553,2	585,2	603,8	297,8	188,7	115,9	14,8	132,6	1.378,0	1.245,3
3° trim.	2.905,1	2.784,5	1.561,7	587,6	610,2	300,5	191,2	117,1	24,9	120,7	1.387,6	1.266,9
<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	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,3	0,2	0,2	1,2	0,1	2,6	1,8	-	-	2,2	1,6
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,2	-	-	-0,7	-0,5
2° trim.	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,3	2,5	0,5	-	-	1,0	1,1
3° trim.	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,5
<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	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 4° trim.	2,7	1,3	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,8	-	-	6,4	3,7
2018 1° trim.	2,4	1,9	1,7	1,0	3,5	3,4	5,5	0,4	-	-	3,8	2,7
2° trim.	2,2	1,6	1,4	1,1	3,0	4,1	6,4	-4,7	-	-	3,8	2,7
3° trim.	1,6	1,7	1,0	0,9	3,1	2,0	4,9	2,9	-	-	2,4	2,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,4	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	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 4° trim.	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 1° trim.	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
2° trim.	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
3° trim.	1,6	1,7	0,6	0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) 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 4° trim.	2.551,4	43,7	520,0	131,5	486,3	119,0	114,0	285,3	284,8	479,7	86,9	292,8
2018 1° trim.	2.568,5	43,1	518,5	134,3	489,9	120,9	114,4	287,5	289,1	483,1	87,6	296,6
2° trim.	2.589,5	42,9	521,1	137,1	494,2	122,4	114,2	289,5	292,0	488,3	87,7	300,1
3° trim.	2.603,6	43,7	523,1	139,4	496,4	123,5	114,5	291,3	293,3	490,5	88,0	301,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,8	1,2	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 1° trim.	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,3	0,1	0,3
2° trim.	0,4	-0,5	0,4	1,1	0,5	1,4	0,6	0,0	0,7	0,2	-0,1	0,6
3° trim.	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,9	0,3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	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 4° trim.	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 1° trim.	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,4	1,4	1,2	1,6
2° trim.	2,2	1,3	2,4	3,7	2,6	5,1	0,5	1,2	3,2	1,2	0,6	1,8
3° trim.	1,6	0,7	0,8	3,7	2,2	4,4	0,9	1,3	2,5	1,0	0,3	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 4° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 1° trim.	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2° trim.	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		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	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2017 4° trim.	1,6	2,0	-0,7	-1,3	1,4	2,5	1,5	3,0	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 1° trim.	1,5	1,9	-0,8	-0,9	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	1,6	3,1	1,2	0,5
2° trim.	1,5	1,8	-0,4	-0,5	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,9	1,6	3,0	1,2	0,8
3° trim.	1,3	1,6	-0,3	0,2	1,2	2,5	1,4	3,2	-1,2	1,0	2,5	1,1	-0,8
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 4° trim.	1,8	2,4	-0,6	-0,7	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,6	3,7	1,4	0,7
2018 1° trim.	1,4	2,0	-0,9	-1,1	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	3,0	3,2	1,2	0,2
2° trim.	1,7	2,2	-0,5	0,3	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,5	1,5	3,6	1,4	0,7
3° trim.	1,6	2,1	-0,2	0,4	1,7	3,3	1,3	3,6	-0,9	1,3	3,1	1,2	0,2
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	-0,2	-0,6
2017 4° trim.	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 1° trim.	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
2° trim.	0,2	0,4	-0,1	0,7	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,0	0,4	0,3	0,3	0,6	0,1	1,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,730	4,6	17,470	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,252	10,0	5,0	13,289	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 4° trim.	163,133	3,9	14,184	8,7	4,2	11,637	7,8	2,547	17,9	7,318	8,3	6,866	9,1	2,0
2018 1° trim.	162,591	4,0	13,932	8,5	4,2	11,429	7,7	2,503	17,6	7,190	8,2	6,742	8,9	2,1
2° trim.	163,179	3,9	13,506	8,3	3,9	11,062	7,4	2,444	17,1	6,966	7,9	6,540	8,7	2,1
3° trim.	.	.	13,198	8,1	.	10,752	7,2	2,446	17,0	6,819	7,8	6,378	8,5	.
2018 mag.	-	-	13,443	8,2	-	11,014	7,4	2,429	17,0	6,930	7,9	6,513	8,6	-
giu.	-	-	13,408	8,2	-	10,970	7,4	2,438	17,1	6,912	7,9	6,496	8,6	-
lug.	-	-	13,269	8,1	-	10,846	7,3	2,423	17,0	6,851	7,8	6,417	8,5	-
ago.	-	-	13,164	8,1	-	10,722	7,2	2,443	17,0	6,800	7,8	6,364	8,4	-
set.	-	-	13,160	8,1	-	10,689	7,2	2,471	17,1	6,806	7,8	6,354	8,4	-
ott.	-	-	13,172	8,1	-	10,669	7,2	2,503	17,3	6,796	7,7	6,375	8,4	-

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

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	84,0	-1,8	6,7	1,5	14,8	90,4	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 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	84,2	-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	2,4	14,7	-	53,2	52,7	54,7	54,1
ott.	109,7	3,0	83,9	-2,7	7,9	-0,8	13,3	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
nov.	109,5	3,4	-	-3,9	7,9	-0,6	13,3	-	51,8	50,7	53,4	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	93,9	1,7	2,1	1,2	3,0	1,8	33,9	6,2	138,4	5,1	7,7	2,9
2016	12,4	94,1	1,8	2,1	6,2	3,4	2,7	34,3	6,8	139,0	4,8	6,1	3,0
2017	11,9	93,9	1,3	1,9	7,0	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	5,3	1,8
2017 3° trim.	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	136,9	4,0	3,0	2,3
4° trim.	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	1,0	1,8
2018 1° trim.	11,9	93,6	1,7	1,9	5,8	4,0	5,1	35,0	8,5	136,2	3,0	-1,3	1,4
2° trim.	12,0	93,7	1,8	1,9	8,1	4,0	4,9	35,2	8,5	136,5	3,2	1,3	1,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni).

Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 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
3° trim.	997,5	936,6	60,9	583,0	526,1	219,6	191,7	166,8	150,2	28,0	68,6	7,6	5,5
2018 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.	329,0	309,4	19,6	192,2	173,4	73,2	62,9	54,6	50,2	9,0	23,0	2,7	1,7
ago.	333,8	309,6	24,3	195,8	174,0	72,9	64,1	55,7	48,8	9,4	22,7	2,7	1,7
set.	334,6	317,6	17,0	195,0	178,6	73,4	64,8	56,5	51,3	9,6	22,9	2,2	2,2
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 set.	4.013,3	3.656,7	356,7	2.327,5	2.017,1	873,4	756,7	699,7	628,3	112,6	254,5	36,7	29,1
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 set.	34,9	31,8	3,1	20,2	17,5	7,6	6,6	6,1	5,5	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	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 4° trim.	6,2	8,1	562,0	268,4	116,1	166,8	471,7	502,3	286,1	81,8	125,6	363,0	58,8
2018 1° trim.	2,0	2,3	560,7	270,3	113,7	167,7	469,5	504,5	291,5	81,6	123,6	358,1	65,1
2° trim.	4,3	5,8	565,6	270,9	117,2	166,5	473,3	514,8	300,7	79,4	126,6	363,3	65,6
3° trim.	4,6	9,6	572,2	.	.	.	475,7	529,6	.	.	.	368,9	.
2018 apr.	8,1	8,5	187,2	88,9	39,4	55,2	156,5	169,5	98,3	26,0	42,5	119,8	21,1
mag.	-0,9	0,7	187,6	90,3	38,2	54,7	157,3	171,0	99,2	26,7	42,0	122,1	21,4
giu.	6,0	8,8	190,8	91,7	39,7	56,5	159,5	174,3	103,2	26,7	42,1	121,4	23,0
lug.	9,3	13,8	189,2	91,6	38,6	55,2	155,9	176,8	103,4	28,5	42,1	124,0	22,7
ago.	5,7	8,7	193,0	93,6	38,7	56,6	161,4	176,2	103,1	28,1	42,0	122,9	23,0
set.	-0,9	6,4	190,0	.	.	.	158,4	176,6	.	.	.	122,0	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 4° trim.	4,6	4,6	126,6	125,8	125,6	130,4	127,0	115,0	115,0	114,3	115,8	119,3	105,9
2018 1° trim.	2,2	2,5	125,8	125,5	123,2	131,4	126,1	114,5	114,8	113,8	115,2	117,7	110,2
2° trim.	3,0	2,5	125,6	124,2	126,4	129,3	126,2	115,1	115,3	111,4	118,0	119,0	101,6
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 apr.	-2,7	-0,8	125,8	123,4	123,8	133,5	126,2	115,0	114,6	116,2	117,1	118,5	106,3
mag.	8,0	7,9	125,6	123,3	127,6	129,7	125,7	115,0	115,5	109,1	119,0	118,1	104,4
giu.	-2,0	-1,8	124,9	124,5	123,6	126,7	125,8	115,5	114,8	113,6	118,2	120,9	99,1
lug.	3,5	1,9	126,3	124,9	128,0	131,4	127,1	114,8	115,6	111,6	116,8	118,1	101,4
ago.	6,3	6,5	124,7	124,5	124,1	127,3	123,7	115,9	115,4	118,3	115,7	120,1	100,0
set.	1,9	0,0	126,9	126,9	123,8	130,1	127,7	115,0	115,0	115,7	114,1	118,4	102,3

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	0,6	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 1° trim.	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
2° trim.	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,8	0,1	1,9	0,4	1,7	1,6
3° trim.	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,6	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4
2018 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	0,8	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4
ott.	104,5	2,2	1,1	2,8	1,5	0,2	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,1	2,1	2,8
nov. ³⁾	104,3	2,0	1,0	.	1,3	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	.	.

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni	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	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,6	0,3	1,7	2,3
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,1	3,7	5,1
2017 4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,4	3,9	6,6
2018 1° trim.	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,3	4,3	4,5
2° trim.	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,2	2,3
3° trim.	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-
2018 mag.	103,3	3,0	2,8	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,7	7,5	-	-	-
giu.	103,7	3,6	3,3	1,5	3,1	1,0	0,2	-0,2	0,6	9,3	-	-	-
lug.	104,4	4,2	3,3	1,6	3,2	1,0	0,1	-0,2	0,7	12,0	-	-	-
ago.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,3	-	-	-
sett.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,8	1,1	0,0	-0,4	0,7	12,9	-	-	-
ott.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

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

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	-0,3	3,7	-4,5	-0,3	1,7	-2,9
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017 4° trim.	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-3,5	-11,4	4,9	-1,8	-8,7	6,8
2018 1° trim.	108,9	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
2° trim.	109,4	1,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
3° trim.	109,8	1,4	2,2	1,8	1,9	2,2	2,3	4,0	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
2018 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,1	-4,7	17,4	5,7	-5,0	18,7
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	2,1	-6,3	10,5	2,4	-5,9	12,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	3,1	-0,8	6,7	4,6	0,7	8,7
sett.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,1	4,8

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	50,2
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,0
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	50,2
2017 4° trim.	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	50,8
2018 1° trim.	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	51,4
2° trim.	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	50,6
3° trim.	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	50,0
2018 giu.	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	51,1
lug.	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	50,3
ago.	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	50,3
set.	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	49,5
ott.	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	49,5
nov.	11,3	7,2	9,7	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	49,4

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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	2,1

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	1,8
2017 4° trim.	106,5	0,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	1,6	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 1° trim.	107,0	1,1	0,2	0,0	-0,4	0,6	0,6	0,8	3,3	2,4	1,7	1,6
2° trim.	107,6	1,6	0,8	1,3	0,4	0,8	0,2	0,6	3,1	2,8	2,1	2,5
3° trim.	108,4	2,2	1,3	2,8	0,8	1,5	1,0	0,5	3,4	3,2	2,4	2,7
Redditi per occupato												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 4° trim.	112,1	1,9	2,3	1,9	1,6	1,8	2,3	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 1° trim.	112,6	2,0	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,8	3,2	2,7	1,9	2,2
2° trim.	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,1	2,7	1,9	2,6	3,0	2,2	2,4
3° trim.	114,1	2,5	1,8	2,3	2,0	2,3	2,1	2,7	3,7	3,2	2,3	3,8
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 4° trim.	105,3	1,1	3,8	2,5	1,7	1,9	0,7	1,6	-0,3	1,0	-0,1	-0,1
2018 1° trim.	105,3	0,9	2,8	1,5	1,6	1,4	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,7
2° trim.	105,3	0,6	1,7	0,8	1,1	1,3	2,5	1,3	-0,4	0,2	0,0	-0,1
3° trim.	105,3	0,3	0,5	-0,5	1,2	0,8	1,1	2,1	0,2	0,0	-0,1	1,1
Redditi per ora lavorata												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 4° trim.	113,2	1,5	1,5	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,0	2,8	1,4	1,8
2018 1° trim.	113,8	1,9	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,9	1,9	2,3	1,9	2,0
2° trim.	114,3	1,9	1,0	1,9	0,9	2,0	2,0	1,5	2,1	2,3	1,9	1,9
3° trim.	114,8	2,0	1,9	1,7	1,2	2,2	1,8	2,4	2,5	2,5	2,1	2,0
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 4° trim.	107,1	0,9	3,2	1,9	0,7	1,9	0,7	1,9	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 1° trim.	107,2	0,9	3,0	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
2° trim.	107,0	0,5	1,0	0,6	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1
3° trim.	106,7	0,0	0,4	-0,9	0,4	0,9	0,8	1,8	0,0	-0,6	-0,2	0,1

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	1.037,3	5.574,7	6.612,0	1.445,6	2.159,4	3.605,0	10.217,0	73,7	486,7	74,7	635,1	10.852,1
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.329,3	2.221,0	3.550,3	10.708,4	69,6	524,4	91,9	685,9	11.394,3
2017	1.111,6	6.637,2	7.748,8	1.196,9	2.260,8	3.457,7	11.206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11.867,8
2017 4° trim.	1.111,6	6.637,2	7.748,8	1.196,9	2.260,8	3.457,7	11.206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11.867,8
2018 1° trim.	1.116,9	6.744,0	7.860,9	1.170,3	2.259,8	3.430,1	11.291,1	71,4	509,4	65,7	646,5	11.937,5
2° trim.	1.133,6	6.892,4	8.025,9	1.178,1	2.270,8	3.448,8	11.474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12.126,7
3° trim.	1.150,5	7.010,1	8.160,6	1.126,6	2.285,0	3.411,6	11.572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12.204,1
2018 mag.	1.128,6	6.844,3	7.972,9	1.164,7	2.266,4	3.431,1	11.404,0	71,9	506,0	66,7	644,5	12.048,5
giu.	1.133,6	6.892,4	8.025,9	1.178,1	2.270,8	3.448,8	11.474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12.126,7
lug.	1.137,3	6.916,3	8.053,5	1.155,9	2.277,2	3.433,0	11.486,5	68,5	508,4	65,5	642,5	12.129,0
ago.	1.143,8	6.951,5	8.095,3	1.140,1	2.281,1	3.421,2	11.516,5	71,8	501,7	69,2	642,7	12.159,2
set.	1.150,5	7.010,1	8.160,6	1.126,6	2.285,0	3.411,6	11.572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12.204,1
ott. ^(p)	1.154,4	7.047,2	8.201,6	1.143,7	2.285,3	3.429,0	11.630,6	72,0	501,8	67,3	641,2	12.271,8
Transazioni												
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	49,6	-27,0	-24,5	488,0
2016	38,1	541,7	579,8	-107,3	16,1	-91,2	488,5	-4,3	37,5	18,1	51,4	539,9
2017	36,4	590,8	627,1	-109,3	36,2	-73,1	554,0	6,6	-13,8	-19,1	-26,3	527,7
2017 4° trim.	7,7	119,4	127,0	-18,8	9,5	-9,3	117,8	7,6	-19,1	-8,3	-19,9	97,9
2018 1° trim.	5,3	103,6	108,9	-25,0	7,6	-17,3	91,5	-3,1	-1,1	-9,2	-13,4	78,2
2° trim.	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-1,6	3,3	0,8	169,9
3° trim.	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,2	-5,4	-19,9	74,4
2018 mag.	5,7	66,0	71,7	-1,6	2,0	0,4	72,0	-5,0	-4,9	-7,2	-17,1	54,9
giu.	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,7	3,9	7,5	77,4
lug.	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,8	-5,1	-9,4	3,2
ago.	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,7
set.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,8	-10,5	43,5
ott. ^(p)	3,9	33,8	37,7	12,3	3,1	15,4	53,1	0,4	6,4	1,1	7,8	60,9
Variazioni percentuali												
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,3	-25,6	-3,7	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,5	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,7	24,1	8,1	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 4° trim.	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 1° trim.	2,5	8,4	7,5	-8,8	1,7	-2,2	4,4	-1,6	-4,7	-25,7	-7,0	3,7
2° trim.	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
3° trim.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
2018 mag.	3,3	8,2	7,5	-7,5	1,7	-1,6	4,6	-3,4	-3,0	-21,2	-5,3	4,0
giu.	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
lug.	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,3	-19,3	-3,6	4,0
ago.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,3	-10,6	-4,1	3,5
set.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
ott. ^(p)	4,1	7,3	6,8	-6,0	1,7	-1,0	4,4	-0,6	-4,3	-12,0	-4,8	3,9

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2015	1.960,9	1.512,5	323,5	116,9	8,1	5.753,0	3.061,3	695,3	1.993,5	2,9	946,9	226,7	365,9
2016	2.093,3	1.630,4	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	970,6	199,5	383,8
2017	2.255,6	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.304,9	3.698,7	561,9	2.043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2017 4° trim.	2.255,6	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.304,9	3.698,7	561,9	2.043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2018 1° trim.	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,4	3.787,5	543,5	2.043,8	1,6	983,2	210,4	415,1
2° trim.	2.296,8	1.855,2	277,8	156,7	7,0	6.462,3	3.870,1	535,2	2.055,9	1,1	1.010,5	219,8	425,6
3° trim.	2.323,7	1.891,5	268,0	157,4	6,8	6.538,7	3.945,4	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
2018 mag.	2.293,2	1.858,0	271,7	156,6	6,9	6.435,0	3.844,6	537,1	2.052,0	1,3	984,9	214,6	419,6
giu.	2.296,8	1.855,2	277,8	156,7	7,0	6.462,3	3.870,1	535,2	2.055,9	1,1	1.010,5	219,8	425,6
lug.	2.296,6	1.860,7	272,0	156,6	7,4	6.490,0	3.894,7	532,0	2.061,5	1,8	989,9	216,0	425,2
ago.	2.305,8	1.872,8	268,8	157,5	6,7	6.515,4	3.921,6	528,2	2.063,8	1,8	974,8	214,3	434,2
set.	2.323,7	1.891,5	268,0	157,4	6,8	6.538,7	3.945,4	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
ott. ^(a)	2.316,7	1.892,0	274,7	144,0	5,9	6.587,1	3.984,0	521,6	2.080,4	1,1	992,6	208,3	443,6
Transazioni													
2015	90,3	127,8	-31,4	4,9	-11,1	196,1	304,7	-109,6	1,4	-0,4	83,4	-1,1	30,1
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,4	333,9	-46,5	13,9	-0,9	23,3	-28,4	19,1
2017	179,1	181,3	-3,1	-0,1	1,0	254,8	304,4	-81,6	33,4	-1,3	56,3	6,4	27,6
2017 4° trim.	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,0	2,8	-4,7
2018 1° trim.	7,8	22,1	-10,9	-2,0	-1,4	73,7	81,9	-18,1	9,0	0,9	-8,8	6,7	3,8
2° trim.	28,8	29,0	1,0	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-9,1	11,6	-0,5	20,1	9,0	10,0
3° trim.	26,4	36,0	-10,0	0,6	-0,2	76,3	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 mag.	17,7	19,5	-1,5	0,6	-0,8	26,4	28,5	-3,8	2,0	-0,3	12,8	3,3	1,0
giu.	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,5	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
lug.	0,9	6,2	-5,5	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,2	-3,7	-0,3
ago.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,7	-3,9	2,3	0,0	-16,2	-1,8	9,0
set.	17,2	18,2	-1,0	-0,1	0,1	23,2	23,9	-3,7	3,8	-0,8	6,5	-2,6	2,4
ott. ^(a)	3,2	1,3	4,3	-1,4	-0,9	38,3	37,2	-4,0	5,0	0,1	6,2	-3,8	5,7
Variazioni percentuali													
2015	4,8	9,2	-8,8	4,4	-58,0	3,5	11,1	-13,6	0,1	-12,2	9,7	-0,5	9,0
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2017 4° trim.	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2018 1° trim.	5,3	8,0	-7,8	-0,2	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,4	10,4	5,5
2° trim.	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
3° trim.	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
2018 mag.	5,6	8,5	-7,7	-0,9	7,7	4,2	8,5	-11,6	1,7	-48,4	3,8	10,8	4,6
giu.	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
lug.	4,5	6,8	-6,5	-1,0	20,4	4,6	8,7	-10,4	1,9	-13,6	2,0	11,6	3,8
ago.	4,2	6,5	-7,2	-0,7	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,7	8,1	4,7
set.	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
ott. ^(a)	4,1	6,0	-4,0	-2,0	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2015	3.898,4	1.114,1	2.781,8	12.601,6	10.510,6	10.806,0	4.287,1	5.309,7	789,3	124,5	1.309,5	781,5
2016	4.389,4	1.084,1	3.292,1	12.881,0	10.710,9	10.981,6	4.311,4	5.449,4	836,5	113,5	1.387,5	782,6
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,7	10.874,3	11.170,8	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,5	799,8
2017 4° trim.	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,7	10.874,3	11.170,8	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,5	799,8
2018 1° trim.	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.196,5	10.941,2	11.233,7	4.343,7	5.633,0	851,7	112,8	1.467,8	787,5
2° trim.	4.600,8	1.017,7	3.568,8	13.278,0	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.498,5	788,8
3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,6	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
2018 mag.	4.582,2	1.023,9	3.544,1	13.297,0	11.007,6	11.301,8	4.380,9	5.649,9	857,1	119,7	1.489,9	799,5
giu.	4.600,8	1.017,7	3.568,8	13.278,0	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.498,5	788,8
lug.	4.621,6	1.010,4	3.596,8	13.325,6	11.023,4	11.351,6	4.381,8	5.674,6	846,6	120,4	1.512,1	790,1
ago.	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,8	11.054,9	11.383,1	4.394,3	5.693,2	847,2	120,2	1.515,4	782,6
set.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,6	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
ott. ^(a)	4.609,1	1.000,6	3.594,5	13.393,6	11.089,9	11.422,6	4.403,4	5.715,9	849,7	120,8	1.524,5	779,2
Transazioni												
2015	294,1	-21,2	315,0	84,9	57,9	77,4	-11,4	97,2	-22,3	-5,6	25,8	1,1
2016	486,0	-34,4	520,3	319,4	235,7	259,6	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,1	3,6
2017	289,6	-43,0	332,0	361,8	273,3	315,2	83,0	173,5	20,3	-3,6	64,6	23,9
2017 4° trim.	87,7	-14,0	101,5	90,3	76,1	93,8	31,8	48,1	-2,0	-1,8	9,4	4,8
2018 1° trim.	-30,6	-9,7	-20,8	112,6	94,6	94,5	38,2	39,4	13,8	3,2	27,9	-9,8
2° trim.	32,3	-6,0	37,9	87,5	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	31,1	0,5
3° trim.	50,3	-16,1	66,7	103,7	91,2	88,3	48,9	49,9	-12,1	4,5	16,7	-4,2
2018 mag.	24,1	1,2	22,5	49,4	42,3	45,3	23,7	9,9	6,6	2,0	6,4	0,7
giu.	9,2	-6,2	15,5	-9,6	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	9,2	-10,0
lug.	29,0	-5,8	34,8	49,9	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	13,4	-5,4
ago.	14,6	-6,5	21,2	30,0	31,1	30,4	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-1,1
set.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	29,4	9,4	14,9	-6,0	4,2	-1,0	2,3
ott. ^(a)	-12,6	-3,3	-9,3	32,4	21,6	20,4	4,8	15,3	5,2	-3,7	12,1	-1,3
Variazioni percentuali												
2015	8,2	-1,9	12,7	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,3	2,0	0,1
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2017 4° trim.	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2018 1° trim.	3,9	-3,9	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	1,9	-0,4	4,0	0,0
2° trim.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
3° trim.	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
2018 mag.	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,1	3,6	8,0	4,6	2,0
giu.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
lug.	3,8	-3,9	6,2	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,3	5,5	4,9	-1,1
ago.	3,3	-4,4	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,6	6,1	-1,8
set.	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
ott. ^(a)	2,6	-4,2	4,7	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-1,5

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	4.287,1	4.266,9	1.051,8	760,7	2.474,6	5.309,7	5.643,5	595,3	3.949,1	765,3
2016	4.311,4	4.308,9	1.012,5	796,5	2.502,4	5.449,4	5.728,6	615,9	4.082,8	750,6
2017	4.326,4	4.364,4	987,7	820,3	2.518,5	5.599,1	5.865,6	654,4	4.216,5	728,1
2017 4° trim.	4.326,4	4.364,4	987,7	820,3	2.518,5	5.599,1	5.865,6	654,4	4.216,5	728,1
2018 1° trim.	4.343,7	4.381,1	997,8	820,6	2.525,4	5.633,0	5.904,6	663,6	4.243,6	725,8
2° trim.	4.358,0	4.424,9	986,0	828,0	2.544,0	5.659,7	5.940,5	670,1	4.272,9	716,7
3° trim.	4.396,9	4.464,4	1.000,2	836,9	2.559,9	5.701,3	5.978,6	678,3	4.310,4	712,7
2018 mag.	4.380,9	4.413,0	1.007,1	824,6	2.549,3	5.649,9	5.927,8	668,9	4.259,6	721,5
giu.	4.358,0	4.424,9	986,0	828,0	2.544,0	5.659,7	5.940,5	670,1	4.272,9	716,7
lug.	4.381,8	4.441,9	997,6	833,2	2.551,0	5.674,6	5.954,4	673,9	4.285,4	715,3
ago.	4.394,3	4.453,8	1.001,0	835,0	2.558,4	5.693,2	5.972,2	677,6	4.300,2	715,4
set.	4.396,9	4.464,4	1.000,2	836,9	2.559,9	5.701,3	5.978,6	678,3	4.310,4	712,7
ott. ^(p)	4.403,4	4.468,8	985,0	844,0	2.574,5	5.715,9	5.996,1	681,5	4.323,5	710,8
Transazioni										
2015	-11,4	24,0	-50,5	32,0	7,0	97,2	75,3	21,2	80,1	-4,1
2016	82,5	100,2	-15,4	44,0	54,0	121,1	113,7	24,1	105,3	-8,3
2017	83,0	132,9	0,8	37,2	45,0	173,5	165,8	45,1	134,2	-5,8
2017 4° trim.	31,8	51,8	10,8	10,8	10,2	48,1	44,5	12,3	36,8	-1,0
2018 1° trim.	38,2	38,7	16,7	5,6	15,8	39,4	45,6	11,2	27,5	0,7
2° trim.	17,0	48,0	-12,2	10,2	19,0	35,2	44,8	10,5	29,1	-4,5
3° trim.	48,9	48,1	16,5	10,3	22,1	49,9	48,5	10,5	40,5	-1,1
2018 mag.	23,7	21,0	4,4	4,9	14,5	9,9	14,8	3,8	6,3	-0,2
giu.	-20,8	13,3	-19,7	3,5	-4,5	13,7	16,2	2,6	13,9	-2,9
lug.	26,0	18,4	12,7	6,0	7,3	17,0	16,5	4,3	13,3	-0,7
ago.	13,6	12,4	3,5	1,9	8,2	18,0	17,3	4,1	13,9	0,0
set.	9,4	17,2	0,3	2,4	6,7	14,9	14,8	2,1	13,3	-0,5
ott. ^(p)	4,8	3,0	-17,1	7,1	14,8	15,3	18,6	3,6	11,9	-0,1
Variazioni percentuali										
2015	-0,3	0,6	-4,5	4,4	0,3	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,4	-1,5	5,8	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2017 4° trim.	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018 1° trim.	2,3	3,3	2,7	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
2° trim.	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
3° trim.	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
2018 mag.	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,5
giu.	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
lug.	3,0	4,1	2,7	5,5	2,3	3,3	3,0	7,2	3,4	-0,8
ago.	3,1	4,2	3,0	5,3	2,4	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
set.	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
ott. ^(p)	2,8	3,9	0,6	4,9	2,9	3,2	3,2	7,1	3,3	-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			Operazioni inverse con controparti centrali^{3)}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2015	282,8	6.999,2	2.119,1	80,0	2.255,2	2.544,9	1.352,2	281,9	205,9	135,6
2016	307,7	6.956,9	2.090,5	70,9	2.145,9	2.649,7	1.135,0	253,6	205,9	121,6
2017	343,4	6.767,3	1.968,3	59,7	2.013,0	2.726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2017 4° trim.	343,4	6.767,3	1.968,3	59,7	2.013,0	2.726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2018 1° trim.	340,8	6.745,7	1.952,7	59,4	2.015,0	2.718,5	906,6	315,9	135,9	86,2
2° trim.	330,4	6.705,8	1.950,6	58,4	2.022,9	2.674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
3° trim.	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
2018 mag.	336,1	6.750,6	1.950,8	58,8	2.029,4	2.711,6	860,4	395,6	177,3	186,6
giu.	330,4	6.705,8	1.950,6	58,4	2.022,9	2.674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
lug.	354,8	6.695,1	1.951,4	57,7	2.018,6	2.667,3	847,8	384,0	184,1	192,4
ago.	391,6	6.676,5	1.942,9	57,3	2.016,2	2.660,2	851,0	411,3	181,4	189,0
set.	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
ott. ^(p)	398,2	6.794,6	1.936,6	56,6	2.109,9	2.691,5	996,2	465,7	167,1	174,4
Transazioni										
2015	6,2	-216,1	-106,4	-13,4	-210,8	114,6	-87,2	-13,7	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,7	-69,6	-9,1	-118,5	74,5	-274,8	-91,4	12,8	-12,0
2017	39,4	-82,2	-84,8	-8,6	-73,0	84,2	-98,2	-68,3	-60,9	-27,6
2017 4° trim.	-11,8	-31,9	-17,5	-1,8	-14,0	1,5	-62,8	-60,9	3,2	7,9
2018 1° trim.	-2,7	7,7	-15,2	-1,4	10,6	13,8	55,6	-54,4	-7,6	-6,3
2° trim.	-10,4	-16,8	-5,3	-1,1	-18,0	7,6	-62,5	85,4	16,4	19,4
3° trim.	76,4	32,6	-16,0	-1,5	21,9	28,3	39,6	-10,2	3,2	-0,8
2018 mag.	-13,4	-12,1	-6,5	-0,4	-5,4	0,2	-41,7	-2,3	30,3	34,7
giu.	-5,7	-10,3	-0,4	-0,4	-6,6	-3,0	20,5	41,2	-3,2	-2,8
lug.	24,3	11,6	1,4	-0,7	-0,4	11,2	0,1	-39,9	10,0	8,6
ago.	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,7	18,9	-2,6	-3,5
set.	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,2	10,8	-4,1	-6,0
ott. ^(p)	-5,5	13,6	0,5	-0,3	9,9	3,5	18,0	31,3	-10,2	-8,6
Variazioni percentuali										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,3	-11,4	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 4° trim.	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 1° trim.	12,0	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
3° trim.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 mag.	6,2	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
giu.	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
lug.	10,3	-0,8	-2,5	-10,4	-2,7	2,3	-	-	22,7	23,3
ago.	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,1	-	-	24,6	34,2
set.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
ott. ^(p)	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,8	1,9	-	-	-9,9	-22,0

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	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 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.	13,0	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.	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
3° trim.	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
2018 mag.	12,8	11,2	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	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
lug.	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,4	0,4	1,0
ago.	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
set.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
ott.	13,2	11,7	3,5	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
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 12 dicembre 2018.

ISSN 2363-3433 (online)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-008-IT-N (online)