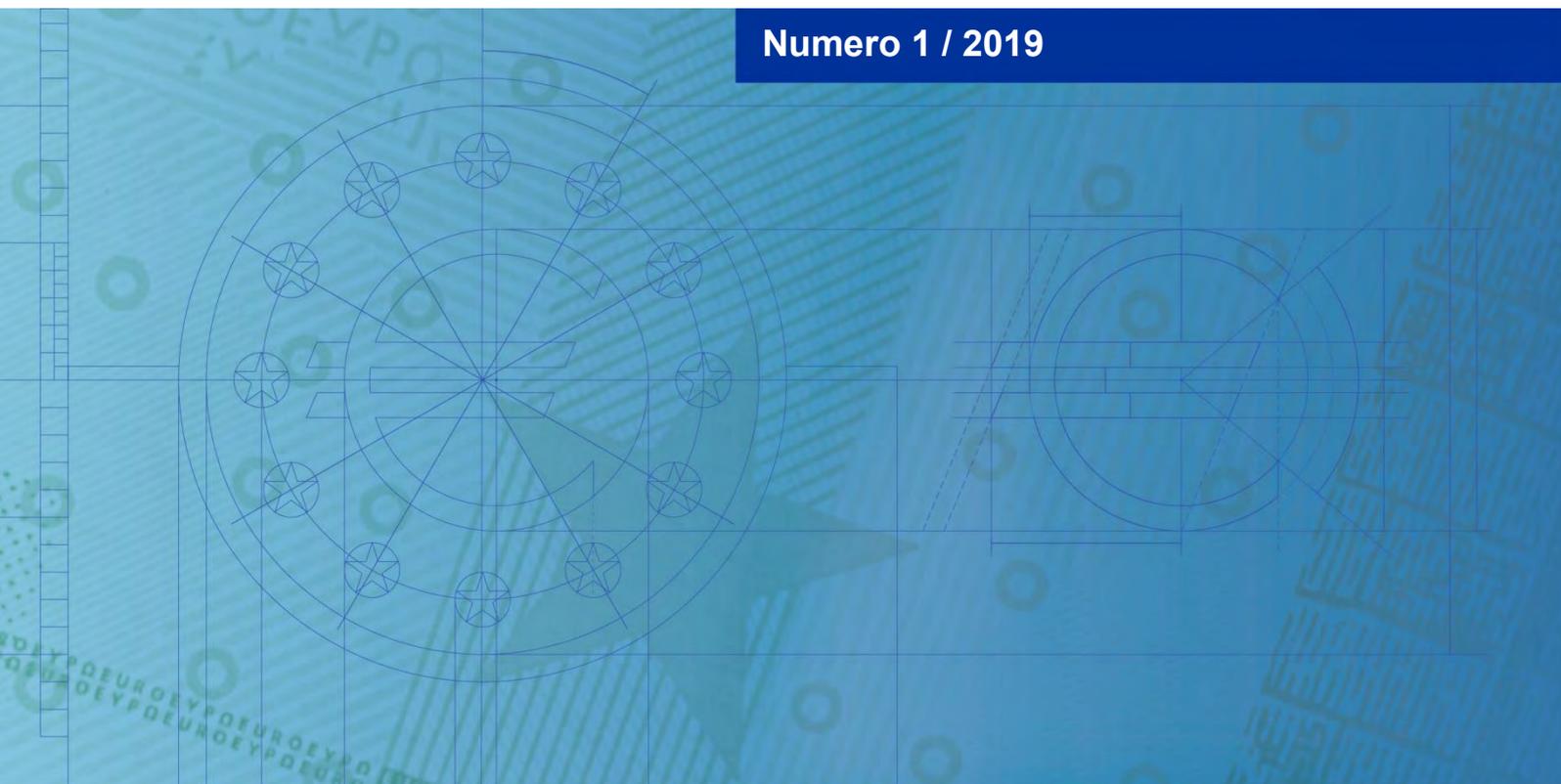




BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2019



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	12
4 Prezzi e costi	16
5 Moneta e credito	19
Riquadri	24
1 Andamenti recenti dei corsi petroliferi	24
2 Determinanti della domanda interna nell'area dell'euro e relativi rischi	29
3 Le variazioni nelle ipotesi sui prezzi del petrolio e il loro impatto meccanico sulle proiezioni relative all'inflazione armonizzata dei beni energetici per l'area dell'euro	35
Articoli	39
1 Venti anni di Survey of Professional Forecasters della BCE	39
2 Effetti di spillover tra i bilanci in un'unione monetaria	66
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni più recenti, disponibili successivamente alla decisione del Consiglio direttivo di terminare gli acquisti netti di attività a dicembre 2018, seguitano a indicare un'evoluzione più debole rispetto alle attese, per effetto di una domanda estera più flebile e di alcuni fattori specifici a livello di paese e di settore. In particolare, il clima di fiducia risente delle persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici e alla minaccia del protezionismo.

Al tempo stesso, il sostegno fornito dalle condizioni di finanziamento, le favorevoli dinamiche dei mercati del lavoro e l'aumento della crescita salariale continuano a sostenere l'espansione dell'area dell'euro e il graduale incremento delle pressioni inflazionistiche. Questo vigore di fondo dell'economia conferma la convinzione, da parte del Consiglio direttivo, che l'inflazione continuerà a convergere stabilmente su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Nondimeno, per sostenere l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo, resta essenziale un significativo stimolo da parte della politica monetaria. Questo deriverà dalle indicazioni prospettiche del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE, rafforzate dai reinvestimenti delle notevoli consistenze di attività acquistate. Il Consiglio conferma che è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui a dirigersi stabilmente verso il livello definito nel proprio obiettivo.

Lo slancio espansivo dell'economia mondiale ha di recente subito un rallentamento, in un contesto di incertezze di natura geopolitica e di vulnerabilità nei mercati emergenti. Il commercio mondiale ha subito una decelerazione verso la fine del 2018 a margine di ancora rilevanti rischi al ribasso connessi a tensioni commerciali irrisolte e di un rallentamento della crescita nelle economie emergenti. Sebbene le condizioni finanziarie siano nel complesso favorevoli, l'indebolimento dello slancio espansivo ha alimentato la volatilità dei mercati azionari. In ragione di tale indebolimento, la Cina ha adottato un orientamento di politica monetaria più accomodante.

Nell'area dell'euro, i rendimenti sui titoli di Stato sono scesi lievemente a fronte di una riduzione dei tassi privi di rischio a livello mondiale, mentre sono rimasti stabili i differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni sovrane. Nonostante l'aumento della volatilità all'interno dei singoli periodi, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono rimaste, nel complesso, sostanzialmente invariate. Analogamente, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie hanno registrato un incremento solo modesto. Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio.

Nel terzo trimestre del 2018 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita dello 0,4 per cento nei primi due trimestri. I dati più recenti seguitano a indicare un'evoluzione più debole rispetto alle attese per via del rallentamento della domanda estera, a cui si sono aggiunti alcuni fattori specifici a livello di paese e di settore. Sebbene ci si attenda che gli effetti

di alcuni di questi fattori vengano meno, è probabile che la dinamica espansiva di breve periodo risulti più debole di quanto previsto in precedenza. In prospettiva, la crescita dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, da ulteriori incrementi dell'occupazione e aumenti delle retribuzioni, da prezzi più contenuti dei beni energetici, nonché dal perdurare dell'espansione dell'attività mondiale, seppure a un ritmo lievemente inferiore.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è ridotta passando dall'1,9 all'1,6 per cento fra novembre e dicembre 2018, principalmente a causa dell'andamento più moderato della componente energetica. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva si riduca ulteriormente nei prossimi mesi. Le misure dell'inflazione di fondo restano in generale contenute, ma le pressioni sul costo del lavoro 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. 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.

Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si sono orientati al ribasso per via delle persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici e alla minaccia del protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità nei mercati finanziari.

L'analisi monetaria indica che la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3), a novembre, è scesa al 3,7 per cento dal 3,9 di ottobre. L'espansione di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a fornire il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. A novembre scorso il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie si è collocato al 4,0 per cento dal 3,9 per cento di ottobre, mentre quello dei prestiti alle famiglie è rimasto pressoché invariato al 3,3 per cento. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2018 evidenzia che le condizioni complessive di prestito applicate dalle banche sono rimaste favorevoli, dopo un periodo prolungato di allentamento netto, mentre la domanda di credito bancario ha continuato ad aumentare, sostenendo la crescita dei prestiti.

Gli esiti dell'analisi economica e le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria hanno confermato che è ancora necessario un ampio grado di accomodamento monetario affinché l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Sulla base di questa valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che 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 ribadito che l'Eurosistema continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato

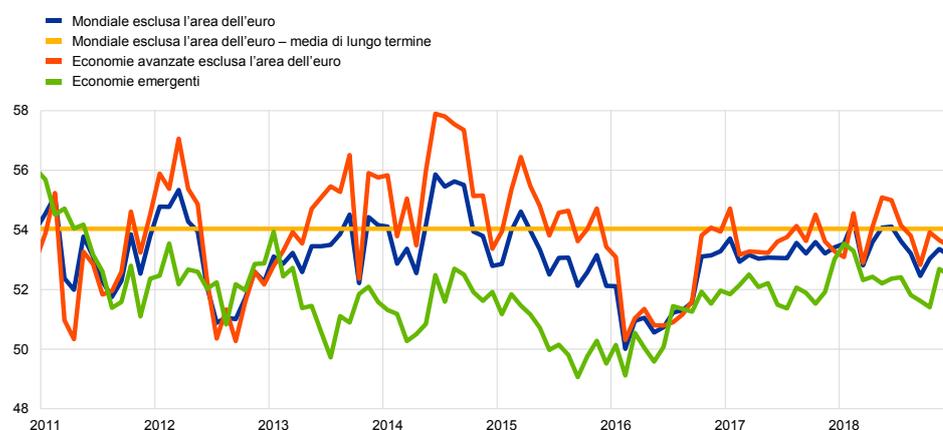
periodo di tempo successivo alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Gli indicatori economici segnalano un indebolimento dello slancio espansivo a livello mondiale. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha registrato un calo alla fine del 2018 (cfr. grafico 1), principalmente a causa del protratto rallentamento dell'attività manifatturiera mondiale. Il settore dei servizi ha continuato a mostrare una maggiore capacità di tenuta rispetto a 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

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

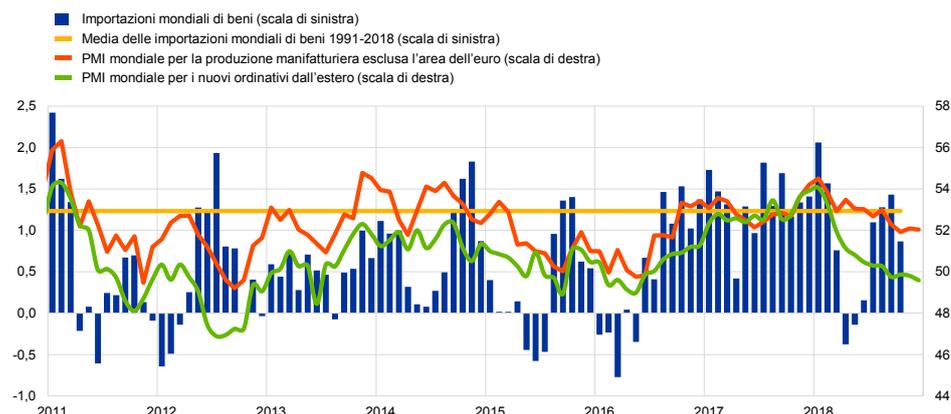
Sono aumentati i rischi al ribasso per l'attività mondiale e un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali potrebbe gravare sulla crescita mondiale. Se da un lato il rinvio di ulteriori aumenti dei dazi tra Stati Uniti e Cina ha rappresentato un segnale positivo, dall'altro permane un notevole grado di incertezza sull'esito dei negoziati in direzione di un significativo allentamento delle tensioni commerciali tra i due paesi. Altri rischi al ribasso sono collegati al più rapido peggioramento delle condizioni finanziarie mondiali e alle maggiori tensioni sui mercati emergenti, alle incertezze relative alle prospettive economiche in Cina e a quelle di natura politica e geopolitica, inclusi i rischi derivanti dalla Brexit.

Le condizioni finanziarie sono rimaste complessivamente accomodanti, mentre le preoccupazioni in merito all'attività economica negli Stati Uniti e nel resto del mondo hanno alimentato la volatilità dei mercati azionari. In Cina si è osservato un allentamento della politica di bilancio e di quella monetaria, in risposta ad un indebolimento, in particolare, del settore manifatturiero. Le aspettative di mercato rispetto a ulteriori incrementi dei tassi di interesse negli Stati Uniti si sono lievemente ridimensionate, mentre continuano a calare i rendimenti sui titoli del Tesoro, in parte a causa degli andamenti dei premi a termine. In prospettiva, il Federal Open Market Committee (FOMC) sta procedendo alla graduale normalizzazione della politica monetaria, sebbene ciò avvenga in un contesto di maggiore cautela delle prospettive economiche e di proiezioni per il profilo dei tassi di interesse lievemente al ribasso.

Lo slancio del commercio mondiale ha registrato un rallentamento verso la fine del 2018. Le importazioni mondiali di beni si sono indebolite a ottobre, mentre a dicembre il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero ha segnato, per il quarto mese consecutivo, una contrazione (cfr. grafico 2). Nel complesso i dati sembrano indicare che le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina stiano condizionando il clima nel settore manifatturiero di entrambe le economie ed esercitando un impatto negativo sulla crescita del commercio mondiale.

Grafico 2 Indagini e commercio internazionale di beni

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2018 per le importazioni mondiali di beni e a dicembre 2018 per il PMI.

A novembre l'inflazione a livello mondiale ha subito un rallentamento.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) a novembre è diminuita al 2,7 per cento, soprattutto per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica è scesa lievemente, al 2,2 per cento. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute. La crescita salariale nelle economie avanzate continua a essere moderata, nonostante le rafforzate condizioni dei mercati del lavoro e i crescenti vincoli di capacità.

I mercati petroliferi si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Nel quarto trimestre del 2018 il prezzo del petrolio è sceso, per lo più in seguito ai timori di un eccesso di offerta collegato alle deroghe alle sanzioni applicate dagli Stati Uniti alle esportazioni petrolifere dell'Iran, nonché alla protratta, elevata crescita della produzione negli Stati Uniti. Inizialmente questi effetti hanno compensato il possibile impatto sui prezzi dei tagli alla produzione operati dai paesi dell'OPEC e da un gruppo di altri paesi produttori di petrolio, in particolare per il perdurare dell'incertezza circa i tagli concordati il 7 dicembre 2018. Tuttavia si è osservato un recupero dei prezzi dopo che i dati hanno rivelato livelli di produzione più bassi del previsto e i prezzi del greggio di qualità Brent si sono attestati a 61 dollari al barile il 22 gennaio. I corsi delle materie prime non petrolifere sono saliti lievemente, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari.

Nel contesto di uno stimolo fiscale prociclico, l'economia statunitense ha registrato una forte crescita nel 2018; tuttavia il peggioramento del clima di fiducia e il panorama di maggiore debolezza evidenziato dai dati hanno

offuscato le prospettive di crescita. Nel terzo trimestre del 2018 la crescita del PIL in termini reali è avvenuta a un tasso del 3,4 per cento su base annua (ben al di sopra del potenziale), sebbene abbia segnato un rallentamento rispetto al 4,2 per cento del trimestre precedente a causa del calo delle esportazioni nette e della decelerazione degli investimenti fissi del settore privato. La paralisi dell'amministrazione pubblica negli Stati Uniti ha contribuito al clima di incertezza generato dalle politiche commerciali statunitensi nei confronti della Cina e sta gravando temporaneamente sull'attività economica degli Stati Uniti nel breve termine. A dicembre, l'inflazione al consumo complessiva è scesa all'1,9 per cento, in seguito a un forte calo dei prezzi dei beni energetici; le retribuzioni orarie medie, invece, sono rimaste solide. Partendo da queste premesse, nella riunione di dicembre 2018, come previsto, il FOMC ha innalzato di 25 punti base l'obiettivo per il tasso ufficiale (federal funds rate) e ha lievemente ridimensionato le proprie proiezioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione di fondo per i prossimi anni.

In Giappone ci si attende un ritorno ad una crescita positiva del PIL in termini reali per il quarto trimestre del 2018, sebbene l'inflazione si mantenga debole.

La volatilità del PIL nel 2018 è principalmente riconducibile all'impatto dei disastri ambientali e delle condizioni climatiche estreme. In futuro, l'economia dovrebbe mantenere il proprio profilo di crescita moderata grazie all'orientamento estremamente accomodante della politica monetaria e alla dinamica della spesa interna in conto capitale. Lo slancio reflazionistico dell'economia ha subito un rallentamento, registrando una riduzione significativa dell'inflazione complessiva a dicembre in seguito al recente indebolimento dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari.

Nel Regno Unito la crescita sembra destinata a un calo dopo la solida performance nel terzo trimestre del 2018. La forte crescita dello 0,6 per cento registrata nel terzo trimestre sul trimestre precedente ha riflesso un temporaneo aumento dei consumi e degli investimenti pubblici, nonché una forte ripresa delle esportazioni. Tuttavia gli investimenti delle imprese sono scesi per il terzo trimestre consecutivo. Nel complesso, l'attività dovrebbe mantenersi moderata nel medio periodo. A dicembre, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa lievemente al 2,1 per cento, confluendo in una media del 2,3 per cento nel quarto trimestre, a seguito di forti cali nei mesi precedenti.

L'economia cinese sta registrando una perdita di slancio, con segni di indebolimento particolarmente evidenti nel settore manifatturiero. A dicembre 2018 il PMI relativo al settore manifatturiero è sceso al di sotto di 50 per la prima volta dal 2017, mentre il settore dei servizi, meno esposto alle tensioni commerciali negli Stati Uniti, ha mostrato una maggiore capacità di tenuta. La banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha messo in atto nuove politiche per contenere il rallentamento, tra cui una riduzione di 100 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria a inizio gennaio e operazioni di finanziamento a favore delle piccole imprese a dicembre. Sono attese anche nuove misure nelle politiche di bilancio, sebbene le spese da parte dei governi locali in questo ambito potrebbero essere soggette a vincoli. A dicembre, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa all'1,9 per cento, in ragione di un più basso contributo dei beni non alimentari, mentre è rimasta stabile l'inflazione di fondo. Nello stesso mese, l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi alla produzione ha subito una brusca

decelerazione, portandosi allo 0,9 per cento; ciò si è verificato in risposta al calo dei prezzi del petrolio e delle materie prime e al rallentamento dell'attività manifatturiera in Cina.

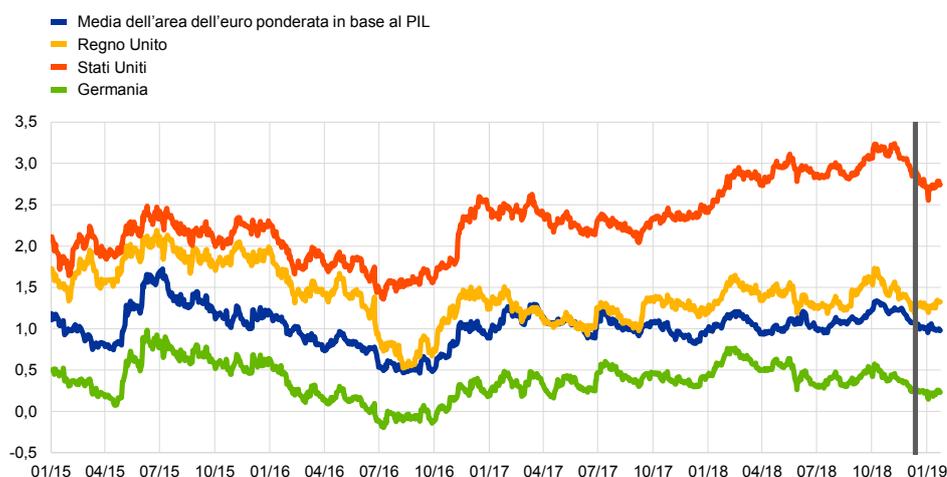
I rendimenti a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Nel periodo in esame, dal 13 dicembre 2018 al 23 gennaio 2019, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso allo 0,98 per cento (in diminuzione di 9 punti base), per via della riduzione dei tassi privi di rischio a livello mondiale e del rialzo della volatilità infragiornaliera sui mercati finanziari (cfr. grafico 3). Negli Stati Uniti, il rendimento del titolo di Stato a dieci anni è sceso di 16 punti base, raggiungendo il 2,74 per cento, mentre nel Regno Unito è salito all'1,33 per cento, in aumento di 2 punti base.

Grafico 3

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (13 dicembre 2018). L'ultima rilevazione si riferisce al 23 gennaio 2019.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio sono sostanzialmente invariati.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane di Spagna e Portogallo sono rimasti invariati nel periodo in esame, a 72 e 100 punti base rispettivamente, mentre quelli dei titoli italiani sono diminuiti di 8 punti base, pur rimanendo su livelli elevati, intorno al 2,17 per cento. I differenziali tedeschi sono cresciuti di 6 punti base, portandosi a -0,37 per cento e quelli francesi di 1 punto base, collocandosi allo 0,04 per cento.

Nell'area dell'euro gli indici generali delle quotazioni del mercato azionario sono sostanzialmente invariati, nonostante l'aumento della volatilità sul mercato alla fine dello scorso anno.

Nel periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentate dell'1 per cento circa. Gli elevati livelli di incertezza a livello mondiale, assieme alle sorprese negative sui dati macroeconomici, hanno indotto un'ondata di vendite in tutti i paesi e una crescita della volatilità sui mercati azionari; tali fenomeni sono stati inaspriti da fattori temporanei quali la scarsa liquidità di fine anno. Successivamente, i mercati azionari hanno in parte recuperato le perdite precedenti e la volatilità si è ridotta.

Nel periodo di riferimento i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono lievemente ampliati. A partire da dicembre, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade rispetto ai tassi privi di rischio è aumentato di circa 2 punti base per attestarsi a 95 punti base. Anche i rendimenti del debito del settore finanziario sono lievemente aumentati di circa 2 punti base, portando il differenziale a 120 punti base. Nel complesso, nonostante un graduale aumento nel 2018, i differenziali sulle 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.

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 di circa 43 miliardi di euro, per attestarsi a 1.847 miliardi circa. Tale calo è stato principalmente determinato da un aumento dei fattori autonomi netti e, in misura minore, da alcuni rimborsi anticipati di prestiti concessi nell'ambito della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II).

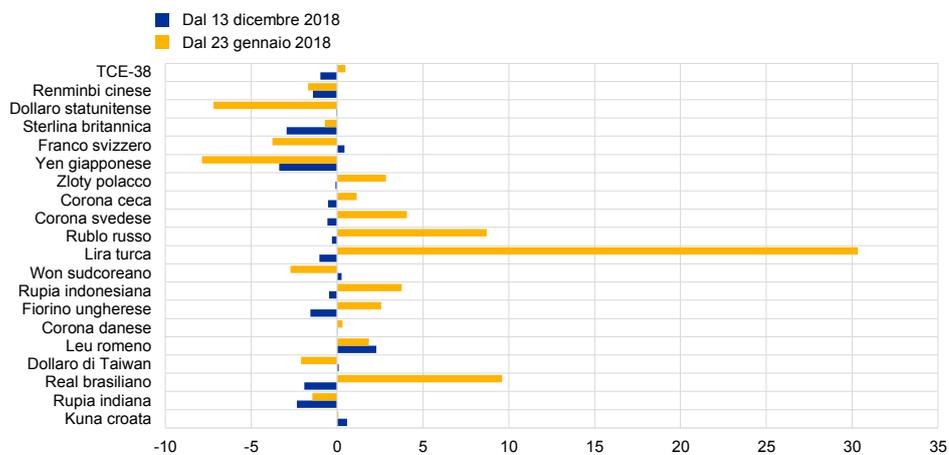
La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso il basso nel periodo in rassegna. La curva rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali precedenti il 2021, riflettendo le aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 4). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dell'1,0 per cento. Ciò deriva da un indebolimento generalizzato dell'euro rispetto alla maggior parte delle valute. In particolare, si è deprezzato rispetto allo yen giapponese (del 3,4 per cento) e della sterlina britannica (del 2,9 per cento), mentre è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro statunitense. L'euro si è indebolito anche nei confronti del renminbi cinese (dell'1,4 per cento) e delle valute della maggior parte delle economie emergenti, compresa la lira turca, il real brasiliano e il rublo russo, che hanno continuato a recuperare parte delle loro precedenti perdite.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

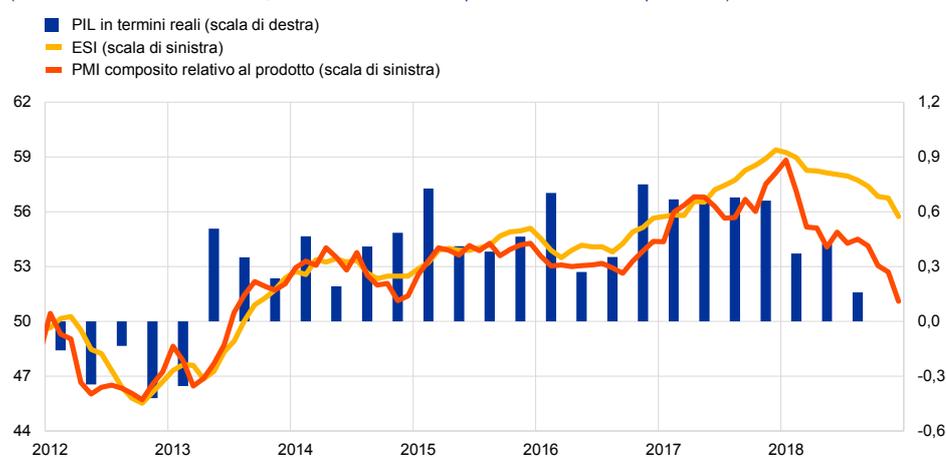
Note: "TCE-38" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 23 gennaio 2019.

Le informazioni più recenti hanno presentato sorprese al ribasso. Nel terzo trimestre del 2018 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,4 per cento nei due trimestri precedenti (cfr. grafico 5). La domanda interna e la variazione delle scorte hanno fornito un apporto positivo ai risultati del terzo trimestre, mentre l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo alla dinamica del PIL. Gli indicatori economici segnalano una prosecuzione della crescita, continua ma moderata, nell'ultimo trimestre dell'anno.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Nel terzo trimestre del 2018 l'occupazione ha continuato a crescere, aumentando dello 0,2 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 6).

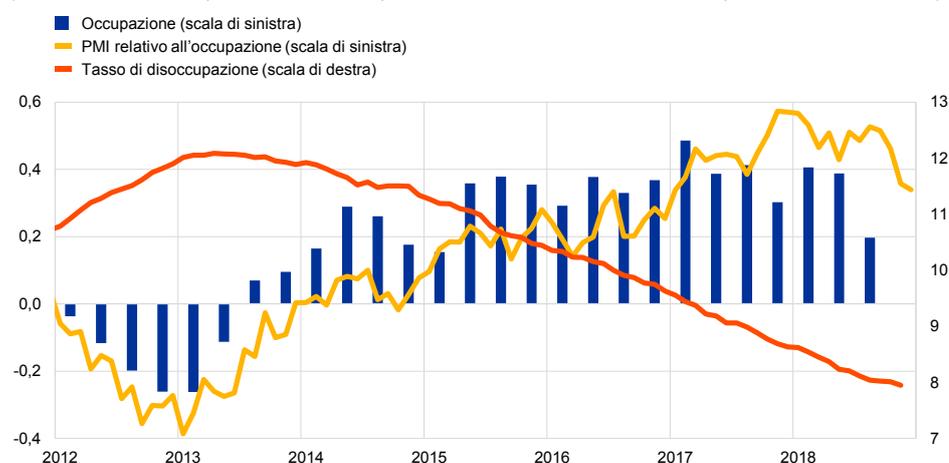
L'occupazione si colloca attualmente su un livello del 2,6 per cento superiore rispetto al massimo pre-crisi raggiunto nel primo trimestre del 2008. L'occupazione è cresciuta nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e tale aumento è stato generalizzato nei diversi settori. Tenuto conto dell'incremento più recente, l'espansione cumulata dell'occupazione nell'area, a partire dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2013, corrisponde a 9,6 milioni di lavoratori. Il perdurare della crescita dell'occupazione, associato al calo della crescita del PIL nel 2018, si è tradotto in un rallentamento della crescita della produttività, dopo la modesta ripresa rilevata nel 2017.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano una prosecuzione della crescita dell'occupazione nei prossimi trimestri, anche se probabilmente a un ritmo inferiore rispetto a quanto rilevato in precedenza. A novembre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso al 7,9 per cento, il livello più basso dall'ottobre 2008, dopo essersi mantenuto stabile per tre mesi (cfr. grafico 6). Gli indicatori basati sulle indagini congiunturali hanno registrato un rallentamento nell'ultimo trimestre del 2018 e segnalano un indebolimento della crescita dell'occupazione nei prossimi trimestri, che resterà comunque positiva.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Il miglioramento dell'occupazione continua a sostenere il reddito delle famiglie e la spesa per consumi.

Nel terzo trimestre del 2018 i consumi privati sono aumentati, come in quello precedente, dello 0,1 per cento in termini congiunturali. Le temporanee strozzature nella produzione automobilistica a seguito dell'introduzione della procedura di prova per veicoli leggeri armonizzata a livello mondiale (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure, WLTP) hanno avuto ripercussioni negative sull'attività economica e, in particolare, sul consumo di beni durevoli. Anche la crescita dei consumi di beni non durevoli, cioè quelli alimentari ed energetici, ha subito un rallentamento. Poiché tale componente della spesa per consumi è stata verosimilmente più sensibile agli incrementi passati dei corsi petroliferi e questi ultimi sono diminuiti nel quarto trimestre, la sua debolezza è anch'essa, in una certa misura, di natura più transitoria. Per contro, in linea con un forte incremento dei compensi dei lavoratori dipendenti in termini reali, la dinamica dei consumi nel settore dei servizi, che rappresentano la principale componente della spesa, si è mantenuta robusta.

Malgrado la recente decelerazione della crescita, si prevede che i consumi privati riacquistino slancio nel prossimo futuro.

I dati recenti sul volume del commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano una crescita lenta ma costante della spesa delle famiglie nel quarto trimestre del 2018. Altri indicatori confermano comunque un quadro che evidenzia la maggiore capacità di tenuta della dinamica dei consumi. Gli ultimi risultati delle indagini mostrano ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro, che dovrebbero continuare a sostenere ulteriormente il reddito delle famiglie e la spesa per consumi. Inoltre, la ricchezza netta delle famiglie ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto nel terzo trimestre. Pur avendo seguito una tendenza complessivamente decrescente dalla fine del 2017, la fiducia dei consumatori si attesta su un livello superiore alla propria media di lungo periodo.

Dopo una forte crescita nel secondo trimestre del 2018, la crescita degli

investimenti ha subito un rallentamento nel terzo trimestre. Dopo essere cresciuti

dell'1,8 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni hanno registrato un incremento dell'1,2 per cento nel terzo trimestre, trainato da macchinari e attrezzature, dai prodotti di proprietà intellettuale (PPI) e dalle attrezzature per i trasporti. La decelerazione sarebbe stata maggiore se non si fosse verificato un effetto particolare associato agli investimenti in R&S e in PPI in Irlanda. Gli investimenti in costruzioni sono cresciuti in misura moderata (0,2 per cento), sostenuti dalla dinamica degli investimenti in edilizia residenziale (0,7 per cento). Per quanto riguarda il quarto trimestre del 2018, gli indicatori di breve periodo segnalano un proseguimento della crescita. I dati mensili collocano la produzione di beni di investimento a ottobre e novembre in media allo stesso livello del terzo trimestre, quando la crescita si è attestata allo 0,9 per cento su base trimestrale, indicando un ulteriore rallentamento della crescita in settori diversi da quello delle costruzioni. Anche indicatori quali il grado di utilizzo della capacità produttiva, il clima di fiducia e i nuovi ordinativi sono coerenti con un rallentamento della crescita nel quarto trimestre. Quanto agli investimenti in costruzioni, a ottobre e novembre si è verificata una contrazione della produzione edile, mentre fino a dicembre l'indice dei responsabili degli acquisti e l'indice di fiducia per il settore delle costruzioni continuavano a segnalare un proseguimento della crescita, per quanto attenuata, nel quarto trimestre 2018.

Gli investimenti dovrebbero continuare a espandersi, sebbene a un ritmo meno sostenuto. L'andamento appena flettente previsto per la crescita degli investimenti in settori diversi dalle costruzioni sarà riconducibile a un indebolimento della domanda interna ed estera e a condizioni finanziarie meno favorevoli. Anche gli utili, che costituiscono la principale fonte di finanziamento delle imprese ai fini degli investimenti, sembrano aumentare a un tasso decrescente. I conti settoriali dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2018 indicano che il margine operativo lordo delle società non finanziarie (SNF) è diminuito sensibilmente sul periodo corrispondente. Inoltre, è possibile che le incertezze legate alla Brexit, il protezionismo commerciale e le prospettive generali per la crescita globale, oltre ad altri fattori, si siano già rivelati sfavorevoli ai fini delle decisioni di investimento. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, l'aumento delle intenzioni di acquistare o ristrutturare da parte delle famiglie, le positive previsioni dei costruttori su prezzi e occupazione e il numero costante dei permessi di costruire concessi, in un contesto caratterizzato da carenza di manodopera e domanda insufficiente, mostrano uno slancio positivo, benché in fase di attenuazione, della dinamica nel settore delle costruzioni nel periodo a venire.

Dopo un terzo trimestre deludente, la crescita del commercio estero dell'area dell'euro sembra essere destinata a ridursi ulteriormente nel quarto trimestre del 2018. La crescita delle esportazioni dell'area dell'euro è diminuita considerevolmente (allo 0,1 per cento) nel terzo trimestre, mentre la quella delle importazioni ha subito un rallentamento (all'1,0 per cento). Per via di tali andamenti, l'interscambio netto ha frenato l'attività economica con un notevole contributo negativo alla crescita del PIL in termini reali (pari a 0,4 punti percentuali). Sulla base delle informazioni disponibili fino a novembre si stima che l'interscambio con l'estero dell'area dell'euro sia diminuito ulteriormente nel quarto trimestre, in connessione con una moderazione della crescita dell'interscambio interno all'area a fronte di una domanda estera debole. L'espansione dei volumi dei beni esportati (ottenuti deflazionando i valori dell'interscambio con gli indici dei prezzi alla produzione) è rimasta molto contenuta (pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente), mentre i dati

relativi alla crescita delle importazioni indicheranno probabilmente una correzione al ribasso (che farà toccare il -0,8 per cento) nel quarto trimestre. Anche gli indicatori anticipatori relativi al commercio, come l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero e i giudizi sul livello degli ordini dall'estero della Commissione europea, delineano un peggioramento delle prospettive verso la fine dell'anno.

I dati più recenti rivelano una dinamica più debole rispetto alle attese, che riflette un minore contributo della domanda estera e fattori specifici a livello di paese e settore. Alcuni di questi fattori verranno probabilmente meno, tuttavia ciò potrebbe suggerire in prospettiva un ritmo di crescita in una certa misura inferiore. Dopo una crescita pari quasi a zero a ottobre, a novembre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dell'1,7 per cento sul mese precedente. Conseguentemente, in questi due mesi la produzione si è attestata mediamente su valori dello 0,7 per cento inferiori al livello registrato nel terzo trimestre del 2018, quando era diminuita dello 0,1 per cento su base trimestrale. Il debole andamento del mese di novembre ha interessato l'insieme dei principali comparti industriali, nonché i maggiori paesi dell'area dell'euro. Le indagini più recenti segnalano una crescita continua e moderata, ma a ritmi inferiori a quelli della prima metà dell'anno. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato in media a 52,3 nel quarto trimestre del 2018, da 54,3 nel periodo precedente, mentre l'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è sceso a 108,8, da 111,5 tra i due trimestri (cfr. grafico 5). Mentre l'ESI ha continuato a collocarsi al di sopra della media di lungo periodo, il PMI registra al momento un livello inferiore alla media storica.

In prospettiva, l'espansione dell'area dell'euro continuerà a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli. Inoltre, la crescita dovrebbe essere sostenuta anche da ulteriori incrementi dell'occupazione e da un aumento delle retribuzioni, da una riduzione dei prezzi dell'energia e dall'espansione in corso, per quanto a un ritmo più ridotto, dell'attività globale. Il riquadro 2 illustra in maggior dettaglio i fattori che dovrebbero avere effetti positivi o negativi sull'attività interna. I risultati dell'ultima indagine della BCE presso i previsori professionali ([ECB Survey of Professional Forecasters](#)), condotta all'inizio di gennaio, mostrano attese di crescita del PIL del settore privato riviste al ribasso per il 2019 e il 2020 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale agli inizi di ottobre.

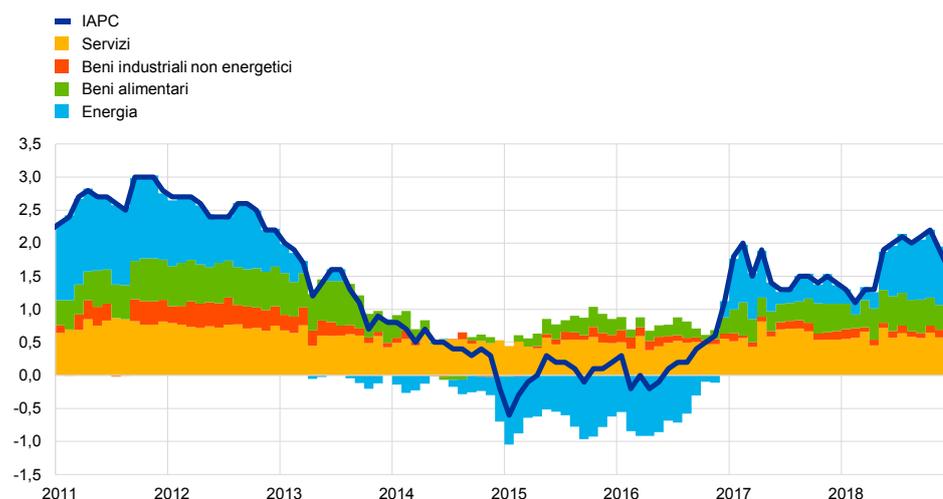
L'orientamento dei rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro ha subito una variazione al ribasso. La valutazione più pessimistica dei rischi riflette le persistenti incertezze connesse a fattori geopolitici, alla minaccia del protezionismo, alle vulnerabilità nei mercati emergenti e alla volatilità nei mercati finanziari.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IACP per l'area dell'euro si è collocata all'1,6 per cento a dicembre 2018, in ribasso rispetto all'1,9 registrato a novembre (cfr. grafico 7). Tale diminuzione riflette principalmente l'andamento più moderato dei prezzi energetici e, in misura minore, di quelli dei beni alimentari. La riduzione dell'inflazione complessiva a partire dal suo valore massimo di ottobre 2018 è stata determinata principalmente dall'inflazione dei beni energetici, spinta verso il basso da un effetto base e dall'impatto della recente diminuzione dei corsi petroliferi. Il calo dei prezzi del petrolio e dei contratti future a essi collegati dopo metà novembre è stato più cospicuo di quanto prefigurato dagli esperti dell'Eurosistema nelle proiezioni di dicembre 2018. Ciò implica una riduzione meccanica delle prospettive di inflazione complessiva nel breve periodo (cfr. il riquadro *Le variazioni nelle ipotesi sui prezzi del petrolio e il loro impatto meccanico sulle proiezioni relative all'inflazione armonizzata dei beni energetici per l'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

Grafico 7

Contributi delle componenti all'inflazione complessiva misurata sullo IACP 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 dicembre 2018.

Recentemente le misure dell'inflazione di fondo hanno evidenziato movimenti laterali, ma rimangono più elevate rispetto ai bassi valori registrati in precedenza. A dicembre l'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari si è confermata all'1,0 per cento, invariata rispetto a novembre. Lo stesso vale per l'inflazione misurata sullo IACP al netto di beni energetici, beni alimentari e componenti molto volatili (quali voci legate ai viaggi, abbigliamento e calzature). Anche due misure basate su modelli, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore hanno evidenziato negli ultimi mesi movimenti laterali. Nondimeno, ciascuna misura, statistica o basata su modelli, si è attestata su livelli superiori in confronto ai rispettivi punti di minimo registrati nel 2016.

Nonostante un ulteriore indebolimento nei primi stadi della filiera produttiva, le spinte inflazionistiche per i prezzi dei beni industriali non energetici compresi

nello IAPC hanno continuato a evidenziare una buona tenuta. Le pressioni sui prezzi nei primi stadi della filiera hanno continuato a indebolirsi; il tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi in euro è sceso a -4,9 per cento a dicembre, a fronte del 9,7 per cento di novembre e del 43,8 per cento di ottobre, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle materie prime a dicembre è calato allo 0,4 per cento, rispetto al 4,8 e al 6,2 per cento dei due mesi precedenti. Negli stadi successivi della filiera produttiva l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha continuato a rafforzarsi a novembre, ed è quindi rimasta sostanzialmente più elevata rispetto ai bassi livelli registrati all'inizio del 2018. L'inflazione dei prezzi alla produzione interni dei beni di consumo non alimentari è ulteriormente cresciuta, toccando lo 0,9 per cento a novembre, il suo livello massimo a partire da aprile 2012, 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 invariate, per quanto esista il rischio che esse risentano della perdurante debolezza nei primi stadi.

Recentemente, la crescente pressione sui costi salariali non si è tradotta in un rafforzamento complessivo delle pressioni sui prezzi interni perché assorbita dai margini di profitto. Le pressioni sui prezzi del costo del lavoro hanno continuato a intensificarsi nel terzo trimestre del 2018 sia per la crescita del reddito per occupato sia per l'indebolimento della crescita della produttività. Tuttavia, la variazione percentuale sui dodici mesi del deflatore del PIL è rimasta stabile all'1,4 per cento nei primi tre trimestri del 2018, mentre il complessivo indebolimento congiunturale, assieme al deteriorarsi delle ragioni di scambio (connesso soprattutto ai passati rialzi dei corsi petroliferi) hanno pesato sugli andamenti dei margini di profitto. Tali recenti andamenti del deflatore del PIL e della sua scomposizione sono caratteristici di una fase più avanzata di una ripresa trainata dalla domanda¹.

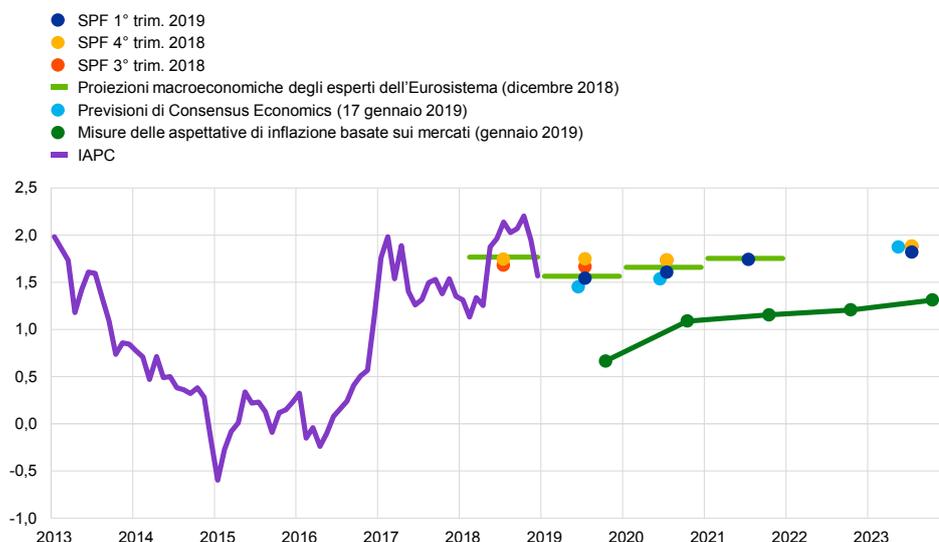
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate sia dai mercati, sia dalle indagini campionarie hanno registrato una diminuzione. Il 23 gennaio 2019 il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,54 per cento, ossia circa 9 punti base al di sotto dei livelli osservati a metà dicembre. Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno molto graduale a livelli di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento (cfr. grafico 8). 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, resta trascurabile, a indicazione del fatto che i mercati attualmente giudicano molto modesto il rischio di deflazione. Secondo l'[indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali](#) (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il primo trimestre del 2019, le aspettative di inflazione complessiva media per l'area dell'euro pari si collocano all'1,5 per cento per il 2019, all'1,6 per il 2020 e all'1,7 per il 2021. Ciò implica, rispettivamente, revisioni al ribasso di 0,1 e 0,2 punti percentuali per il 2019 e il 2020 rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che rispecchiano principalmente gli andamenti dei corsi petroliferi. Secondo l'SPF, la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine si attesta all'1,8 per cento, una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali.

¹ Cfr. il riquadro [Il ruolo dei salari nel rialzo dell'inflazione](#) nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: l'indagine SPF per il primo trimestre del 2019 è stata condotta tra il 7 e l'11 gennaio 2019. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per l'inflazione ricavata dai tassi di mercato le ultime rilevazioni si riferiscono al 23 gennaio 2019.

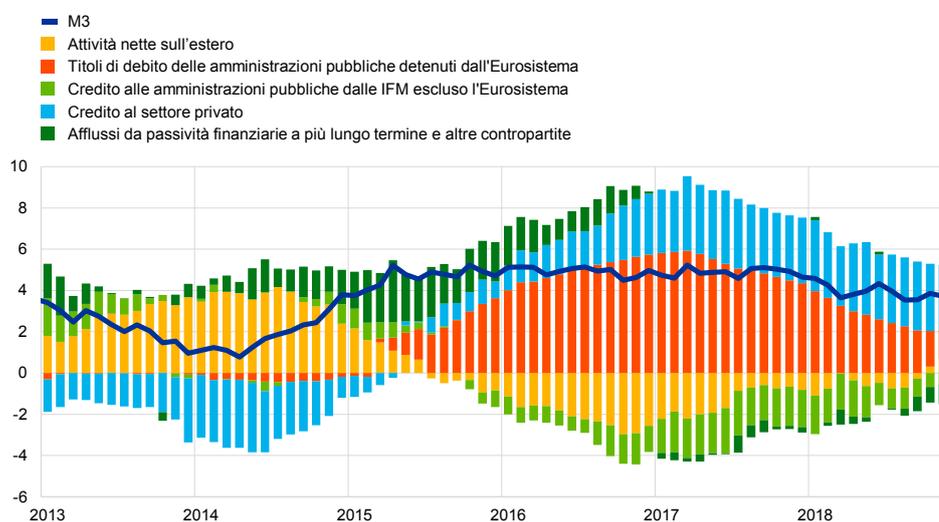
I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato ad accelerare nel terzo trimestre del 2018. Secondo l'indicatore della BCE dei prezzi degli immobili residenziali, nel terzo trimestre del 2018 i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro hanno registrato una crescita su base annua del 4,3 per cento, rispetto al 4,2 e al 4,3 per cento, rispettivamente del secondo e primo trimestre. I dati relativi ai primi tre trimestri del 2018 quindi implicano un movimento laterale a tassi di espansione robusti.

5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita a novembre. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 3,7 per cento a novembre, dal 3,9 per cento di ottobre (cfr. grafico 9). La riduzione degli acquisti netti (da 80 miliardi a 60 miliardi di euro ad aprile 2017, a 30 miliardi a gennaio 2018 e successivamente a 15 miliardi a ottobre 2018) ha comportato un più contenuto impatto positivo del PAA sulla crescita di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, che ha nuovamente fornito un importante contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio, è sceso al 6,7 per cento a novembre (dal 6,8 per cento a ottobre). L'espansione dell'aggregato monetario ha continuato a beneficiare della sostenuta crescita economica e del basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse molto bassi.

Grafico 9
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

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

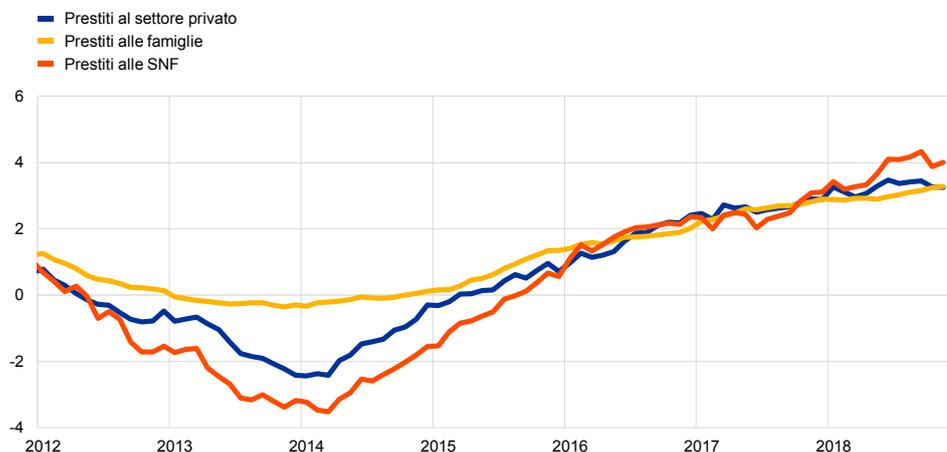
Il credito al settore privato è rimasto la maggiore determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio. Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo alla crescita di M3 da parte dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito (cfr. gli istogrammi rossi nel grafico 9), in un contesto contraddistinto dalla menzionata riduzione degli acquisti netti mensili nell'ambito del PAA. Ciò è stato ampiamente controbilanciato da un moderato incremento dell'apporto del credito al settore privato a partire dalla fine del 2017 (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 9). Ciò riflette l'attuale 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 da ottobre 2018, 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. gli istogrammi verde chiaro nel grafico 9). Infine, a

novembre, il contributo delle attività nette sull'estero (cfr. gli istogrammi gialli del grafico 9) è stato di nuovo positivo.

A novembre la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è mantenuta stabile. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è rimasto invariato al 3,3 per cento a novembre (cfr. grafico 10). Esso ha beneficiato degli aumenti del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF (passato dal 3,9 per cento di ottobre al 4,0 per cento di novembre) e di quello dei prestiti alle famiglie (salito dal 3,2 per cento di ottobre al 3,3 per cento di novembre). Questi lievi aumenti nei prestiti a SNF e famiglie sono stati controbilanciati da una diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli intermediari finanziari, pertanto, nel complesso, non si è registrata alcuna variazione nel tasso di crescita dei prestiti al settore privato. Mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto moderato in termini storici, si è verificata una notevole espansione dei nuovi prestiti. La ripresa della crescita di questi ultimi è stata favorita dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE), nonché dai complessivi miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se il volume dei crediti deteriorati in alcuni paesi resta elevato e potrebbe limitare l'intermediazione finanziaria².

Grafico 10 Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

La crescita dei prestiti continua a essere sostenuta dalle favorevoli condizioni di credito bancario e dalla crescente domanda in tutte le categorie di prestiti. In base ai risultati dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di gennaio 2019, nel quarto trimestre del 2018 i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Dal 2014 tali andamenti sono in linea con un notevole allentamento netto

² Cfr. anche il capitolo 3 del numero di novembre 2018 della [Financial Stability Review](#) della BCE.

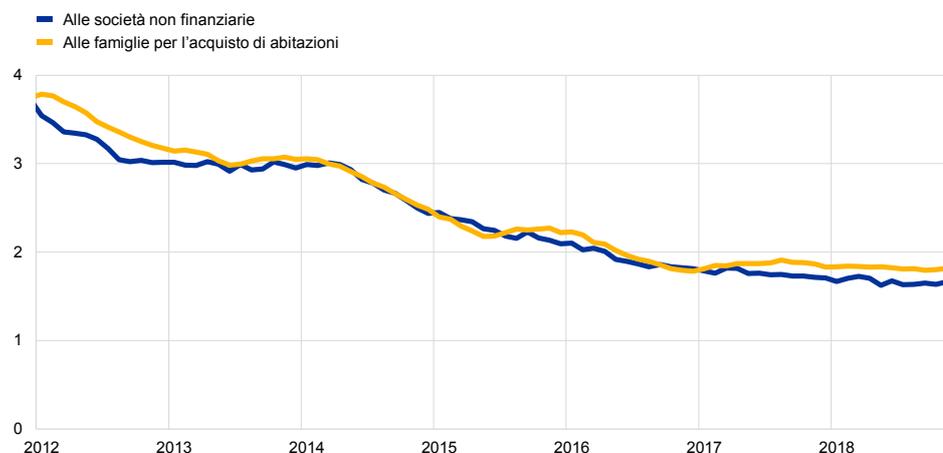
complessivo dei criteri di concessione del credito. Le pressioni concorrenziali hanno contribuito ancora a un allentamento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese e per l'acquisto di abitazioni, mentre l'attenuazione del rischio percepito ha contribuito soltanto a un allentamento dei criteri per l'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni. La crescita della domanda netta di prestiti è dovuta in gran parte al basso livello generale dei tassi di interesse, agli investimenti fissi, alle scorte e al capitale circolante, all'attività di fusione e acquisizione, alle prospettive favorevoli del mercato degli immobili residenziali e alla fiducia dei consumatori. Le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che, nella seconda metà del 2018, le azioni di regolamentazione o vigilanza hanno portato a un ulteriore rafforzamento delle proprie posizioni patrimoniali e a un inasprimento dei propri criteri di concessione del credito per tutte le categorie di prestiti. Con riferimento agli effetti prodotti sulle politiche di offerta dalle quote di crediti deteriorati, le banche dell'area dell'euro hanno riferito che, negli ultimi sei mesi, tali quote hanno avuto un impatto di irrigidimento sui criteri per la concessione di prestiti alle imprese e per l'acquisto di abitazioni e che tale impatto dovrebbe persistere e incidere su tutte le categorie di prestiti.

Il basso livello dei tassi sui prestiti ha continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro. A novembre 2018 il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è rimasto sostanzialmente stabile all'1,66 per cento, prossimo al minimo storico toccato a maggio 2018. Nello stesso mese, il tasso composito sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni è rimasto stabile all'1,81 per cento, anch'esso vicino al minimo storico risalente a dicembre 2016 (cfr. grafico 11). Dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito da parte della BCE nel giugno del 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativa e maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF e alle piccole imprese (supponendo che i prestiti di entità molto contenuta, fino a 250.000 euro, siano concessi principalmente a piccole imprese) è risultata particolarmente significativa nei paesi dell'area dell'euro che sono stati più esposti alla crisi finanziaria. Ciò indica una più uniforme trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti tra i vari paesi dell'area dell'euro e tra imprese di varie dimensioni.

Grafico 11

Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

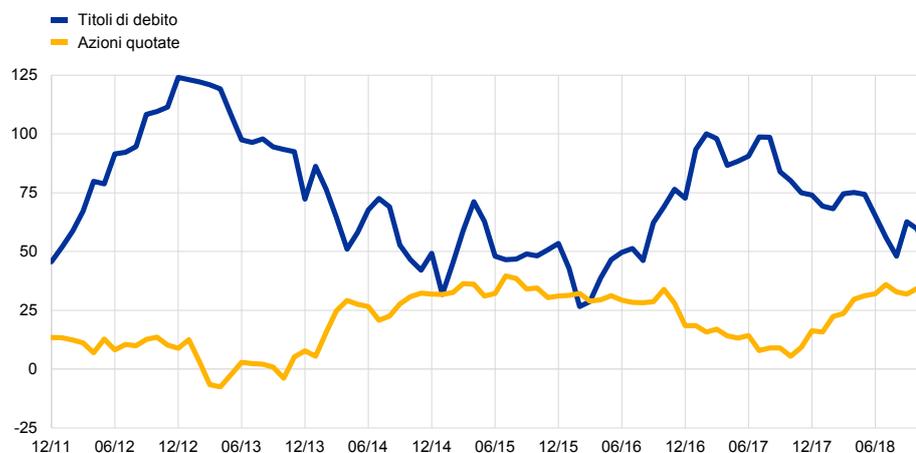
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2018.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro è diminuita lievemente nei primi due mesi del quarto trimestre del 2018 dopo una modesta crescita negli stessi mesi del trimestre precedente. Gli ultimi dati della BCE indicano che, su base netta, il flusso totale di titoli di debito emessi dalle SNF a ottobre e novembre 2018 è stato lievemente negativo. Ciò è in contrasto con i consueti andamenti stagionali osservati negli ultimi anni, nei quali la debolezza delle emissioni tendeva a concentrarsi nell'ultimo mese del quarto trimestre. Da una prospettiva più a medio termine (cfr. grafico 12), è proseguita la riduzione dei flussi annuali di titoli di debito. A novembre 2018 hanno raggiunto i 44 miliardi di euro, a seguito di un calo di 30 miliardi di euro nel corso dei precedenti 12 mesi. I dati di mercato disponibili suggeriscono che l'emissione netta di titoli di debito si è mantenuta debole a dicembre 2018 ma ha finito per riprendersi leggermente all'inizio di gennaio 2019. A ottobre e novembre 2018, l'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF è stata piuttosto robusta, in miglioramento rispetto al dato lievemente negativo registrato nei primi due mesi del terzo trimestre 2018. In termini di flussi annui, l'emissione netta di azioni quotate è rimasta prossima ai livelli più elevati rilevati dal 2012.

Grafico 12

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

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

Malgrado l'aumento osservato negli ultimi mesi, nel complesso il costo dei finanziamenti per le SNF dell'area dell'euro si è mantenuto favorevole. 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 intorno al 4,7 per cento a novembre, e secondo le proiezioni, dovrebbe essere aumentato ulteriormente a dicembre 2018 e gennaio 2019. Sebbene attualmente le stime collochino il costo del finanziamento circa 54 punti base al di sopra del minimo storico toccato ad agosto 2016, tale valore resta più basso rispetto ai livelli osservati nell'estate del 2014. L'incremento del costo del finanziamento registrato dalla fine del terzo trimestre del 2018 rispecchia un aumento del costo del capitale di rischio e del costo dei titoli di debito emessi sul mercato. Il costo dei prestiti bancari sia a breve che a lungo termine è rimasto relativamente stabile nel medesimo periodo.

Riquadri

1

Andamenti recenti dei corsi petroliferi

a cura di Dominic Quint

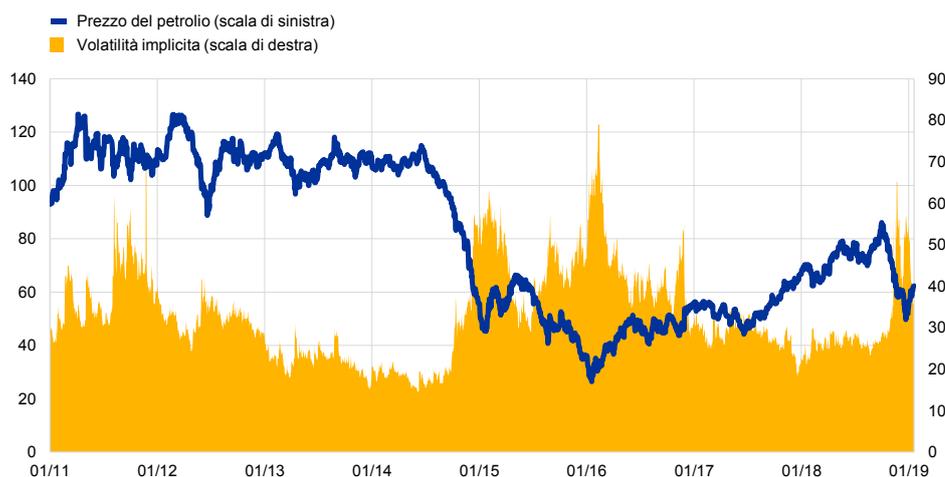
Il presente riquadro esamina le determinanti chiave degli andamenti del mercato petrolifero nel contesto delle ampie oscillazioni dei prezzi degli ultimi mesi. Mentre la domanda si è mantenuta relativamente stabile, i fattori dal lato dell'offerta sono stati i principali responsabili della recente volatilità dei corsi petroliferi.

Negli ultimi mesi si è verificata una pronunciata inversione di tendenza dei prezzi del petrolio, accompagnata da un forte aumento della volatilità implicita dei prezzi. Dopo l'aumento iniziato nell'estate 2017 e culminato col raggiungimento del prezzo di 86 dollari al barile all'inizio di ottobre 2018, le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno subito una pronunciata correzione, diminuendo del 40 per cento circa alla fine del 2018 (cfr. grafico A). Una correzione analoga è stata osservata quattro anni fa. Dopo un periodo in cui il greggio di qualità Brent era stato quotato a circa 110 dollari al barile per diversi anni, i prezzi petroliferi sono calati bruscamente nel 2014, e a gennaio 2016 sono scesi al di sotto di 30 dollari a barile. Questi periodi di tracollo dei prezzi petroliferi sono di solito accompagnati da un elevato grado di incertezza. Sulla base delle opzioni sullo United States Oil Fund, l'Oil Volatility Index (OVX) riflette le aspettative circa la volatilità dei prezzi petroliferi nel prossimo futuro. A novembre l'incertezza nei mercati petroliferi ha raggiunto livelli precedentemente osservati durante il brusco calo dei prezzi tra il 2014 e il 2015 e all'inizio del 2016.

Grafico A

Quotazioni petrolifere

(scala di sinistra: dollari al barile; scala di destra: indice)



Fonti: Bloomberg e Haver Analytics.

Note: il Chicago Board Options Exchange (CBOE) Crude Oil ETF Volatility Index (OVX) misura le aspettative di mercato circa la volatilità a 30 giorni dei prezzi del greggio, applicando la metodologia VIX alle opzioni sullo United States Oil Fund, prendendo in considerazione un ampio intervallo di prezzi di esercizio. L'ultima rilevazione si riferisce al 21 gennaio 2019.

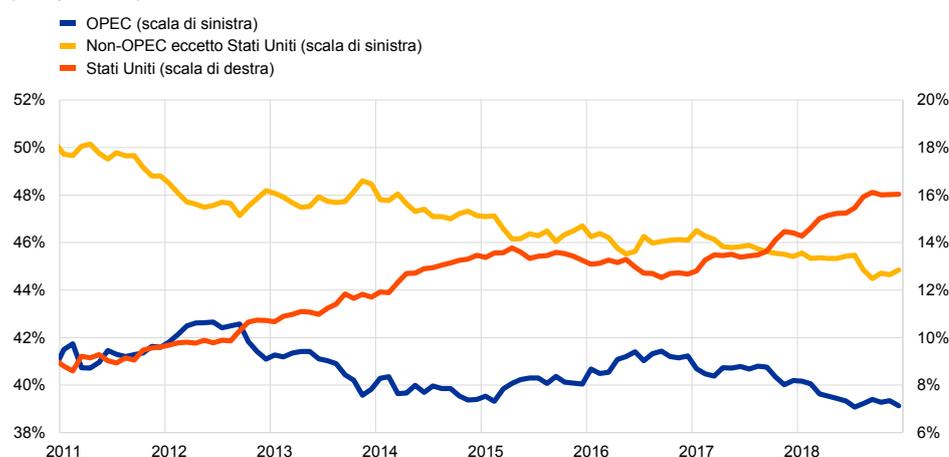
Le variazioni delle fonti di approvvigionamento del petrolio sono state una determinante importante dei corsi petroliferi a seguito dell'avvento del petrolio

da scisti statunitensi. A partire dal 2011 la capacità produttiva di petrolio da scisti degli Stati Uniti è notevolmente cresciuta, permettendo loro di competere con la Russia e l'Arabia Saudita, due dei maggiori produttori di petrolio al mondo in termini di volumi estratti giornalmente³. I progressi della tecnologia estrattiva e gli investimenti in oleodotti e linee ferroviarie hanno permesso ai produttori statunitensi di espandere la produzione, rendendo gli Stati Uniti un fattore importante nell'offerta di petrolio internazionale. La loro quota sull'offerta aggregata è aumentata notevolmente fra il 2011 e l'estate del 2014 (cfr. grafico B). Alla fine del 2014, i membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) avrebbero cambiato la propria strategia, abbandonando le quote di produzione nel tentativo di riguadagnare quote di mercato e, secondo alcuni analisti, di spiazzare l'offerta statunitense abbassando i prezzi petroliferi al di sotto dei livelli considerati redditizi dai produttori statunitensi di petrolio da scisti⁴. Tali azioni hanno portato soltanto a una riduzione di breve durata della produzione di petrolio da scisti. Alla fine del 2016 l'OPEC è stato costretto a riesaminare il proprio approccio, poiché le preoccupazioni relative al livello della domanda globale hanno portato a ulteriori ribassi dei corsi petroliferi. Inoltre, la strategia dell'OPEC ha gravato sulle finanze pubbliche dei suoi membri e gli indicatori sulla loro sostenibilità sono peggiorati bruscamente fra il 2014 e il 2016 per la maggior parte dei paesi membri⁵. Quando i corsi petroliferi hanno ripreso ad aumentare nel 2017, i produttori statunitensi hanno rapidamente recuperato le loro quote di mercato⁶.

Grafico B

Quote di mercato dei produttori di petrolio

(valori percentuali)



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia e elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a dicembre 2018.

Le più recenti oscillazioni dei corsi petroliferi, verso la fine del 2018, sono state determinate anche da notevoli variazioni nella valutazione da parte del mercato in merito alle prospettive sull'offerta di petrolio. Nonostante l'aumento della

³ Per approfondire le riflessioni sulla produzione di petrolio da scisti degli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Il mercato petrolifero nell'era del petrolio da scisti*, nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

⁴ Per un'interpretazione economica delle azioni strategiche dei paesi dell'OPEC cfr. Behar, A. e Ritz, R.A., "An analysis of OPEC's strategic actions, US shale growth and the 2014 oil price crash", *IMF Working Papers*, n. 16/131, luglio 2016

⁵ Cfr., ad esempio, Kose, M.A., Kurlat, S., Ohnsorge, F. e Sugawara, N., "A Cross-Country Database of Fiscal Space", *Policy Research Working Paper*, n. 8157, Banca mondiale, agosto 2017.

⁶ Alla fine del 2018 gli Stati Uniti sono inoltre risultati per la prima volta nella loro storia esportatori netti di petrolio, prendendo in considerazione tutte le importazioni ed esportazioni di greggio e prodotti raffinati.

produzione statunitense, i corsi petroliferi sono aumentati nei primi tre trimestri del 2018, poiché gli operatori di mercato si sono concentrati sul calo della produzione in Venezuela e sulle prospettive di minori esportazioni iraniane a seguito del ritiro degli Stati Uniti dall'accordo nucleare con l'Iran del 2015. A maggio 2018 gli Stati Uniti hanno annunciato che avrebbero reintrodotta sanzioni sulle esportazioni petrolifere iraniane a partire da novembre 2018. A ottobre 2018 le esportazioni petrolifere iraniane erano già diminuite di circa 350.000 barili al giorno⁷. Parallelamente, il mercato ha dubitato che l'OPEC avrebbe reagito aumentando la produzione per compensare la perdita della produzione iraniana nel mercato internazionale. Fin dagli inizi di ottobre, tuttavia, c'è stata una netta correzione dei prezzi. L'Arabia Saudita e la Russia hanno fornito rassicurazioni sul fatto che, dopo l'adozione delle sanzioni, avrebbero effettivamente aumentato la produzione, se necessario. Un'ulteriore pressione al ribasso è derivata dalla decisione del governo degli Stati Uniti di concedere una deroga di sei mesi per le importazioni di petrolio ai principali clienti dell'Iran. L'OPEC, d'accordo con i maggiori produttori non appartenenti all'organizzazione, ha convenuto di ridurre la produzione all'inizio di dicembre 2018. Tuttavia, le riduzioni proposte erano inferiori a quelle ritenute necessarie dai mercati per produrre un impatto durevole sui prezzi, mentre erano anche sorti dubbi circa la misura in cui i membri avrebbero rispettato tali riduzioni⁸. Di conseguenza, il calo dei prezzi petroliferi non si è arrestato fino all'inizio del 2019, dopo che gli indicatori iniziali di dicembre avevano segnalato un calo significativo della produzione OPEC.

La crescita della domanda aggregata di petrolio si è mantenuta maggiormente stabile negli ultimi anni, ma dovrebbe diminuire nel 2019. Nel corso dell'ultimo decennio, il consumo di energia nei paesi non appartenenti all'OCSE, soprattutto in Cina, è stato la principale determinante della domanda di petrolio mondiale (cfr. grafico C). Tuttavia, la crescita della domanda nelle economie emergenti e in via di sviluppo è stata controbilanciata dal rallentamento della stessa nei paesi OCSE. Più di recente, a seguito del lieve rallentamento dell'espansione economica nelle economie emergenti e in via di sviluppo, si è verificato un grado di convergenza nella crescita della domanda petrolifera sia nei paesi dell'OCSE che in quelli non appartenenti all'organizzazione. Poiché ci si aspetta che l'attività economica subisca una lieve riduzione nel 2019, negli ultimi mesi le previsioni sulla crescita della domanda petrolifera sono state riviste al ribasso dall'Agenzia internazionale per l'energia. Ciò ha esercitato ulteriori pressioni sui prezzi, in particolare nella seconda metà di dicembre, a fronte di una correzione generalizzata nei mercati finanziari internazionali.

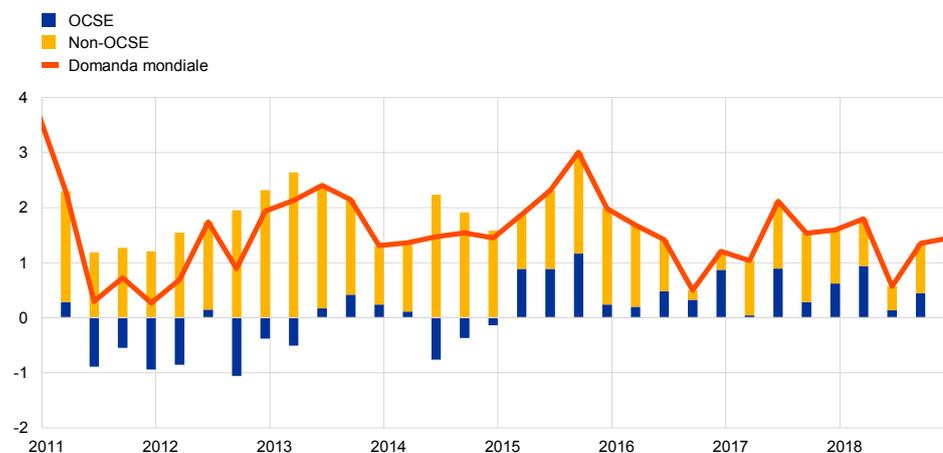
⁷ Si tratta di una riduzione meno grave di quella avvenuta nel 2012 quando le sanzioni hanno fatto diminuire le esportazioni petrolifere iraniane di circa 1 milione di barili al giorno.

⁸ La coesione fra i paesi OPEC è stata ulteriormente messa alla prova dalla decisione del Qatar di ritirarsi dall'Organizzazione. Il Qatar, che fino ad allora è stato l'11° maggior produttore all'interno dell'OPEC, intende concentrarsi di più sulla sua produzione di gas naturale e non vuole più essere legato dagli accordi dell'OPEC.

Grafico C

Domanda di petrolio

(variazioni percentuali su base annua; dati trimestrali)



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2018.

Nonostante il suo ridimensionamento, il ruolo dell'OPEC e degli altri grandi produttori che con esso collaborano resta un fattore importante nella dinamica dei corsi petroliferi.

I grandi produttori convenzionali come l'Arabia Saudita svolgono ancora un ruolo importante. Ad esempio, tuttora i paesi OPEC sono i soli ad avere una capacità inutilizzata sufficiente ad aumentare la produzione in risposta a improvvisi picchi di domanda⁹. Tuttavia, la strategia dell'OPEC di abbassare i prezzi petroliferi nel 2014 e nel 2015 non è riuscita a spiazzare permanentemente la produzione statunitense di petrolio da scisti, indicando che, su orizzonti di più lungo periodo, la capacità dell'OPEC di stabilizzare i prezzi sui livelli desiderati è diminuita. Sebbene i metodi estrattivi convenzionali siano di solito meno costosi rispetto alla produzione del petrolio da scisti, la maggior parte degli esportatori tradizionali necessita di prezzi del petrolio più elevati per sostenere i propri bilanci pubblici¹⁰. Tuttavia la rivoluzione del petrolio da scisti ha contribuito a limitare le pressioni al rialzo sui prezzi, poiché la produzione statunitense tende ad aumentare quando i prezzi si alzano al di sopra dei livelli di break-even. Secondo un'indagine sull'energia eseguita dalla Federal Reserve Bank of Dallas, i pozzi operativi esistenti risultano redditizi in un intervallo di prezzo che va dai 25 ai 35 dollari al barile. Per sfruttare pozzi nuovi, tuttavia, i produttori hanno bisogno di prezzi lievemente maggiori (cfr. grafico D).

Nel complesso, la rivoluzione del petrolio da scisti ha modificato la struttura del mercato petrolifero. Le strategie OPEC ora devono considerare la reazione endogena dei produttori di petrolio da scisti.

La concorrenza del petrolio da scisti può ridurre il potere dei tradizionali produttori di petrolio di innalzare i prezzi oltre un dato livello nell'orizzonte di lungo periodo. Al tempo stesso, il processo di adattamento

⁹ Si stima che la capacità inutilizzata dell'OPEC sia fra 1 e 2 milioni di barili al giorno, ovvero tra i 30 e i 90 giorni dovrebbe essere in grado di aumentare la produzione fino a tale quantità. La capacità degli Stati Uniti di aumentare significativamente la produzione con breve preavviso è ancora limitata. Per aumentare la produzione di 0,5 milioni di barili al giorno, i produttori statunitensi avrebbero bisogno di sei mesi per intensificare le attività di trivellazione. Cfr. Newell, R.G. e Prest, B.C., "Is the US the New Swing Producer? The Price-Responsiveness of Tight Oil", *RFF Working Paper*, n. 17-15, Resources for the Future, giugno 2017.

¹⁰ Cfr. L'Appendice statistica al *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, FMI, novembre 2018.

delle strategie dell'OPEC alla nuova concorrenza ha introdotto una certa volatilità nei corsi petroliferi negli ultimi anni, includendo quella durante la seconda metà del 2018.

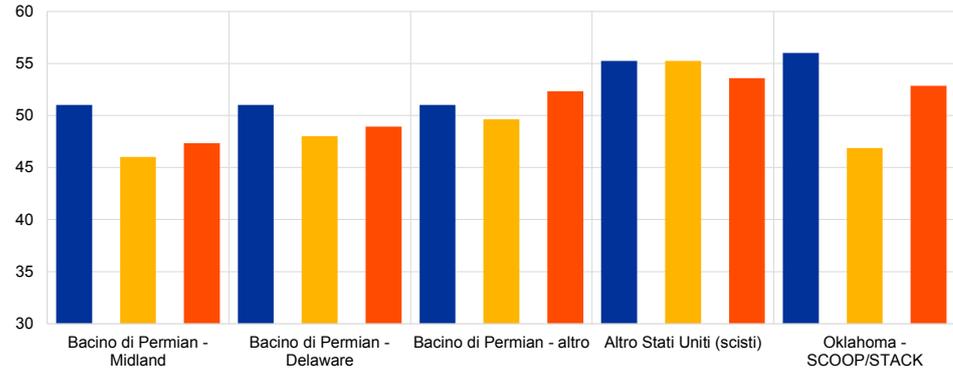
Grafico D

Prezzo petrolifero di break-even per i produttori statunitensi

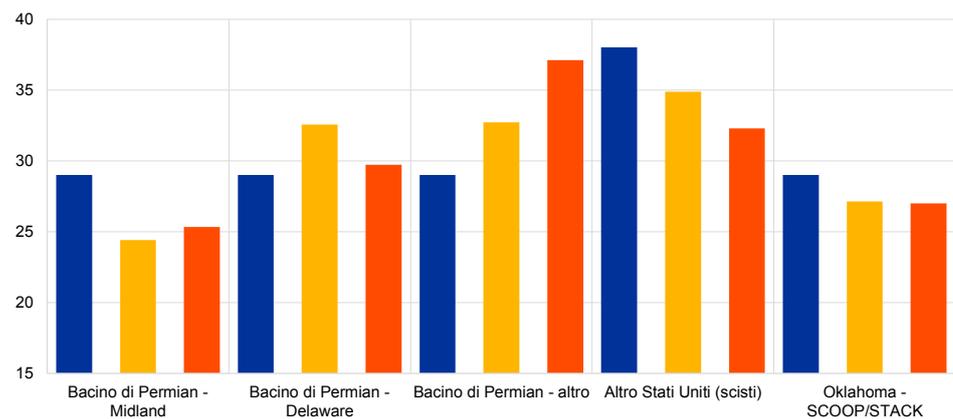
(dollari statunitensi al barile)

■ 2016
■ 2017
■ 2018

a) Nuovi pozzi



b) Pozzi esistenti



Fonte: Dallas Fed Energy Survey.

Note: prezzi medi necessari per coprire i costi operativi di pozzi nuovi e già esistenti nelle diverse regioni. Il prezzo di riferimento è quello del greggio di qualità West Texas Intermediate (WTI), che in media è quotato del 10 per cento al di sotto del prezzo del greggio di qualità Brent. I dati si basano su un'indagine condotta nel periodo dal 14 al 22 marzo 2018.

Determinanti della domanda interna nell'area dell'euro e relativi rischi

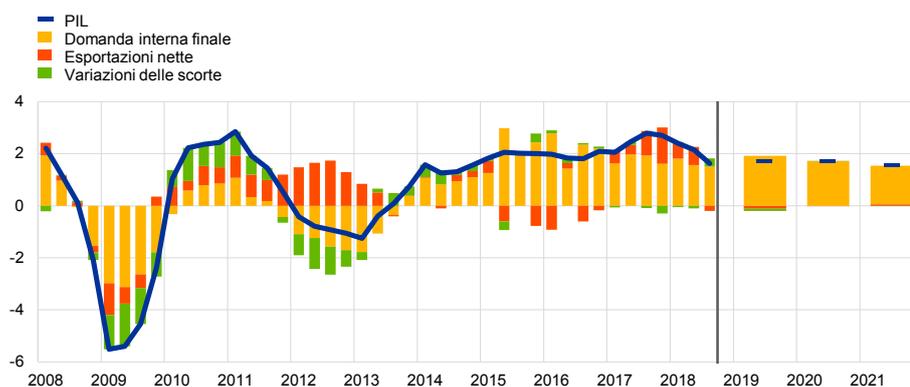
a cura di Malin Andersson e Benjamin Mosk

Si prevede che l'attività nell'area dell'euro continui a crescere a un ritmo moderato, mentre la più elevata incertezza indica l'intensificarsi di rischi al ribasso per le prospettive di crescita. Le maggiori incertezze a livello globale, la prospettiva della Brexit, il rafforzarsi del protezionismo, la volatilità nelle economie di mercato emergenti (EME) e l'incertezza legata alle politiche in alcuni paesi dell'area dell'euro pongono grandi sfide per la sostenibilità della crescita della domanda interna. In linea con le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018¹¹, ci si attende che le prospettive per la crescita siano sostenute da un aumento robusto della domanda interna nei prossimi anni, malgrado un contributo molto limitato da parte delle esportazioni nette e delle scorte (cfr. grafico A). Benché si preveda un rallentamento della crescita, coerente con un ciclo economico in fase di maturazione in cui le carenze nell'offerta di lavoro crescono in alcuni paesi e i tassi di risparmio registrano un recupero dai bassi livelli toccati in precedenza, l'attività dovrebbe mostrare una relativa capacità di tenuta grazie all'apporto di diversi fattori, tra cui l'atteso proseguimento dell'espansione dell'attività mondiale, la politica monetaria accomodante a sostegno delle condizioni di finanziamento, il miglioramento nei mercati del lavoro, la crescita delle retribuzioni e l'attuazione di politiche di bilancio meno rigorose. Il presente riquadro esamina i fattori alla base della spesa interna e valuta i potenziali effetti sfavorevoli dell'accresciuta incertezza mondiale sull'attività interna.

Grafico A

Scomposizione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018.

Note: le ultime rilevazioni dei dati effettivi si riferiscono al terzo trimestre del 2018. I dati alla destra della linea verticale grigia sono proiezioni.

In linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2018, si prevede che i consumi privati continueranno a essere sostenuti dalla crescita dell'occupazione e del reddito quali significative determinanti della crescita del reddito delle famiglie. Il

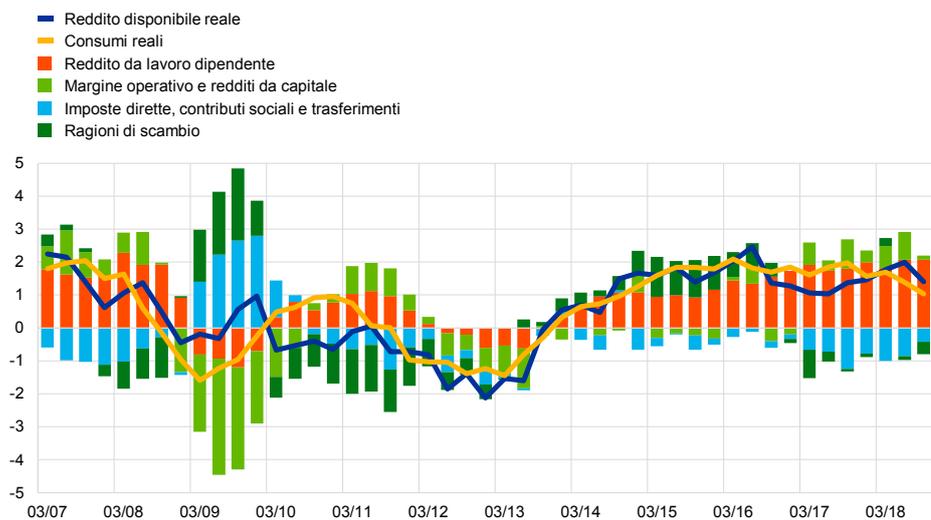
¹¹ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2018*, BCE, 2018.

moderato incremento del PIL dell'area dell'euro in termini reali¹² nei primi tre trimestri del 2018 è stato in parte legato alla crescita dei consumi privati, che hanno subito un progressivo rallentamento fino al terzo trimestre. L'indice della fiducia dei consumatori è diminuito nel corso del 2018, pur restando al di sopra della sua media di lungo termine. In prospettiva, si prevede che la crescita dei consumi continuerà a evolvere in linea con gli andamenti del reddito disponibile in termini reali. Il principale contributo alla crescita di quest'ultimo deriva dall'aumento del reddito da lavoro in termini reali (cfr. grafico B), che dovrebbe essere trainato in misura crescente dagli andamenti delle retribuzioni e, in misura minore, dalla crescita dell'occupazione. Tale composizione spiega in parte il rallentamento della crescita dei consumi, in quanto questa reagisce in maniera più marcata alle variazioni dell'occupazione che non a quelle del reddito. Le ragioni di scambio, che riflettono il rapporto tra prezzi delle esportazioni e prezzi delle importazioni, dovrebbero migliorare e fornire maggiore sostegno al reddito disponibile¹³, poiché ci si attende un calo dei corsi petroliferi a seguito del loro aumento nel terzo trimestre del 2018, considerando che tali corsi possono essere fortemente volatili, come mostrato di recente. Anche il reddito da capitale dovrebbe continuare a sostenere il reddito disponibile reale. Mentre negli ultimi anni le politiche di bilancio hanno complessivamente fornito un contributo negativo all'andamento del reddito disponibile, coerentemente con il meccanismo ciclico degli stabilizzatori di bilancio, nel 2019 dovrebbero dare un contributo positivo. Inoltre, anche i progressi compiuti nella riduzione della leva finanziaria delle famiglie dovrebbero sostenere i consumi, per quanto il debito delle famiglie si attesti ancora su livelli relativamente elevati. Complessivamente il reddito disponibile in termini reali sosterrà i consumi privati consentendo al tempo stesso un graduale accumulo dei risparmi da parte delle famiglie.

Grafico B

Consumi privati e scomposizione della crescita del reddito disponibile

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il contributo delle ragioni di scambio è approssimato dal differenziale tra il deflatore del PIL e quello dei consumi. L'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre del 2018.

¹² Cfr. il riquadro *Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

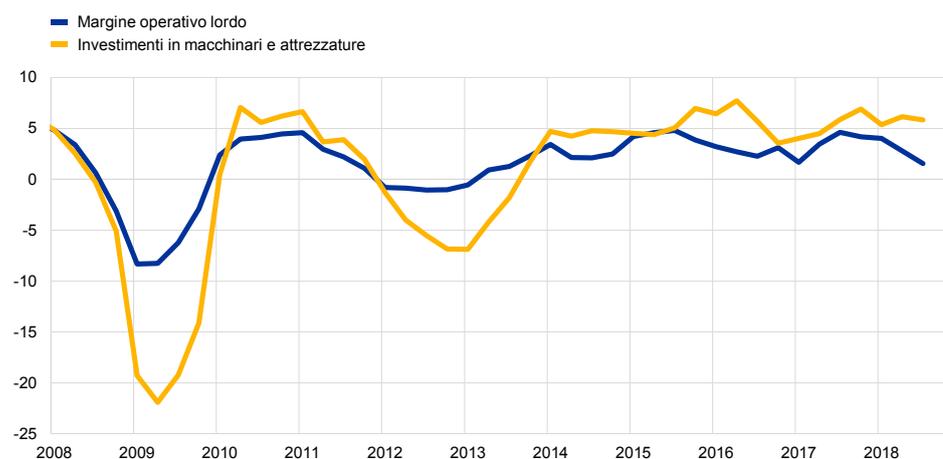
¹³ Cfr. il riquadro intitolato *Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati*, nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

Dato il ciclo economico in fase di maturazione, si prevede che gli investimenti delle imprese continueranno a crescere ancora, malgrado il contesto di maggiore incertezza. In linea con l'evoluzione storica, gli investimenti delle imprese saranno sostenuti dall'andamento della domanda interna, dai vincoli alla capacità produttiva e dalla redditività (cfr. grafico C), pur mostrando un rallentamento in una fase di maturazione del ciclo economico e di indebolimento degli utili e delle condizioni della domanda. Le condizioni finanziarie restano accomodanti, ma dovrebbero gradualmente divenire meno favorevoli agli investimenti. Inoltre, questi ultimi dovrebbero beneficiare anche del miglioramento dello stato dei bilanci e di un allentamento delle esigenze di liquidità per le imprese dell'area dell'euro. Per quanto concerne il mercato dell'edilizia abitativa, alla fine dell'anno gli indicatori di breve periodo, quali i livelli contenuti dell'indice dei responsabili degli acquisti e la produzione nel settore delle costruzioni, riflettono le crescenti carenze di manodopera in alcuni paesi e a breve termine segnalano una decelerazione della crescita degli investimenti nel mercato delle abitazioni. Ciononostante, in molti dei maggiori paesi dell'area dell'euro gli investimenti residenziali, già scesi a livelli inferiori a quelli precedenti la crisi, dovrebbero continuare a recuperare terreno nel medio termine, sorretti dagli andamenti dei prezzi delle abitazioni.

Grafico C

Crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature e utili

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

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

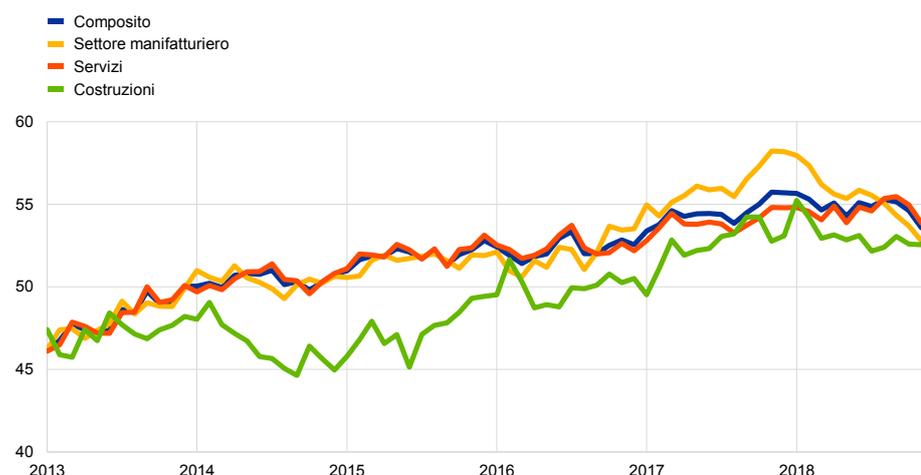
Vi sono anche segnali del fatto che la crescita è sempre più sostenuta da fattori strutturali oltre che da fattori ciclici, malgrado alcune criticità. La riduzione degli squilibri macroeconomici, in particolare in paesi che sono stati soggetti a programmi specifici, e le riforme strutturali hanno rafforzato la capacità di tenuta dell'area dell'euro e l'efficacia della politica monetaria. Ciò dovrebbe anche ridurre le ripercussioni negative degli shock idiosincratici nei paesi dell'area dell'euro. Allo stesso tempo le potenziali criticità derivano da vari fattori, tra cui livelli di debito pubblico e privato ancora elevati, crediti deteriorati nei bilanci delle banche, risparmi delle famiglie inferiori ai livelli precedenti la crisi e persistenti rigidità strutturali in alcuni paesi.

La tenuta delle componenti della domanda interna potrebbe essere pregiudicata in particolare dalla crescente incertezza a livello mondiale legata

tra l'altro all'intensificarsi delle tensioni commerciali. Per quanto riguarda i consumi privati, i dati suggeriscono che presumibilmente la crescita del reddito da lavoro continuerà a favorire la spesa delle famiglie, malgrado possibili effetti negativi derivanti dalle incertezze legate al commercio mondiale. Ciò è evidenziato dai dati sulle aspettative di occupazione ricavati dalle indagini, che restano a livelli complessivamente elevati, benché le prospettive in settori più esposti al commercio (ad esempio in quello manifatturiero) siano in una certa misura peggiorate (cfr. grafico D).

Grafico D Aspettative di occupazione

(indice di diffusione: 50 = nessuna variazione nel mese precedente)



Fonte: Commissione europea.
Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a dicembre 2018.

Secondo i dati ricavati dalle indagini e le evidenze desunte dai modelli, le ripercussioni negative dell'accresciuta incertezza su scala mondiale potrebbero potenzialmente essere maggiori per gli investimenti delle imprese che non per i consumi privati. Benché l'incertezza sia difficile da misurare, l'impatto negativo di un suo aumento sulle decisioni di investimento delle imprese è ben documentato¹⁴ ed emerge da indagini a livello di paese secondo le quali la crescente incertezza globale sta causando ritardi nelle decisioni di investimento¹⁵. Per valutare tale impatto sono state effettuate due simulazioni utilizzando il nuovo modello di

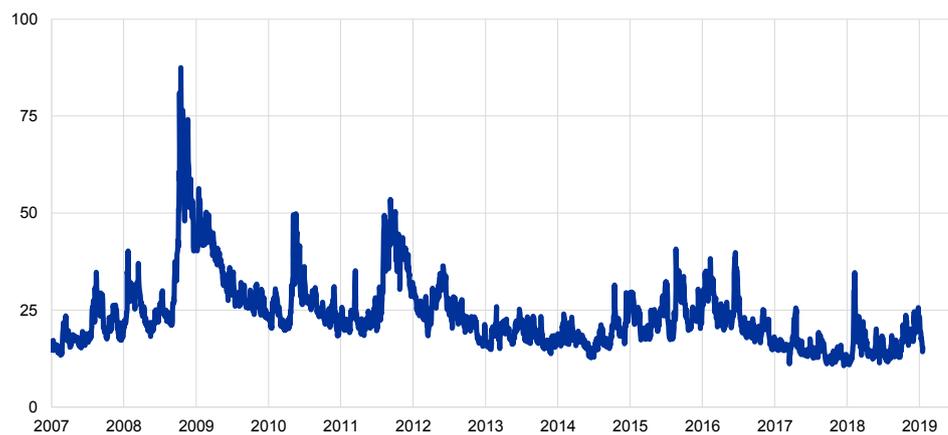
¹⁴ In risposta agli shock legati all'incertezza, le imprese possono adeguare le politiche di gestione delle scorte riducendo in maniera sproporzionata gli ordini esteri di beni intermedi, con una conseguente maggiore contrazione dei flussi commerciali internazionali rispetto all'attività economica interna (cfr. ad esempio Novy, D. e Taylor, A.M., "Trade and Uncertainty", *CEP Discussion Paper*, n. 1266, Centre for Economic Performance, maggio 2014). L'incertezza nelle prospettive legate alle politiche commerciali spinge le imprese a posticipare l'ingresso in un mercato estero (margine estensivo) e l'aggiornamento tecnologico (margine intensivo; cfr. Handley, K. e Limão, N., "Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence", *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n. 4, novembre 2015). L'impatto delle incertezze legate alla politica commerciale può essere amplificato dalle catene globali del valore (Global Value Chains, GVC; cfr. Osnago, A., Piermartini, R. e Rocha, N., "The Heterogeneous Effects of Trade Policy Uncertainty:", *Policy Research Working Paper*, n. 8567, Banca mondiale, agosto 2018).

¹⁵ Cfr. ad esempio, *Bollettino economico*, n. 4, Banca d'Italia, 2018; "The air is getting thinner", *DIHK Economic Survey*, autunno 2018, Associazione delle Camere di commercio e dell'industria tedesche, ottobre 2018; e *Bollettino economico*, n. 3, Banco de España, 2018.

previsione a più paesi elaborato dalla BCE¹⁶. In entrambe le simulazioni, i residui delle equazioni relative agli investimenti per i maggiori paesi dell'area dell'euro compresi nel modello sono stati sottoposti a shock per replicare un incremento dell'indice di volatilità VIX (cfr. grafico E), sfruttando le correlazioni storiche tra l'indice stesso e i residui. Nel primo scenario, l'indice VIX è stato incrementato di una deviazione standard nel quarto trimestre del 2018, per cui i valori che ne sono derivati sono in linea con l'evoluzione della persistenza storica. Tale shock induce una riduzione degli investimenti, con un impatto negativo che raggiunge il livello massimo nella seconda metà del 2019 (cfr. grafico F). Nel secondo scenario, l'incremento iniziale dell'indice VIX corrisponde all'aumento trimestrale dell'indice osservato durante il picco della crisi del debito sovrano europeo, per cui anche in questo caso i valori dell'indice che ne sono derivati sono in linea con l'andamento storico. La simulazione evidenzia un più ampio impatto negativo sugli investimenti (cfr. grafico F). In entrambi gli scenari circa la metà della marcata flessione nel livello degli investimenti viene recuperata nell'arco di 2,5 anni con l'attenuarsi dell'incertezza.

Grafico E Indice di volatilità VIX

(valori percentuali)



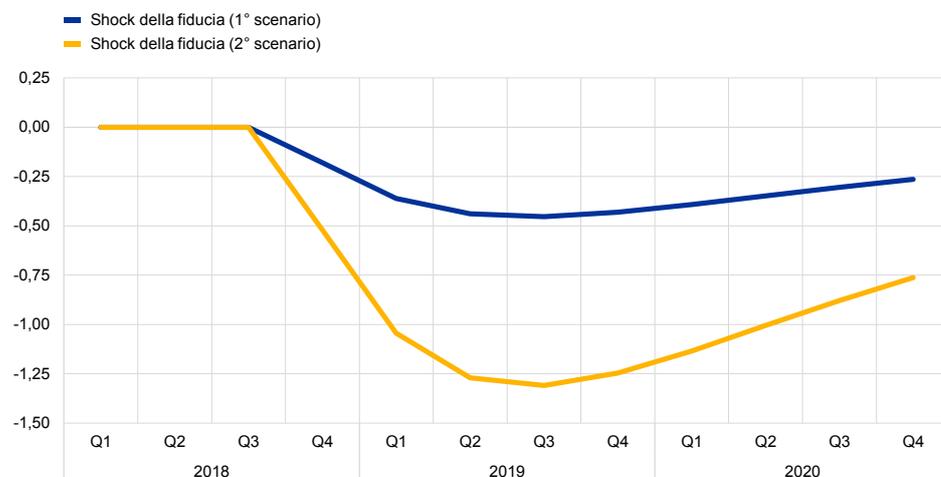
Fonte: Haver Analytics.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 21 gennaio 2019.

¹⁶ Cfr. Dieppe, A., Gonzáles-Pandiella, A. e Willman, A., "The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations", *Economic Modelling*, vol. 29, numero 6, 2012, pagg. 2597-2614; e Dieppe, A., Gonzáles-Pandiella, A., Hall, S. e Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model", *Economic Modelling*, vol. 33, 2013, pagg. 808-825.

Grafico F

Impatto degli shock legati all'incertezza sugli investimenti totali dell'area dell'euro

(valori percentuali; deviazioni dallo scenario di base)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: gli scenari considerati sono basati sugli andamenti storici dell'indice VIX, evidenziati da un modello AR(1)MA(1) su dati trimestrali medi dell'indice VIX su un arco temporale di 12 anni. Nel primo scenario lo shock della fiducia, basato su un aumento pari a una deviazione standard dell'indice, corrisponde a un incremento iniziale di 5,5 punti percentuali, in linea con l'aumento dell'indice VIX trimestrale registrato tra il terzo e il quarto trimestre del 2018. Il secondo scenario, che produce un maggiore shock della fiducia ed è basato sull'incremento della volatilità registrato in concomitanza con il picco della crisi del debito sovrano europeo, corrisponde a un incremento iniziale di 16 punti percentuali.

In conclusione, la crescita della domanda interna, e in particolare i consumi privati, resteranno una determinante fondamentale dell'attività nei prossimi anni, seppur con un contributo in diminuzione, di riflesso alla prevista maturazione del ciclo economico. Al tempo stesso le crescenti incertezze a livello globale costituiscono un rischio al ribasso per le prospettive, soprattutto per gli investimenti delle imprese.

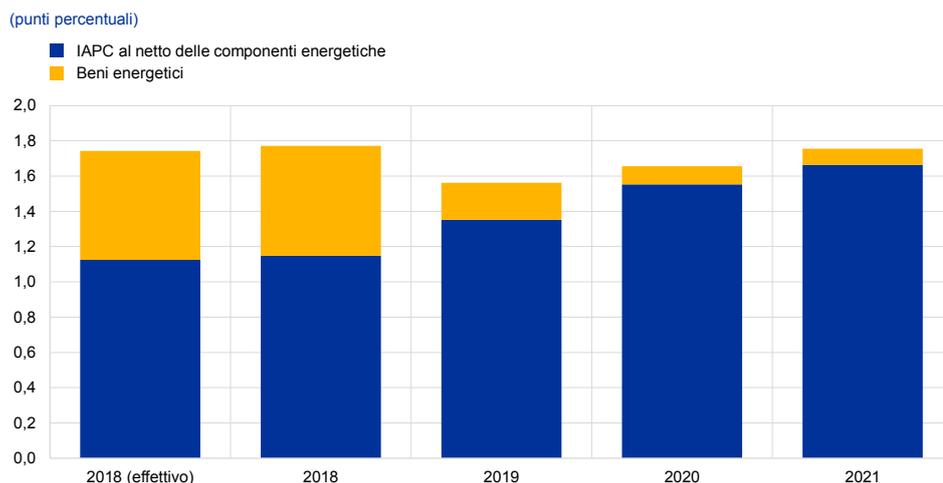
Le variazioni nelle ipotesi sui prezzi del petrolio e il loro impatto meccanico sulle proiezioni relative all'inflazione armonizzata dei beni energetici per l'area dell'euro

a cura di Mario Porqueddu

Le proiezioni di inflazione si basano su modelli, ipotesi e giudizi dati dagli esperti, che incorporano supposizioni sull'andamento futuro dei corsi petroliferi. Le proiezioni sull'inflazione elaborate nell'ambito degli esercizi condotti dall'Eurosistema e dalla BCE ipotizzano che l'andamento dei corsi petroliferi sarà in linea con i prezzi medi dei contratti future registrati nelle due settimane precedenti la data di ultimo aggiornamento delle proiezioni stesse. Il fatto di usare i contratti future sul prezzo del petrolio incide in maniera significativa sulle proiezioni relative all'inflazione armonizzata dei beni energetici. Ad esempio, l'andamento dell'inflazione armonizzata contenuto nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2018 indicava, tra le altre cose, un forte calo del contributo fornito dall'inflazione dei beni energetici, da 0,6 punti percentuali nel 2018 a 0,2 punti percentuali nel 2019 e a 0,1 nel 2020 e nel 2021 (cfr. grafico A)¹⁷. La data di ultimo aggiornamento delle ipotesi alla base delle proiezioni era però il 21 novembre 2018, ed è dopo questa data che i corsi petroliferi e i relativi andamenti dei contratti future hanno subito una notevole contrazione. Nonostante la lieve ripresa registrata di recente rispetto alla fine del 2018, essi rimangono nel complesso significativamente al di sotto dei livelli segnati alla data di ultimo aggiornamento. Il presente riquadro illustra le ricadute meccaniche di uno spostamento delle ipotesi riguardanti i prezzi del petrolio sulle proiezioni relative alla componente energetica dell'inflazione armonizzata.

Grafico A

Contributo dell'energia all'inflazione complessiva nelle proiezioni formulate nel dicembre 2018 dagli esperti dell'Eurosistema.



Fonti: Eurostat, Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Nota: il primo istogramma si riferisce ai dati effettivi Eurostat per il 2018. Gli altri istogrammi si riferiscono alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2018.

¹⁷ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 13 dicembre 2018.

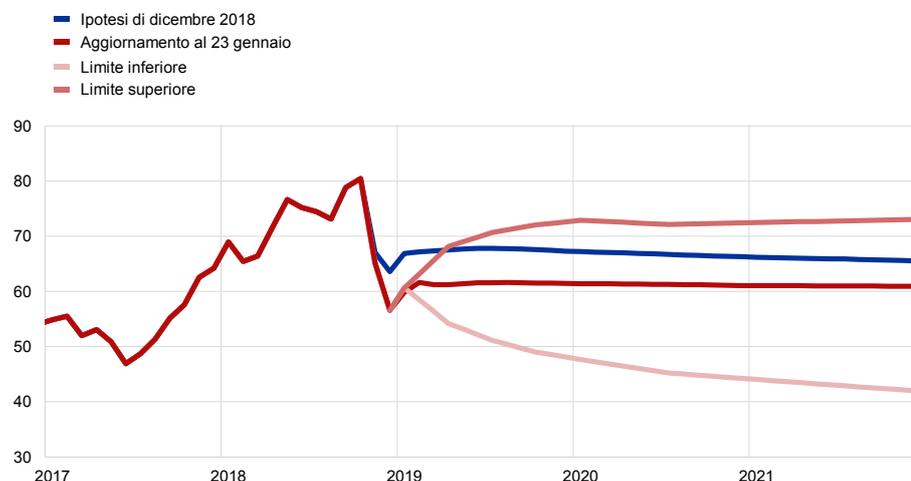
I corsi petroliferi e i contratti future sul petrolio hanno subito un calo considerevole a partire dall'autunno del 2018.

L'inflazione dei beni energetici è scesa dal 10,7 per cento di ottobre 2018 (l'ultimo dato disponibile nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2018) al 5,4 per cento di dicembre 2018. Stando ai dati più recenti sui contratti future sul petrolio¹⁸, i corsi petroliferi si aggirerebbero sui 61 dollari al barile nel 2019, ovvero 9 per cento in meno rispetto alle ipotesi alla base delle proiezioni di dicembre per la media del 2018 (cfr. grafico B). Per l'ultima parte dell'orizzonte di proiezione la curva aggiornata dei future sul petrolio mostra un'inclinazione lievemente ascendente, mentre la curva evidenziata dall'ultimo esercizio previsivo era lievemente discendente. Superato il 2019, tuttavia, la differenza in termini di tassi di crescita sui dodici mesi è poco significativa.

Grafico B

Contratti future sui prezzi del petrolio

(dollari USA per barile)



Fonti: Morningstar Global Market Data ed elaborazioni della BCE.

Nota: il limite inferiore (superiore) è il 25° (75°) percentile della distribuzione ricavata dalle densità implicite nelle opzioni per il prezzo del petrolio il 23 gennaio 2019.

I prezzi dei beni energetici rispecchiano ampiamente gli andamenti dei corsi petroliferi, anche se si osservano delle deviazioni fra gli uni e gli altri.

Ciò si deve al fatto che i corsi petroliferi sono legati alle componenti energetiche quali il gas e l'elettricità da un rapporto meno forte rispetto al collegamento molto stretto che hanno con i carburanti. Anche l'impatto di imposte e margini, inoltre, svolge un ruolo importante nel determinare gli andamenti dei prezzi dei beni energetici¹⁹. Tuttavia, gli andamenti del tasso di variazione dei corsi petroliferi sui dodici mesi in genere rappresentano un parametro piuttosto affidabile per apprezzare il corrispondente andamento dei prezzi dei beni energetici (cfr. grafico C).

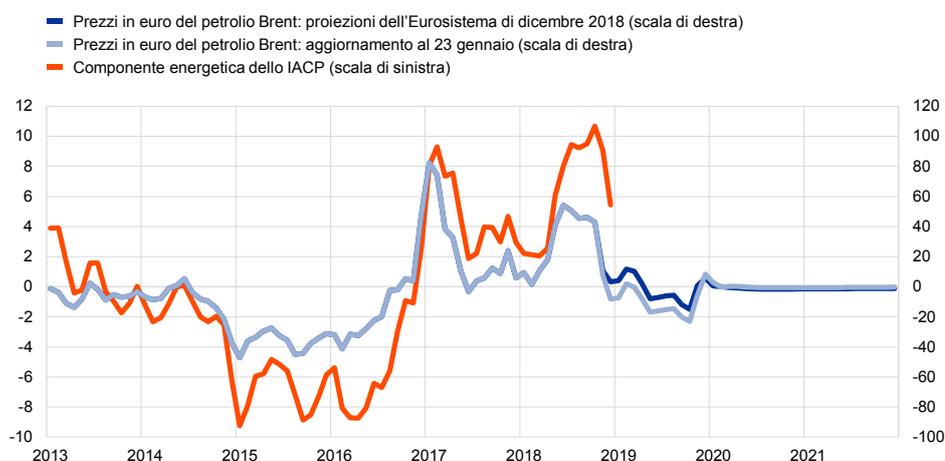
¹⁸ Al 23 gennaio, data di ultimo aggiornamento.

¹⁹ Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Il ruolo dei prezzi dell'energia negli andamenti recenti dell'inflazione: un confronto fra paesi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

Grafico C

Corsi petroliferi e prezzi dei beni energetici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi di variazione sui dodici mesi dei corsi petroliferi sono calcolati sui prezzi a pronti e sui prezzi dei contratti future del 21 novembre 2018, ultima data di aggiornamento per le ipotesi delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2018, e aggiornati con i prezzi dei contratti future del 23 gennaio 2019. L'ipotesi aggiornata per il cambio euro/dollaro per il 2019 corrisponde alla media del periodo di due settimane conclusosi il 23 gennaio, vale a dire 1,14 dollari per euro, che è più alta dello 0,5 per cento rispetto all'ipotesi di dicembre 2018. Ciò significa che la quasi totalità della variazione registrata nei corsi petroliferi in euro corrisponde allo spostamento verso il basso della curva dei contratti future sul prezzo del petrolio in dollari.

Le implicazioni degli andamenti recenti dei corsi petroliferi richiamano la nostra attenzione sull'incertezza che caratterizza le proiezioni sull'inflazione dei beni energetici.

I prezzi del petrolio mostrano un'ampia distribuzione della densità implicita nelle opzioni (cfr. le fasce nel grafico B), che si sostanzia in uno scarto interquartile compreso fra i 53 e i 69 dollari al barile, in media, nel 2019 (22 per cento al di sotto e il 2 per cento al di sopra delle ipotesi alla base delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2018). Le distribuzioni cross-section dei corsi petroliferi futuri ricavate dalle indagini basate sulle aspettative forniscono una maniera alternativa di osservare l'incertezza legata alle proiezioni sull'inflazione dei beni energetici. Ad esempio, in media, i soggetti intervistati nell'ambito dell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il primo trimestre del 2019²⁰ si aspettavano che nel corso dell'anno i prezzi del petrolio si attestassero intorno ai 64 dollari al barile (implicando quindi un andamento ascendente più marcato rispetto a quello della curva dei future sul petrolio), con una deviazione standard fra le singole aspettative pari a circa 5 dollari al barile.

Le variazioni dei corsi petroliferi hanno, nel complesso, anche un impatto di rilievo che va oltre i prezzi dei beni energetici.

È importante ricordare che le variazioni dei corsi petroliferi non solo si ripercuotono direttamente sui prezzi dei beni energetici, ma incidono indirettamente anche su altri prezzi al consumo attraverso il canale dei costi e della domanda. Se da un lato prezzi del petrolio più contenuti possono in qualche misura comportare un risparmio di costi, che si trasmette ai prezzi al consumo, l'aumento del potere d'acquisto dovrebbe al contrario fornire sostegno ai consumi e all'attività economica in senso più generale, esercitando quindi (con qualche ritardo) delle pressioni al rialzo sui prezzi al consumo. Inoltre, è importante monitorare in che misura le variazioni dei prezzi del petrolio possano incidere sulle

²⁰ L'indagine è stata condotta tra il 7 e l'11 gennaio 2019.

aspettative di inflazione. L'impatto complessivo delle variazioni dei corsi petroliferi va quindi valutato inserendolo nel contesto più ampio di un intero esercizio previsivo.

Articoli

1 Venti anni di Survey of Professional Forecasters della BCE

a cura di Rupert de Vincent-Humphreys, Ivelina Dimitrova, Elisabeth Falck e Lukas Henkel

Sono trascorsi venti anni dall'introduzione della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE. L'indagine chiede ai partecipanti di fornire previsioni puntuali e distribuzioni di probabilità sull'inflazione misurata sullo IAPC, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici, dei beni alimentari, delle bevande alcoliche e del tabacco, la crescita del PIL in termini reali e il tasso di disoccupazione su sei orizzonti, nonché previsioni puntuali sulla crescita salariale, il tasso di cambio, i corsi petroliferi e il tasso ufficiale di riferimento della BCE. Tutti i dati quantitativi raccolti nell'ambito dell'indagine vengono pubblicati sistematicamente poco dopo il suo completamento. Ciò rende l'SPF l'indagine più trasparente, di più ampio respiro e di maggiore durata dell'economia dell'area dell'euro nel suo complesso.

Gli ultimi vent'anni sono stati caratterizzati da una grande varietà di condizioni economiche, fra cui la Grande moderazione, contraddistinta da una crescita economica relativamente sostenuta e da un'inflazione stabile, la crisi finanziaria e, in tempi più recenti, un prolungato periodo di spinte inflazionistiche modeste. Il presente articolo documenta l'evoluzione della SPF lungo il corso di questo panorama economico in trasformazione e le lezioni che ne abbiamo tratto. Ancora oggi, come al tempo della sua prima introduzione, l'SPF continua a dimostrare la propria utilità ai fini dell'analisi economica e la propria centralità nel dibattito sui temi di politica monetaria.

1 Un'introduzione alla Survey of Professional Forecasters

Le aspettative di inflazione svolgono un ruolo centrale nelle analisi di carattere economico e monetario condotte dalla BCE, in particolare alla luce del suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Nell'orientare la propria politica monetaria, la BCE persegue l'obiettivo di mantenere l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro su valori inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. In questo quadro, le aspettative di inflazione degli operatori privati possono incidere sull'economia, poiché possono influenzare le decisioni economiche in ambiti quali il risparmio, i consumi e gli investimenti, la determinazione di salari e prezzi. Il ruolo di tali aspettative nella determinazione dell'effettivo aumento di salari e prezzi può essere modellizzato mediante una relazione prospettica rappresentata dalla curva di Phillips. Analogamente, le aspettative di inflazione degli operatori dei mercati finanziari possono condizionare in maniera diretta la formazione dei prezzi di alcuni strumenti finanziari, come i titoli nominali, influenzando quindi, direttamente, la trasmissione della politica monetaria

all'economia reale²¹. Inoltre, tali aspettative costituiscono un prezioso strumento per la verifica incrociata delle prospettive di inflazione contenute nelle proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE, che a loro volta sono alla base delle decisioni di politica monetaria. La BCE segue quindi attentamente le aspettative di inflazione degli operatori privati utilizzando vari strumenti, non ultimi i risultati dell'indagine che essa stessa conduce presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF).

Sin dall'avvio dell'unione monetaria l'SPF fornisce misure delle aspettative di inflazione e di altre aspettative di carattere macroeconomico. Quando fu inaugurata, l'SPF costituiva l'unico strumento di misurazione delle aspettative macroeconomiche del settore privato per l'area dell'euro nel suo complesso. L'indagine raccoglie informazioni sui tassi attesi dell'inflazione al consumo, della crescita salariale, dell'aumento del PIL in termini reali e della disoccupazione nell'area dell'euro su vari orizzonti temporali, dall'anno in corso fino al lungo termine. Gli intervistati indicano inoltre le aspettative sulle variabili esogene alla base delle proprie previsioni, quali i corsi petroliferi e il tasso di cambio, nonché osservazioni di natura qualitativa che arricchiscono le previsioni quantitative. Le evidenze fornite dall'indagine nel suo complesso consegnano una panoramica ampia dell'insieme delle valutazioni operate dagli esperti sulle prospettive macroeconomiche.

Le aspettative vengono campionate su vari orizzonti e per varie finalità. Nel breve periodo, si raccolgono le aspettative per l'anno in corso e per i due anni solari seguenti, nonché per due orizzonti mobili, a uno e a due anni rispetto agli ultimi dati disponibili. L'evoluzione delle aspettative di breve periodo ci consente di comprendere come la comunità dei previsori professionali stia interpretando le ultime informazioni sugli shock che colpiscono l'economia, ad esempio quelle desunte dai dati più recenti, e fornisce altresì elementi conoscitivi sugli effetti di un determinato shock. In tale contesto, le previsioni puntuali per l'anno solare sono facilmente comparabili con quelle pubblicate in altre indagini o con le proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE. Gli orizzonti mobili sono più adatti a misurare come la percezione del rischio e dell'incertezza evolva nel corso del tempo, poiché fanno astrazione dal calo fisiologico dell'incertezza che tende a verificarsi al ridursi dell'orizzonte di previsione. Infine, le aspettative a più lungo termine possono fornire informazioni sulla percezione dello stato dell'economia in situazione di equilibrio. In particolare, le aspettative di inflazione a più lungo termine ci danno indicazioni sul grado di fiducia in merito al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione.

Le distribuzioni di probabilità forniscono una valutazione quantitativa del rischio e dell'incertezza. Una caratteristica distintiva dell'SPF è che le aspettative su tutti gli orizzonti temporali per inflazione, inflazione strutturale, disoccupazione e crescita del PIL in termini reali vengono registrate non solo come previsioni puntuali, ma anche come distribuzioni di probabilità. Ciò consente di quantificare l'incertezza di previsione e di capire se i previsori considerino o meno tale incertezza sostanzialmente in equilibrio intorno alle proprie previsioni puntuali oppure orientata verso l'alto o verso il basso.

²¹ Per ulteriori informazioni sulle misure basate sui mercati, cfr. l'articolo *Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti* nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

Gli intervistati sono economisti esperti che lavorano presso istituzioni finanziarie e non finanziarie, e che usano diverse metodologie di previsione.

Ogni trimestre pervengono all'incirca 55 risposte, una cifra relativamente alta se comparata con altre indagini di carattere macroeconomico condotte intervistando degli esperti per l'area dell'euro nel suo complesso. La maggior parte degli intervistati appartiene a istituzioni finanziarie, sebbene si registri anche la partecipazione di un cospicuo numero di enti di ricerca economica. Un'indagine speciale inaugurata nel 2008 e condotta ogni cinque anni fornisce ulteriori dati sulla formazione delle aspettative rilevate nell'SPF (cfr. riquadro 1).

L'alto grado di trasparenza dei dati e l'elevata rilevanza economica hanno fatto sì che numerose ricerche si siano basate sull'SPF.

Tutti i dati quantitativi, inclusi i microdati, sono pubblicati trimestralmente sul sito Internet della BCE insieme a una relazione di sintesi. Ciò ha favorito la produzione di molti studi accademici sull'SPF e sugli insegnamenti che da essa si possono trarre. Per una sintesi non esaustiva di tali ricerche, si veda il riquadro 2.

Il presente articolo esamina venti anni di evidenze desunte dall'SPF e le lezioni che ne abbiamo tratto.

La sezione 2 esamina la misura in cui il comovimento delle aspettative per coppie di variabili sia indicativo delle relazioni economiche sottostanti. Le sezioni 3 e 4 analizzano, rispettivamente, i risultati delle previsioni puntuali e i parametri di rischio impliciti nelle funzioni di distribuzione delle probabilità, mentre la sezione 5 illustra le lezioni che possiamo trarre dalle aspettative a più lungo termine. Nella sezione 6 sono esposte le osservazioni conclusive.

Riquadro 1

L'indagine speciale 2018: i processi e le metodologie di previsione e la loro evoluzione nel corso degli anni.

a cura di Rupert de Vincent-Humphreys e Ivelina Dimitrova

L'indagine speciale quinquennale è uno strumento importante per capire come i partecipanti all'SPF elaborano le proprie previsioni e formano le proprie aspettative. In particolare, può indicare se e in che modo i previsori si stiano adattando alle problematiche che interessano le relazioni economiche sottostanti a causa di eventi quali la crisi finanziaria o il recente e prolungato periodo di bassa inflazione. Il presente riquadro sintetizza alcuni risultati riguardanti i processi e le metodologie di previsione impiegati nell'indagine 2018 e ne analizza l'evoluzione nel corso del tempo²².

I modelli in forma ridotta continuano a essere lo strumento principale per le previsioni di breve e medio periodo, mentre per le previsioni di più lungo termine sono stati utilizzati maggiormente i modelli strutturali. L'81 per cento degli intervistati in media sulla totalità delle variabili ha dichiarato di usare i modelli in forma ridotta per le proprie previsioni a breve termine, mentre il 60 per cento li usa per le previsioni a più lungo termine (cfr. la parte superiore del grafico A). I modelli strutturali vengono utilizzati per le previsioni a più lungo termine dal 40 per cento degli intervistati, mentre 20 per cento li utilizza per le previsioni a breve termine. Queste cifre si avvicinano a quelle riportate nell'indagine del 2013, a conferma del cambiamento negli utilizzi relativi rispetto all'indagine del 2008.

²² Per ulteriori informazioni, cfr. la relazione sui [risultati dell'indagine speciale 2018](#).

Anche le valutazioni degli esperti hanno continuato a svolgere un ruolo importante, assumendo in particolare sempre maggiore importanza per le previsioni a più lungo termine.

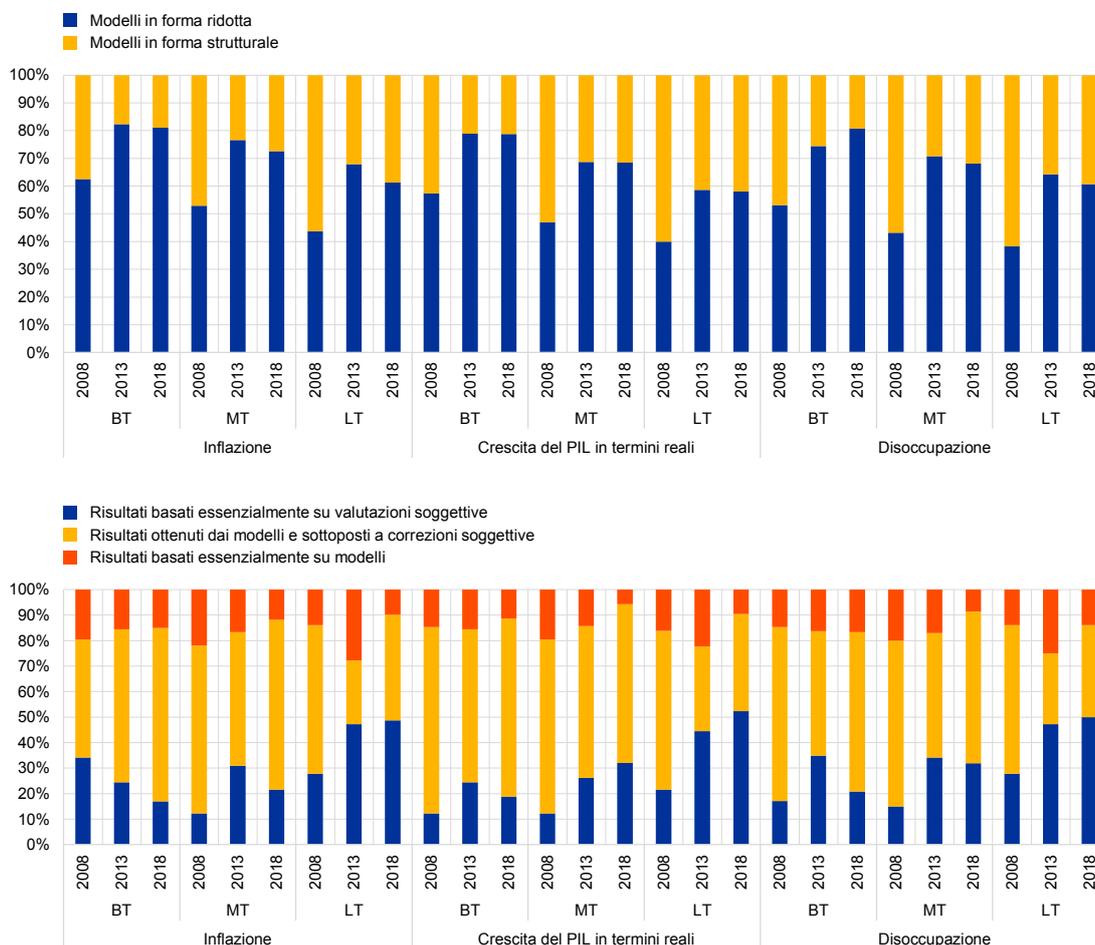
In media sulla totalità delle variabili e degli orizzonti poco più del 10 per cento degli intervistati dell'indagine 2018 ha dichiarato di affidarsi esclusivamente ai risultati ottenuti dai modelli. Per la maggior parte delle variabili e degli orizzonti tale percentuale risulta inferiore rispetto all'indagine del 2008 e a quella del 2013. Per gli orizzonti di più lungo periodo, circa il 50 per cento delle previsioni puntuali si basava essenzialmente sulle valutazioni soggettive degli esperti. A seguito della crisi del 2008, lo spostamento verso valutazioni più approfondite si è riflesso maggiormente in un incremento delle previsioni basate essenzialmente su tali valutazioni, mentre a partire dal periodo prolungato di bassa inflazione c'è stato uno spostamento più marcato verso i modelli integrati da valutazioni soggettive (cfr. la parte inferiore del grafico A). Il grado di soggettività che soggiace alle distribuzioni di probabilità è in genere più elevato rispetto a quelle delle previsioni puntuali. Nell'indagine speciale 2018, il 75 per cento degli intervistati ha dichiarato che le proprie distribuzioni di probabilità erano essenzialmente basate su valutazioni soggettive.

Tali variazioni dell'importanza relativa sono in linea con le risposte date alle domande sull'impatto di specifici eventi economici. Nell'indagine speciale 2013, il 70 per cento degli intervistati ha affermato che nel far fronte alla crisi del 2008 ha dato maggiore spazio ai giudizi soggettivi. L'indagine speciale 2018 ha posto la stessa domanda in riferimento al prolungato periodo di bassa inflazione e il 75 per cento degli intervistati ha dichiarato che i propri modelli venivano ampiamente integrati con giudizi soggettivi. In questo senso, il maggior grado di soggettività dopo la crisi del 2008 potrebbe aver coinciso con il maggiore uso dei modelli in forma ridotta per due possibili motivi. Da un lato, la crisi potrebbe aver minato la fiducia dei previsori nella capacità dei modelli strutturali di cogliere la struttura dell'economia in tempi di cambiamenti strutturali potenzialmente significativi. Dall'altro, i previsori potrebbero aver optato per dei modelli in forma ridotta per la relativa facilità di applicare maggiore soggettività a questi ultimi.

Figura A

Impiego di modelli in forma ridotta o strutturale e di metodologie basate sui modelli o sulle valutazioni soggettive per le previsioni economiche a breve, medio e lungo termine

(percentuale degli intervistati)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: BT sta per breve termine, MT per medio termine e LT per lungo termine.

Riquadro 2

Una sintesi non esaustiva della ricerca economica basata sull'SPF

a cura di Elisabeth Falck e Lukas Henkel

L'ampia quantità di informazioni disponibili nell'SPF ha attratto ricercatori appartenenti al mondo accademico e alle istituzioni internazionali. Oltre alle previsioni aggregate, la BCE pubblica anche dei microdati sulle previsioni puntuali e su quelle di densità elaborate da singoli previsori dell'SPF in forma anonimizzata. I ricercatori utilizzano queste diverse dimensioni di dati per una serie di finalità analitiche, qui di seguito illustrate:

Capacità previsiva: un filone della letteratura mette a confronto le previsioni dell'SPF con i modelli previsivi di riferimento e rileva che le risposte ai quesiti dell'indagine forniscono elementi utili sugli sviluppi economici futuri. Bowles et al. (2010) e Grothe e Meyler (2018) analizzano gli errori nelle previsioni a livello aggregato su disoccupazione, crescita del PIL e inflazione alle frequenze del ciclo economico, concludendo che le aspettative medie rilevate nell'SPF danno risultati più attendibili rispetto ai modelli naïve o ai modelli di riferimento puramente retrospettivi. Sfruttando la dimensione panel dei dati dell'SPF, Genre et al. (2013) applicano diversi

metodi di combinazione delle singole previsioni, quali l'analisi delle componenti principali, le ponderazioni basate sulla performance e lo shrinkage bayesiano, e rilevano che la media semplice delle previsioni dell'SPF continua a dare risultati migliori rispetto a metodi più sofisticati²³.

Incertezza relativa alla previsione: a partire dalla crisi finanziaria l'incertezza legata alle previsioni puntuali dell'SPF ha suscitato un'attenzione crescente. Abel et al. (2016) affermano che l'incertezza di previsione si comporta in modo anticiclico e, in linea con altri ricercatori (ad esempio Łyziak e Paloviita, 2017), documentano un aumento dell'incertezza nel periodo post-crisi. Anche il disaccordo cross-section tra previsori è aumentato a partire dalla crisi, ma si è visto che tale elemento non è affidabile come indicatore dell'incertezza (cfr. Glas e Hartmann, 2016). Rich e Tracy (2018) sfruttano i microdati dell'SPF per calcolare di quanto la distribuzione delle previsioni di un singolo intervistato differisca da tutte le altre riportate in una determinata edizione dell'indagine. Tali evidenze indicano una notevole eterogeneità fra i diversi previsori e la relazione che rilevano tra questa misura della differenza della distribuzione e l'incertezza della singola previsione è debole. L'incertezza individuale appare molto persistente nel tempo, mentre la misura della differenza della distribuzione mostra una significativa variazione nel tempo²⁴.

L'ancoraggio delle aspettative di inflazione: un altro filone della letteratura sottolinea che le previsioni di inflazione a lungo termine rispecchiano la fiducia nell'obiettivo di inflazione perseguito dalla banca centrale. Beechey et al. (2011) mostrano che nell'SPF le aspettative medie di inflazione a lungo termine sono molto stabili e fanno registrare limitate variazioni fra i vari previsori. Tale studio conclude che le aspettative sono ancorate saldamente, come sostenuto anche da Grishchenko et al. (2017), che stimano un modello fattoriale dinamico su dati aggregati ricavati dall'SPF statunitense e dall'SPF della BCE. Per un breve e circoscritto periodo dopo la crisi, Grishchenko et al. (2017) e Łyziak e Paloviita (2017) documentano deboli segnali di disancoraggio. In un'analisi panel delle previsioni di inflazione individuali dell'SPF, Dovern e Kenny (2017) confermano l'ancoraggio delle aspettative di inflazione dell'SPF, ma rilevano spostamenti consistenti nei momenti superiori della distribuzione delle previsioni di inflazione a lungo termine nel periodo successivo alla crisi²⁵.

La formazione delle aspettative: alcuni studi recenti mirano a chiarire se le previsioni vengano formulate sulla base di precise relazioni o leggi economiche. Frenkel et al. (2011) dimostrano che le aspettative dei partecipanti all'SPF sono coerenti con le relazioni

²³ Cfr. Bowles, C., Friz, R., Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Rautanen, T., "An Evaluation of the Growth and Unemployment Forecasts in the ECB Survey of Professional Forecasters", *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, vol. 2010/2, OCSE, dicembre 2010; Grothe, M. e Meyler, A., "Inflation Forecasts: Are Market-Based and Survey-Based Measures Informative?", *International Journal of Financial Research*, vol. 9(1), gennaio 2018; e Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Timmermann, A., "Combining expert forecasts: Can anything beat the simple average?", *International Journal of Forecasting*, vol. 29(1), gennaio-marzo 2013, pagg. 108-121.

²⁴ Cfr. Abel, J., Rich, R., Song, J. e Tracy, J., "The Measurement and Behaviour of Uncertainty: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 31(3), aprile/maggio 2016, pagg. 533-550; Łyziak, T. e Paloviita, M., "Anchoring of inflation expectations in the Euro Area: Recent evidence based on survey data", *European Journal of Political Economy*, vol. 46(C), gennaio 2017, pagg. 52-73; Rich, R. e Tracy, J., "A Closer Look at the Behaviour of Uncertainty and Disagreement: Micro Evidence from the Euro Area", *Working Papers*, n. 1811, Federal Reserve Bank of Dallas, luglio 2018; e Glas, A. e Hartmann, M., "Inflation uncertainty, disagreement and monetary policy: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters", *Journal of Empirical Finance*, vol. 39(B), dicembre 2016, pagg. 215-228.

²⁵ Cfr. Beechey, M.J., Johannsen, B.K. e Levin, A.T., "Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3(2), aprile 2011, pagg. 104-129; Grishchenko, O., Mouabbi, S. e Renne, J.-P., "Measuring Inflation Anchoring and Uncertainty: A US and Euro Area Comparison", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 102, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017; e Dovern, J. e Kenny, G., "Anchoring Inflation Expectations in Unconventional Times: Micro Evidence for the Euro Area", *working paper* presentato alla conferenza della BCE dedicata al tema "Understanding inflation: lessons from the past, lessons for the future?", settembre del 2017.

macroeconomiche standard, come la curva di Phillips o la legge di Okun. Reitz et al. (2012) analizzano le singole previsioni sul prezzo del petrolio desunte dall'SPF e mostrano un processo di formazione delle aspettative sui prezzi del petrolio complesso e non lineare²⁶.

La grande varietà di aree di ricerca nelle quali i dati dell'SPF vengono impiegati mette in evidenza l'utilità di questa serie di dati per la ricerca accademica e applicata. In particolare, le analisi relative all'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, alle variazioni nella formazione delle aspettative nel periodo successivo alla crisi e al marcato aumento dell'incertezza di previsione hanno un impatto rilevante in termini di policy.

2 Cosa ci dicono i risultati dell'SPF sulle relazioni economiche sottostanti?

Generalmente i previsori elaborano le proprie aspettative sulla base di concetti e relazioni di carattere economico. Le divergenze nelle relazioni sottostanti percepite possono quindi rivelarsi una fonte importante di differenziazione tra le diverse previsioni, e vanno prese in considerazione nel valutare e comunicare le aspettative. Ad esempio, relazioni quali la curva di Phillips o la legge di Okun sono elementi costitutivi di numerosi modelli macroeconomici che sovente informano le concezioni economiche condivise dalla comunità dei previsori professionali. Nel condurre le proprie analisi la BCE esamina e utilizza tali relazioni²⁷ ed è importante comprendere se le aspettative dell'SPF si siano anche formate in linea con le relazioni economiche corrispondenti. Ci si domanda, quindi, quali siano le maniere convenzionali in cui tali relazioni vengono specificate e in che misura esse possano essere verificate usando i dati dell'SPF.

La curva di Phillips mette in relazione le variazioni dei prezzi o dei salari con misure della capacità produttiva inutilizzata, come l'output gap o l'unemployment gap. Una versione ampiamente utilizzata è la curva di Phillips neo-keynesiana, che si può esprimere tramite la seguente equazione:

$$\pi_t = c + \kappa (u_t - \bar{u}) + \gamma E_t(\pi_{t+1})$$

dove l'inflazione corrente (π_t) è una funzione dell'unemployment gap, definito come differenza fra il tasso di disoccupazione u_t e il suo tasso strutturale \bar{u} , spesso rappresentato dal tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU), e un termine per l'inflazione futura attesa $E_t(\pi_{t+1})$. Al pari dell'unemployment gap, la capacità produttiva inutilizzata può essere misurata anche mediante l'output gap, vale a dire la differenza fra il prodotto effettivo e una misura del prodotto potenziale. Alcune versioni della curva di Phillips (in particolare quelle meno recenti) non includono l'inflazione

²⁶ Cfr. Frenkel, M., Lis, E.M. e Rülke, J.-C., "Has the economic crisis of 2007-2009 changed the expectation formation process in the Euro area?", *Economic Modelling*, vol. 28(4), luglio 2011, pagg. 1808-1814; e Reitz, S., Rülke, J.-C. e Stadmann, G., "Nonlinear expectations in speculative markets – Evidence from the ECB survey of professional forecasters", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36(9), settembre 2012, pagg. 1349-1363.

²⁷ Cfr. Ciccarelli, M. e Osbat, C. (a cura di), "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, n. 181, BCE, gennaio 2017.

attesa. Un concetto simile esiste per i salari, dove al posto dell'aumento dei prezzi si utilizza una misura dell'inflazione salariale.

La legge di Okun descrive la relazione tra il tasso di disoccupazione e la crescita del PIL. Una versione ampiamente utilizzata mette in relazione le variazioni del tasso di disoccupazione e la crescita del PIL in termini reali, come nell'equazione seguente:

$$\Delta u_t = c + \kappa \Delta y_t$$

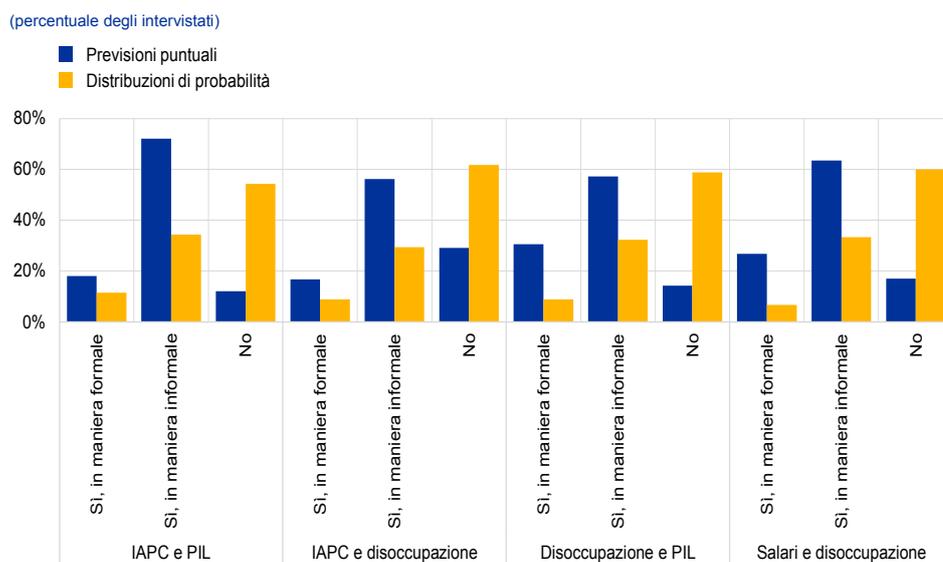
dove il coefficiente di Okun κ è negativo e descrive la forza della relazione. Se la crescita del PIL in termini reali è più alta di un punto percentuale, il tasso di disoccupazione diminuisce di κ punti percentuali. Un'altra formulazione ampiamente diffusa mette in relazione l'unemployment gap e l'output gap.

I risultati dell'indagine speciale 2018 indicano che le previsioni puntuali per le variabili chiave tendono a essere determinate congiuntamente. Gli intervistati avevano la possibilità di specificare se la definizione congiunta delle proprie previsioni era avvenuta in maniera formale, ad esempio all'interno di un modello, o in maniera più informale, ad esempio in base all'esame e alla successiva valutazione da parte degli esperti dei risultati ottenuti con i modelli. Fra le varie coppie di variabili economiche, in media più dell'80 per cento degli intervistati ha indicato che le proprie previsioni puntuali erano state determinate in maniera congiunta, e prevalentemente in modo informale (cfr. grafico 1). Per contro, solo il 40 per cento circa degli intervistati ha dichiarato di predisporre le proprie funzioni di distribuzione delle probabilità in maniera congiunta.

La curva di Phillips e le relazioni basate sulla legge di Okun vengono utilizzate principalmente per informare le correzioni apportate alle previsioni su orizzonti di medio termine, da uno a tre anni. Ciò è in linea con il ruolo di maggior rilievo ricoperto dagli shock idiosincratici nel breve termine (i dodici mesi successivi), mentre le aspettative di più lungo periodo tendono a subire maggiormente l'influenza delle opinioni sui parametri strutturali dell'economia. Analogamente, sebbene nel complesso la quota di risposte positive fosse inferiore rispetto a quelle sulle previsioni puntuali, la percentuale più elevata di previsori che hanno dichiarato di rivedere le funzioni di distribuzione delle probabilità relative all'inflazione misurata sullo IAPC in maniera congiunta (o con le funzioni di distribuzione delle probabilità relative alla crescita del PIL o al tasso di disoccupazione) si è registrata nell'orizzonte di medio periodo.

Grafico 1

Misura in cui le aspettative dell'SPF sono determinate congiuntamente



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Tali relazioni macroeconomiche possono infatti emergere anche dai dati

aggregati. Un grafico di dispersione delle previsioni puntuali aggregate desunte dall'SPF mostra una relazione negativa per le previsioni a due anni su inflazione e tasso di disoccupazione, in linea con una relazione rappresentata dalla curva di Phillips (cfr. grafico 2). La correlazione fra le due variabili, tuttavia, si è considerevolmente affievolita nel periodo successivo alla crisi, in linea con i riscontri illustrati nel riquadro 3²⁸. Inoltre, le previsioni a due anni aggregate sulla crescita del PIL in termini reali e le variazioni nelle previsioni a due anni sulla disoccupazione mostrano una correlazione negativa, coerente con la legge di Okun. La correlazione negativa, tuttavia, non era statisticamente significativa prima del 2008 e si è rafforzata considerevolmente nel periodo successivo alla crisi. Tale osservazione trova riscontro anche nei dati effettivi, che nel periodo successivo alla crisi mostrano un incremento significativo della correlazione tra la crescita del PIL e la disoccupazione. L'effetto si è dimostrato particolarmente significativo a partire dall'inizio della ripresa e segnala un possibile mutamento strutturale nella relazione fra disoccupazione e PIL²⁹.

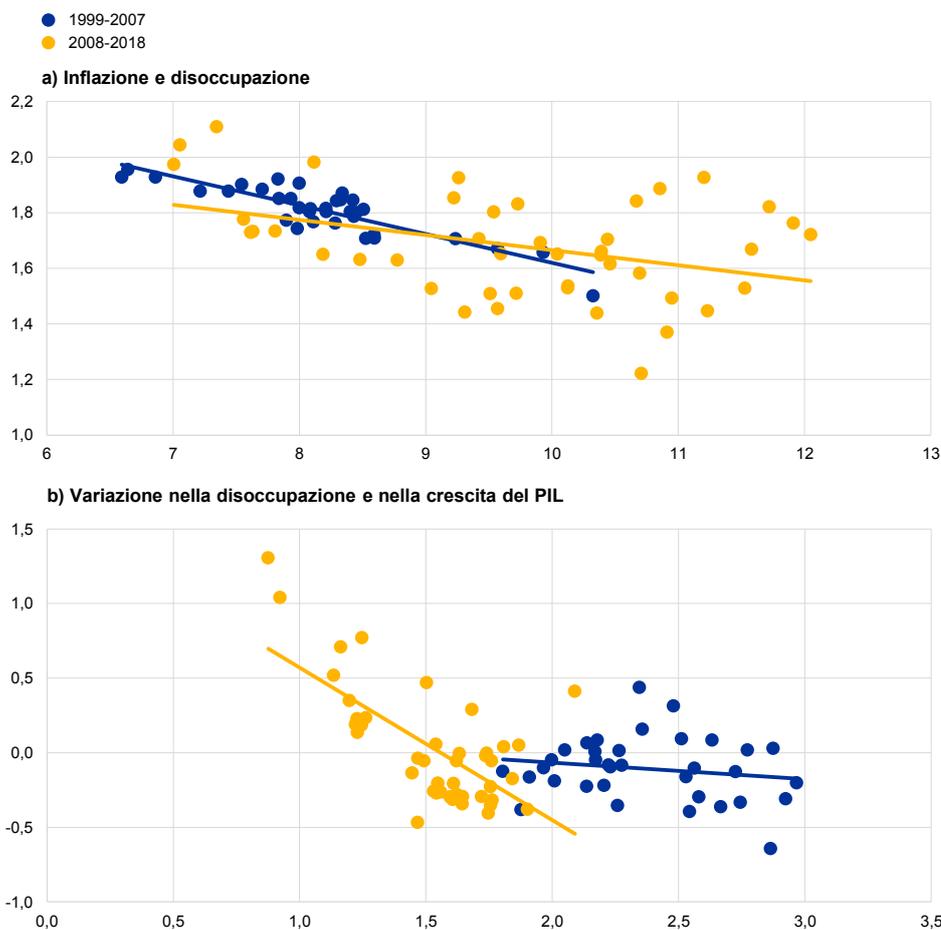
²⁸ I risultati confermano altresì i riscontri presentati da López-Pérez, V., "Do professional forecasters behave as if they believed in the New Keynesian Phillips Curve for the euro area?", *Empirica*, vol. 44, n. 1, 2017, pagg. 147-174.

²⁹ Per un esame dei possibili fattori alla base del mutamento di tale relazione, cfr. l'articolo *La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

Grafico 2

Analisi di correlazione delle previsioni puntuali medie

(inflazione e crescita del PIL: variazioni percentuali sui dodici mesi; disoccupazione: percentuale della forza lavoro)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Riquadro a: grafico di dispersione della previsione puntuale media per l'inflazione (asse verticale) e per la disoccupazione (asse orizzontale) a due anni. Riquadro b: grafico di dispersione della variazione nella previsione sulla disoccupazione su un periodo di due anni tra due edizioni consecutive dell'indagine (asse verticale) e nelle previsioni puntuali medie sulla crescita del PIL su un periodo di due anni (asse orizzontale). Il periodo campionario è compreso fra il primo trimestre del 1999 e l'ultimo trimestre del 2018.

Riquadro 3

Stabilità della curva di Phillips dei prezzi individuata dai microdati della SPF

a cura di Lukas Henkel

Le previsioni contenute nella SPF possono essere utilizzate per individuare eventuali

correlazioni tra diverse variabili economiche ed esaminare le loro variazioni nel tempo. Il

presente riquadro si propone di verificare se il nesso tra le previsioni puntuali dei singoli intervistati relative a inflazione e disoccupazione rappresentato dalla curva di Phillips vari nel tempo. Più che sui livelli delle previsioni puntuali, l'analisi si fonda sulle loro revisioni, così da poter prescindere da presunte differenze tra i previsori che rimangono invariate nel tempo. La relazione è descritta dall'inclinazione della curva di Phillips dei prezzi β stimata nella seguente regressione:

$$\Delta E(\pi^{ny}_{i,t}) = \alpha + \beta \Delta E(u^{ny}_{i,t}) + \gamma \Delta E(\pi^{yono}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

dove $\Delta E(\pi^{ny}_{i,t})$ e $\Delta E(u^{ny}_{i,t})$ indicano, rispettivamente, la revisione del tasso di inflazione e del tasso di disoccupazione attesi per il prossimo anno solare nell'edizione dell'indagine t del previsore i e $\Delta E(\pi^{yono}_{i,t})$ indica la revisione della previsione sull'inflazione attesa per l'anno solare successivo.

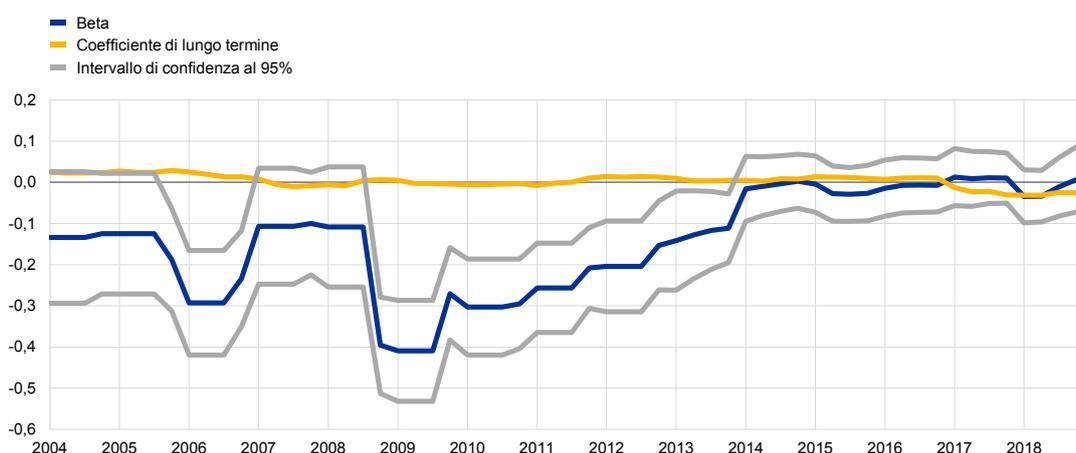
Per revisione di una previsione si intende la differenza tra la previsione puntuale di un'edizione dell'indagine rispetto all'edizione successiva. Il periodo campionario è compreso fra il primo trimestre del 1999 e l'ultimo trimestre del 2018. Se si utilizza il campione completo e si raggruppano i tutti i previsori, l'inclinazione della curva di Phillips assume un valore negativo statisticamente significativo pari a -0,09.

Le regressioni su una finestra mobile di cinque anni evidenziano un sostanziale appiattimento della curva di Phillips individuata. Se prima della crisi finanziaria l'inclinazione della curva di Phillips era relativamente stabile (ancorché stimata in modo impreciso), nel periodo post-crisi la curva ha iniziato a convergere stabilmente verso lo zero, per poi mantenere tale posizione negli anni successivi. Basandosi sulle aspettative a lungo termine³⁰, la regressione non individua alcuna relazione tra le revisioni delle previsioni su disoccupazione e inflazione; se da una parte ciò riflette le variazioni alquanto esigue intervenute su tale orizzonte, dall'altra sembra confermare l'ipotesi della neutralità della moneta nel lungo periodo (linea gialla nel grafico A).

Grafico A

Stima basata su finestra mobile dell'inclinazione della curva di Phillips dei prezzi individuata dai microdati della SPF

(coefficiente di inclinazione stimato)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la linea blu rappresenta il coefficiente angolare β della curva di Phillips neo-keynesiana precedentemente descritta, stimato con finestre mobili di cinque anni per ciascuna data finale fissata per la stima. Le linee grigie mostrano l'intervallo di confidenza al 95% del coefficiente. La linea gialla mostra il coefficiente di inclinazione di una regressione delle revisioni delle aspettative di inflazione a lungo termine su revisioni delle aspettative di disoccupazione a lungo termine, stimato con finestre mobili della stessa durata. Tale coefficiente non si scosta mai significativamente dallo zero.

Questa analisi mette in luce variazioni nel nesso tra la formazione della disoccupazione e le previsioni sull'inflazione. Se da un lato le previsioni della SPF su disoccupazione e inflazione sono generalmente in linea con la curva di Phillips dei prezzi, dall'altro l'analisi rivela che tale relazione macroeconomica si è notevolmente indebolita nel periodo post-crisi. I risultati sembrano indicare che altri fattori, come le previsioni soggettive (cfr. il riquadro 1) abbiano acquisito un'importanza crescente nell'ambito del processo di formazione delle aspettative.

³⁰ A causa di vincoli nella disponibilità dei dati, la specificazione che utilizza le aspettative a lungo termine non tiene conto della parte prospettica della curva di Phillips neo-keynesiana, ovvero la regressione è data da $\Delta E(\pi_{i,t}^{lt}) = \alpha + \beta \Delta E(u_{i,t}^{lt}) + \varepsilon_{i,t}$.

3 L'evoluzione delle previsioni puntuali dell'SPF nel corso degli anni

Negli ultimi dieci anni i risultati relativi all'inflazione misurata sullo IAPC e alla crescita del PIL in termini reali sono stati influenzati da shock forti e persistenti.

Nei primi dieci anni dell'SPF, l'inflazione misurata sullo IAPC si attestava in genere su un livello di poco superiore al 2 per cento e veniva, in misura modesta ma costante, sottostimata dalla previsione aggregata dell'SPF. Le previsioni aggregate sulla crescita del PIL in termini reali, invece, o sovrastimavano o sottostimavano il dato effettivo. Nei dieci anni appena trascorsi si è assistito a oscillazioni molto più marcate di queste variabili e si sono registrati perlopiù casi di sovrastima, per quanto riguarda sia l'inflazione misurata sullo IAPC, sia la crescita del PIL in termini reali (cfr. grafici 3 e 4).

Grafico 3

Aspettative sull'inflazione misurata sullo IAPC e dati effettivi in termini aggregati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



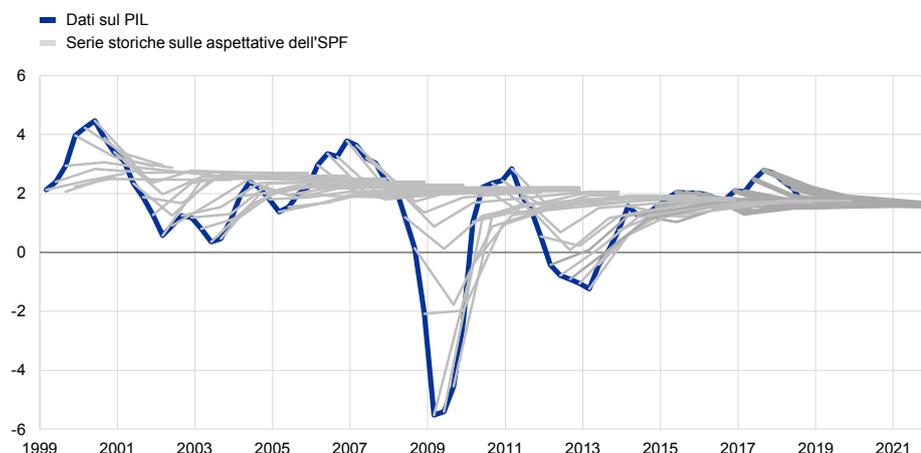
Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il profilo delle aspettative di inflazione per ciascuna edizione dell'indagine (in grigio) comprende l'orizzonte a 12 e 24 mesi, nonché le aspettative di più lungo periodo.

Grafico 4

Aspettative sulla crescita del PIL in termini reali e dati effettivi in termini aggregati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

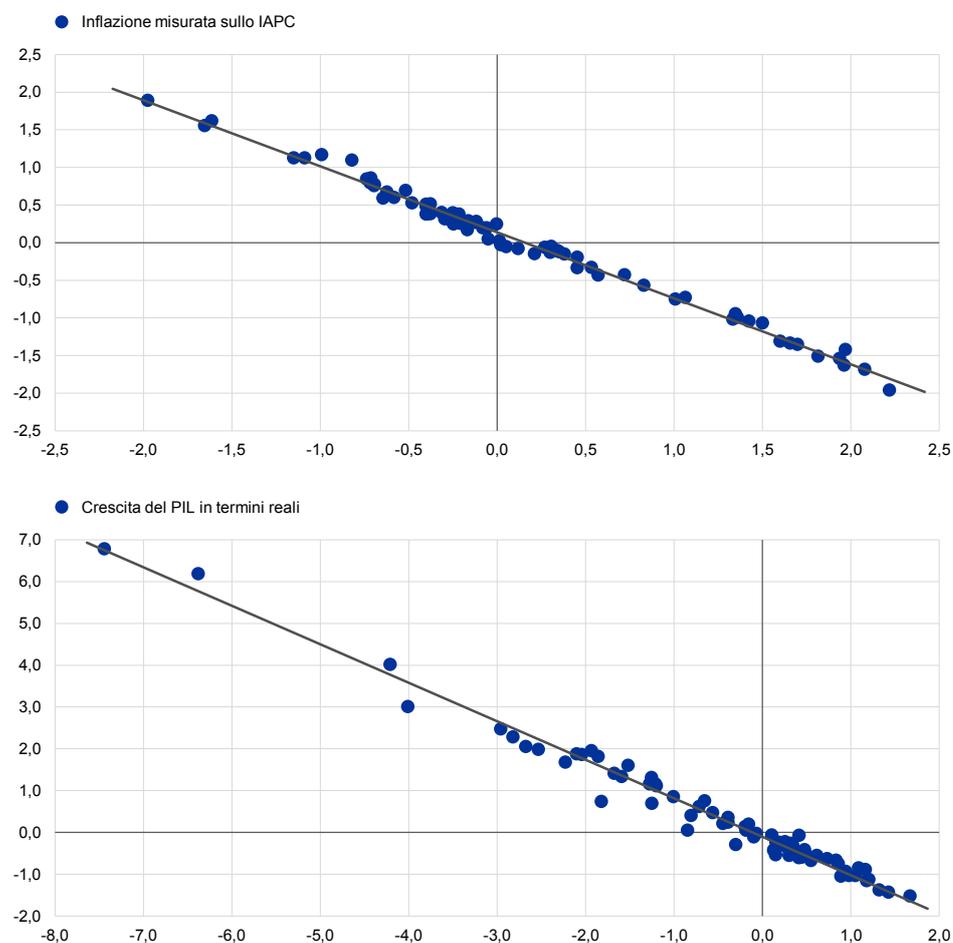
Nota: il profilo delle aspettative sulla crescita del PIL in termini reali per ciascuna edizione dell'indagine (in grigio) comprende l'orizzonte a 4 e 8 trimestri, nonché le aspettative di più lungo periodo.

Le previsioni dell'SPF hanno mostrato in genere un marcato ritorno verso gli andamenti tendenziali. Nonostante l'entità delle variazioni che hanno interessato sia l'inflazione misurata sullo IAPC, sia la crescita del PIL in termini reali, le previsioni dell'SPF hanno teso a orientarsi immediatamente verso valori corrispondenti alla tendenza di lungo periodo (con l'eccezione delle aspettative sulla crescita del PIL in termini reali nel 2008 e nel 2011, secondo le quali il brusco calo del tasso di crescita sarebbe proseguito prima di segnare una ripresa). In generale, tanto più i dati si discostavano dalla tendenza percepita, approssimata dalle aspettative di lungo periodo, tanto più marcato era il riavvicinamento verso quella stessa tendenza. In altri termini, esiste una forte relazione negativa tra la deviazione dall'andamento tendenziale e la variazione attesa nell'arco dei due anni successivi (cfr. grafico 5). Questa relazione si rivela ancor più valida per l'inflazione, elemento che potrebbe essere positivamente interpretato come segnale del saldo ancoraggio dell'inflazione stessa.

Grafico 5

Ritorno ai valori tendenziali delle previsioni dell'SPF

(punti percentuali)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: in ciascun riquadro, l'asse delle ascisse mostra la distanza dall'andamento tendenziale, misurata come deviazione tra gli ultimi dati sull'inflazione armonizzata o sulla crescita del PIL in termini reali al momento di ciascuna edizione dell'indagine e l'aspettativa di più lungo periodo per quella variabile, mentre l'asse delle ordinate mostra l'inclinazione del profilo dell'aspettativa a breve termine, misurata come variazione attesa della variabile nei due anni successivi.

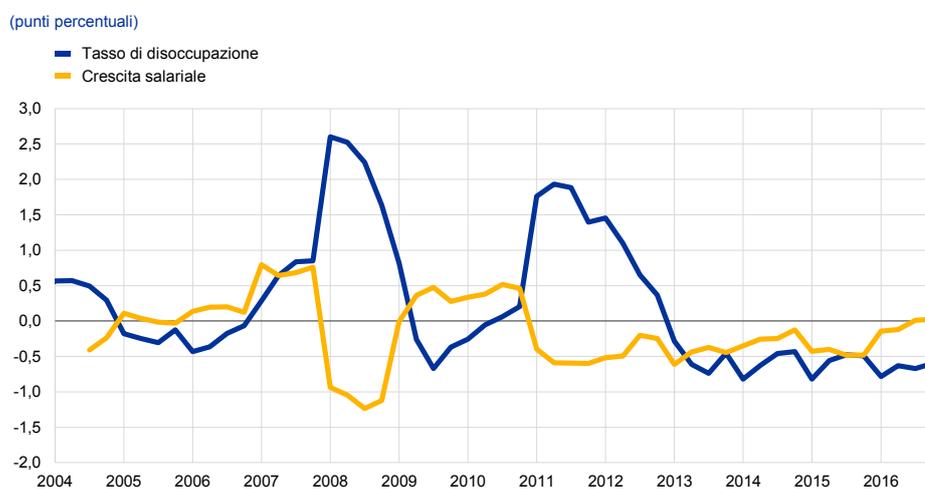
Al pari delle stesse previsioni puntuali, le diverse configurazioni degli errori di previsione possono fornire indicazioni sulle potenziali mutazioni delle relazioni economiche sottostanti. Ad esempio, un andamento storicamente anomalo degli errori di previsione relativi a crescita salariale e disoccupazione che ha avuto inizio nel 2013 potrebbe star a indicare una discontinuità strutturale nelle dinamiche del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Fino al 2013 gli errori di previsione dell'SPF relativi alla crescita salariale tendevano a rispecchiare quelli riferiti alla disoccupazione: gli episodi di crescita salariale più debole delle attese coincidevano con un tasso di disoccupazione superiore alle attese e viceversa. Dopo il 2013, tuttavia, questo andamento è variato e sia la crescita salariale che il tasso di disoccupazione sono stati parimenti sovrastimati (cfr. grafico 6). Analogamente, le proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE sulla crescita del reddito per occupato per il medesimo periodo erano costantemente sovrastimate, mentre le previsioni sull'aumento dell'occupazione erano sottostimate³¹. Ciò potrebbe suggerire che, benché la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro misurata dal tasso di

³¹ Cfr. il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

disoccupazione si sia rivelata inferiore alle attese, altri fattori abbiano contenuto la crescita salariale³².

Grafico 6

Errori nelle proiezioni a breve termine dell'SPF sul tasso di disoccupazione e la crescita salariale



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'orizzonte delle proiezioni è l'anno solare successivo alla data riportata sull'asse delle ascisse. Gli errori di proiezione sono definiti come la differenza, secondo le informazioni più recenti, fra il dato reale e la proiezione.

Riquadro 4

Valutazione della performance dei singoli previsori

a cura di Aidan Meyler

Stabilire se l'eterogeneità delle performance previsionali dei singoli previsori sia da attribuire alla casualità o a effettive differenze nella capacità predittiva è un compito arduo per una serie di ragioni. In primo luogo, l'unico elemento osservabile (a posteriori) è l'errore previsivo, che si manifesta solo dopo la rilevazione del dato reale. In ogni caso, un errore previsivo di ampia/ridotta portata non implica necessariamente una cattiva/buona previsione al momento della formulazione della stessa (ovvero a priori), poiché l'errore potrebbe semplicemente riflettere uno shock impreveduto collegato, ad esempio, al prezzo del petrolio, alle condizioni meteorologiche o ai tassi di cambio. In secondo luogo, vi è l'ulteriore difficoltà di mettere a confronto variabili e orizzonti di previsione diversi tra loro. Ad esempio, un previsore potrebbe conseguire risultati relativamente buoni nel prevedere l'inflazione misurata sullo IAPC sull'orizzonte di un anno e risultati relativamente scarsi nel prevedere la crescita del PIL in termini reali su un orizzonte di due anni. In terzo luogo, non tutti i previsori partecipano a tutte le edizioni dell'indagine e non tutti forniscono previsioni su tutte le variabili/tutti gli orizzonti (in termini tecnici, il panel non è bilanciato). Potrebbe pertanto verificarsi il caso in cui un determinato previsore non fornisca un dato relativamente facile/difficile da prevedere e il suo tasso medio di errore ne risulti influenzato.

La questione della casualità in contrapposizione alla capacità viene qui affrontata impiegando tecniche conosciute come "bootstrapping" e "simulazione Monte Carlo"³³ L'idea

³² Cfr. il riquadro *La percezione delle dinamiche del mercato del lavoro nell'area dell'euro nell'indagine presso i revisori professionali della BCE*, nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

di base consiste nel rilevare gli errori previsivi relativi a una determinata variabile o un determinato orizzonte per ciascun periodo e ridistribuirli in modo casuale tra quanti in tale periodo hanno espresso una previsione per una specifica variabile su uno specifico orizzonte (metodo altrimenti detto “bootstrapping”³⁴). Tale processo viene poi ripetuto molte volte, ad esempio mille (metodo altrimenti detto simulazione Monte Carlo), per simulare la distribuzione degli errori di previsione presumendo (ipotesi nulla) l'equivalenza della loro capacità previsiva³⁵. Se la distribuzione effettiva delle performance previsive ricade all'interno di determinati intervalli di confidenza (ad esempio, 1 per cento e 99 per cento) della distribuzione simulata, l'ipotesi nulla secondo cui i previsori hanno uguali capacità predittive e le differenze di performance sono ampiamente attribuibili a casualità non può essere rigettata.

A prima vista, i risultati sembrano indicare che la performance di alcuni previsori è migliore/peggiore di quanto ci si attenderebbe nel caso in cui fosse vera l'ipotesi nulla di capacità previsiva equivalente. Ad esempio, come si evince dal riquadro a) del grafico A, per le previsioni sullo IAPC a un anno, la performance di alcuni revisori risulta migliore rispetto a quanto atteso nell'ipotesi nulla di capacità previsiva equivalente, mentre quella di altri risulta peggiore. Ciò è indicato dal fatto che la distribuzione effettiva si colloca al di sotto/al di sopra della distribuzione simulata per i previsori classificati come migliori/peggiori. Questo andamento generalmente si ripete per le altre variabili e gli altri orizzonti.

³³ Cfr. D'Agostino, A., McQuinn, K. e Whelan, K., “[Are Some Forecasters Really Better Than Others?](#)”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, n. 4, giugno 2012, pagg. 715–732. Questo approccio presenta i seguenti ulteriori vantaggi: a) riproduce la natura non bilanciata dell'SPF; b) replica la partecipazione di ciascun previsore; c) ridistribuisce gli errori solo all'interno dello stesso periodo e non tra periodi diversi. Altri lavori che hanno esaminato la questione della performance dei previsori (ad esempio, Stekler, H., “[Who Forecasts Better?](#)”, *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 5, n. 1, gennaio 1987, pagg. 155–158 e Batchelor, R.A., “[All Forecasters Are Equal](#)”, *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 8, n. 1, gennaio 1990, pagg. 143–144) hanno fatto riferimento a panel bilanciati e, in alcuni casi, hanno utilizzato la classificazione, che non tiene conto delle dimensioni degli errori di previsione.

³⁴ Per evitare che i risultati siano falsati dall'impatto sproporzionato della performance di previsori che hanno fornito solo poche previsioni, vengono qui presi in considerazione solo i previsori che hanno fornito almeno 20 previsioni (l'equivalente di cinque anni) per una determinata variabile/un determinato orizzonte. Il numero di previsori risulta così compreso tra 63 e 77, a seconda della variabile/dell'orizzonte.

³⁵ La performance relativa dei previsori viene valutata applicando un indicatore statistico (l'errore quadratico riscalato in base all'errore quadratico medio) che a) penalizza gli errori più consistenti, b) tiene conto del livello di difficoltà della previsione in base alla variabile, all'orizzonte, al periodo e c) consente l'aggregazione di più variabili e orizzonti.

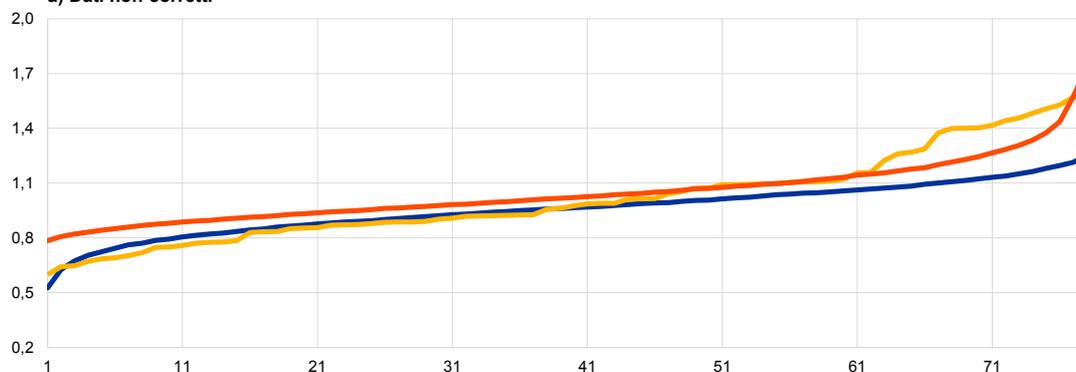
Grafico A

Distribuzione effettiva e con bootstrap/simulata della performance dei previsori per lo IAPC a un anno

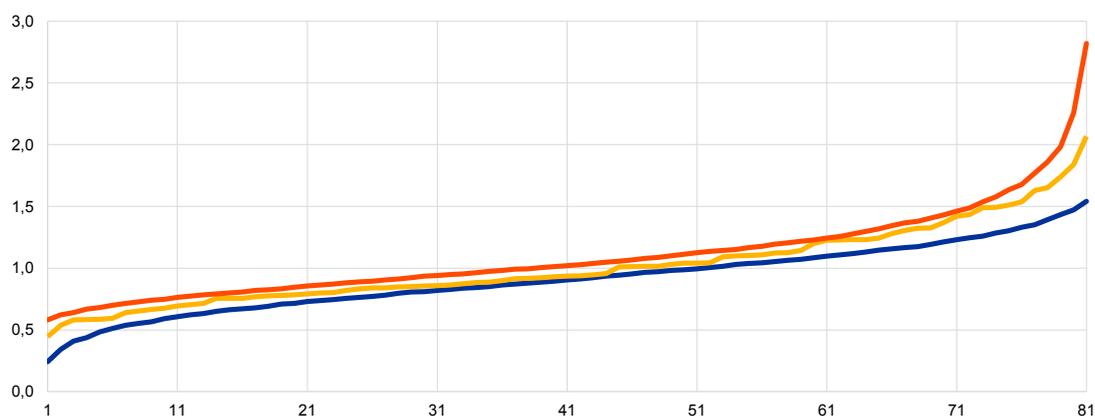
(assi delle ordinate: punti percentuali; assi delle ascisse: previsori in base alla classificazione)

- Risultato più basso della simulazione (1%)
- Effettiva
- Risultato più alto della simulazione (99%)

a) Dati non corretti



b) Dati corretti tenendo conto dell'autocorrelazione



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Tuttavia, il risultato apparentemente migliore/peggiore sembra dovuto a un'anomalia statistica. In primo luogo, se la capacità previsiva di alcuni previsori fosse realmente migliore/peggiore rispetto alle altre, ci si attenderebbe una correlazione di qualche tipo nella classificazione in base alla performance tra più periodi campione. A tal proposito, è significativo il fatto che la correlazione della classificazione in base alla performance previsiva tra periodi precedenti e successivi alla crisi sia prossima a zero (cfr. tavola A), con l'eccezione dello IAPC a due anni, che evidenzia una correlazione della classificazione tra periodi precedenti e successivi alla crisi pari a 0,37. In secondo luogo, come mostrato nel riquadro b) del grafico A, l'apparente migliore/peggiore prestazione nella previsione dello IAPC a un anno viene meno se si tiene conto dell'autocorrelazione negli errori (in questo caso, prendendo in considerazione solo le previsioni nel primo trimestre di ogni anno).

Tavola A

Correlazione tra la classificazione in base alla capacità previsiva relativa a due sottoperiodi (1999-2008 e 2009-2018) per le previsioni a uno e a due anni

	A un anno	A due anni
Inflazione	0,11	0,37
Crescita del PIL	-0,03	0,06
Tasso di disoccupazione	0,05	0,08

Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

In sintesi, non esistono evidenti riscontri che attestino differenze statisticamente rilevanti nella capacità previsiva. Di fatto, la previsione aggregata dell'SPF (costituita dalla media delle singole risposte) si colloca sempre nel quartile superiore delle 12 permutazioni³⁶ di una variabile, di un orizzonte e di un periodo e si classifica complessivamente al primo posto quando si considerano le variabili, gli orizzonti e i periodi in termini aggregati. Ciò sembra indicare che, in termini di efficacia, la media semplice continua a dare i risultati migliori³⁷.

4 Il contributo delle distribuzioni di probabilità dell'SPF nel corso degli anni

Le funzioni di distribuzione delle probabilità consentono agli intervistati di esprimere il proprio punto di vista sull'intero insieme dei risultati e rappresentano perciò una preziosa integrazione alle previsioni puntuali. I

previsori assegnano una probabilità ai risultati di ciascuna variabile a ciascun orizzonte temporale applicando un intervallo di ampiezza pari a mezzo punto percentuale³⁸. Ogni trimestre l'SPF indica la distribuzione di probabilità aggregata, cioè la media di tutte le probabilità censite per ciascun intervallo. Tali distribuzioni, sia a livello individuale che aggregato, consentono una valutazione quantitativa dei rischi e dell'incertezza percepita, arricchendo così le previsioni puntuali di un'ulteriore dimensione informativa.

Nel corso degli anni le distribuzioni di probabilità aggregate per le singole variabili hanno registrato andamenti dinamici e spesso di ampia portata (cfr. grafico 7). In particolare, esistono alcune differenze rilevanti nelle funzioni di distribuzione delle probabilità registrate nei primi dieci anni dell'indagine rispetto a quelle degli ultimi dieci anni, che approssimativamente coincidono con il periodo precedente e con quello successivo alla crisi. Esse non rispecchiano solo le differenze nella collocazione delle funzioni di distribuzione delle probabilità, riconducibili a discrepanze fra le previsioni puntuali, ma anche le diverse configurazioni delle funzioni stesse. Ad esempio, sebbene nell'orizzonte a due anni il rischio di deflazione percepito sia venuto meno, la probabilità assegnata a valori dell'inflazione relativamente bassi (<1,5 per cento) rimane piuttosto elevata, in ragione del fatto che l'asimmetria delle funzioni di distribuzione delle probabilità è più negativa.

³⁶ Le 12 permutazioni sono il prodotto di tre variabili (IAPC, PIL e disoccupazione), due orizzonti (a uno e a due anni) e due periodi campione (pre-crisi e post-crisi).

³⁷ Ciò conferma i risultati esposti in Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Timmermann, A., op. cit.

³⁸ Nei venti anni di vita dell'indagine la gamma dei risultati compresa fra gli intervalli chiusi è stata aggiornata per riflettere l'evoluzione dei dati.

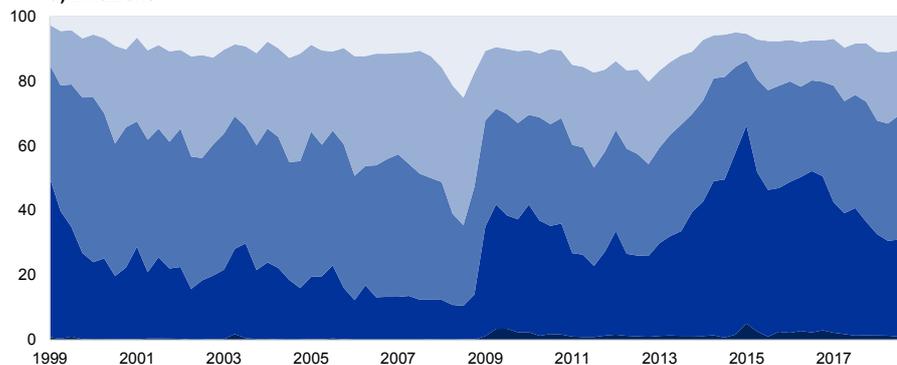
Grafico 7

Distribuzioni di probabilità a due anni per l'inflazione, la crescita del PIL in termini reali e la disoccupazione

(valori percentuali)

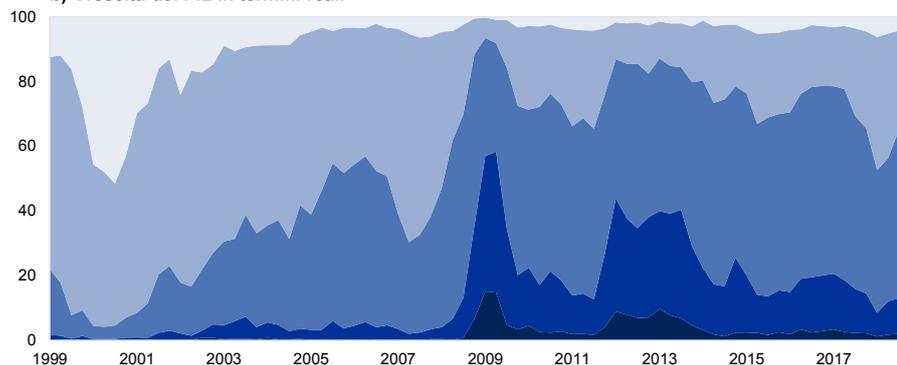
- Al di sotto dello 0%
- Tra 0% e 1,5%
- Tra 1,5% e 2,0%
- Tra 2,0% e 2,5%
- Oltre 2,5%

a) Inflazione



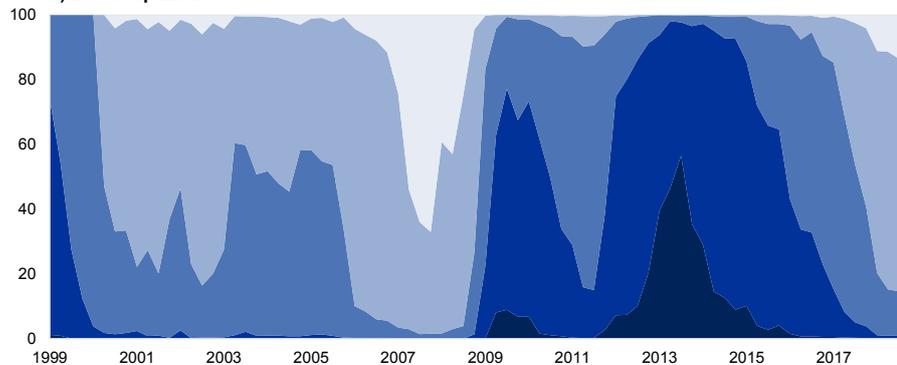
- Al di sotto dello 0%
- Tra 0% e 1,0%
- Tra 1,0% e 2,0%
- Tra 2,0% e 3,0%
- Oltre 3,0%

b) Crescita del PIL in termini reali



- Oltre 12,0%
- Tra 10,0% e 12,0%
- Tra 8,5% e 10,0%
- Tra 7,0% e 8,5%
- Al di sotto del 7,0%

c) Disoccupazione



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

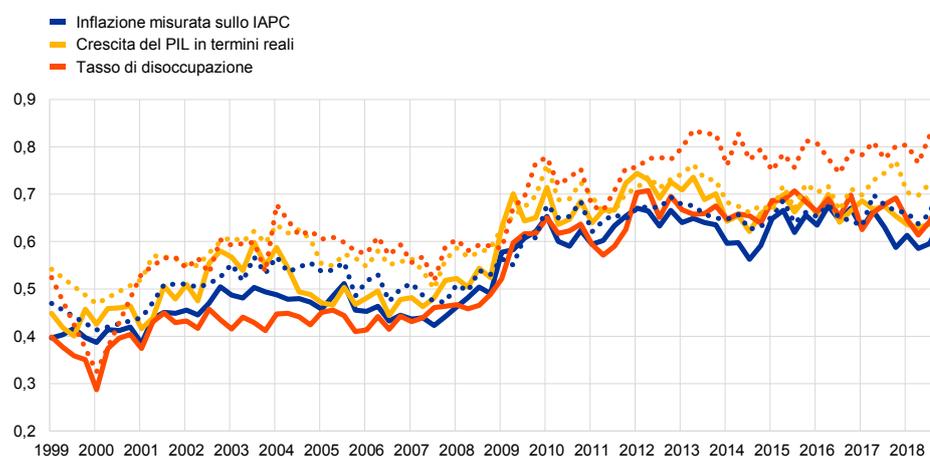
Le valutazioni dei previsori in merito all'incertezza sembrano aver subito un aumento permanente nel 2009, su tutte le variabili e tutti gli orizzonti.

L'incertezza aggregata convenzionalmente si apprezza misurando l'ampiezza delle funzioni di distribuzione delle probabilità aggregate, la quale, a sua volta, è determinata da due fattori: il grado di incertezza di ciascun previsore, vale a dire l'ampiezza delle singole PDF che vengono aggregate, e dal grado di disaccordo esistente fra i vari previsori sul risultato più probabile, ovvero quanto diverge la maniera in cui le singole distribuzioni sono centrate. Un elemento molto interessante che emerge dai dati dell'SPF è che, su tutte le variabili e gli orizzonti, al tempo della crisi finanziaria l'incertezza dei singoli previsori ha subito un aumento graduale (cfr. grafico 8) che da allora non è più venuto meno. L'effetto dei disaccordi sull'incertezza aggregata, d'altro canto, si è mostrato molto più vario fra le diverse variabili economiche, i diversi orizzonti di previsione e i diversi periodi temporali.

Grafico 8

Le valutazioni dei previsori sull'incertezza

(deviazione standard media delle distribuzioni di probabilità dei previsori espressa in punti percentuali)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le linee continue indicano le aspettative a due anni, le linee tratteggiate indicano le aspettative a più lungo termine.

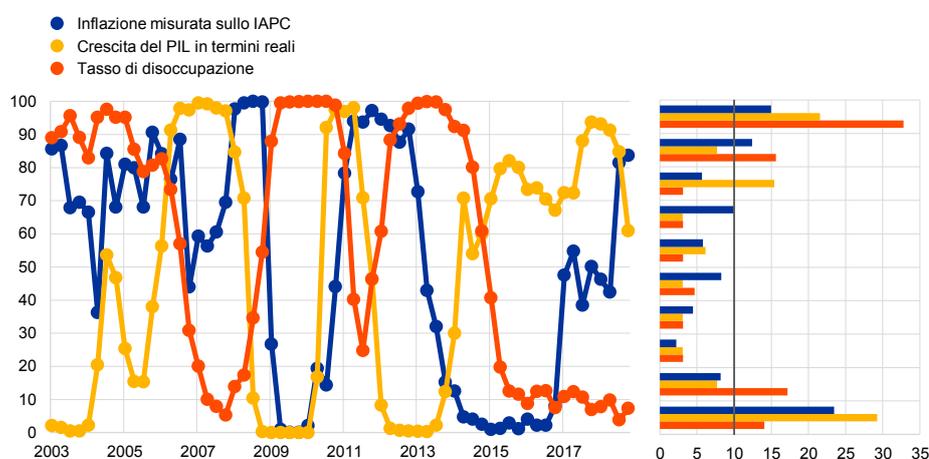
Anche dopo il graduale aumento dell'incertezza dei previsori registrato nel 2009, le funzioni di distribuzione delle probabilità a due anni hanno sottostimato la volatilità dei dati nei periodi successivi.

Nel corso degli ultimi venti anni, le variazioni su due anni dei tassi di inflazione, della crescita del PIL in termini reali e dell'occupazione si sono rivelate tendenzialmente più marcate rispetto alle ampiezze delle PDF a due anni. Ciò emerge dalla concentrazione della quota di risultati nel primo e nell'ultimo decile (cfr. grafico 9, riquadro di destra). Ad esempio, più del 30 per cento dei risultati relativi al tasso di disoccupazione si è collocato nel decile superiore della distribuzione attesa due anni prima. Se le funzioni di distribuzione delle probabilità fossero indicatori affidabili delle effettive distribuzioni sottostanti, allora la medesima percentuale di risultati (10 per cento) dovrebbe provenire da ciascuno dei decili delle rispettive PDF. Inoltre, molti dei risultati che si collocano nella coda sono successivi all'ampliamento, nel 2009, delle funzioni di distribuzione delle probabilità da parte dei previsori. Ciò fa pensare che, pur ritenendo che gli andamenti economici fossero intrinsecamente un po' più incerti rispetto al periodo della Grande moderazione precedente il 2008, buona parte della volatilità degli ultimi dieci anni sia stata sospinta da shock di sorprendente entità, frequenza e persistenza.

Grafico 9

Probabilità e proporzioni a due anni cumulate per decile della PDF

(valori percentuali)



Font: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i punti mostrano la probabilità o dell'inflazione misurata sullo IAPC, o della crescita del PIL in termini reali o del tasso di disoccupazione, prendendo qualunque valore inferiore o uguale al dato effettivo sulla base della distribuzione della probabilità a due anni che ci si attendeva due anni prima della data indicata. Il diagramma a barre sulla destra mostra la quota dei risultati che si associa a ciascun decile della PDF attesa. Se tali PDF fossero perfettamente specificate troveremmo il 10 per cento dei risultati in ciascun decile.

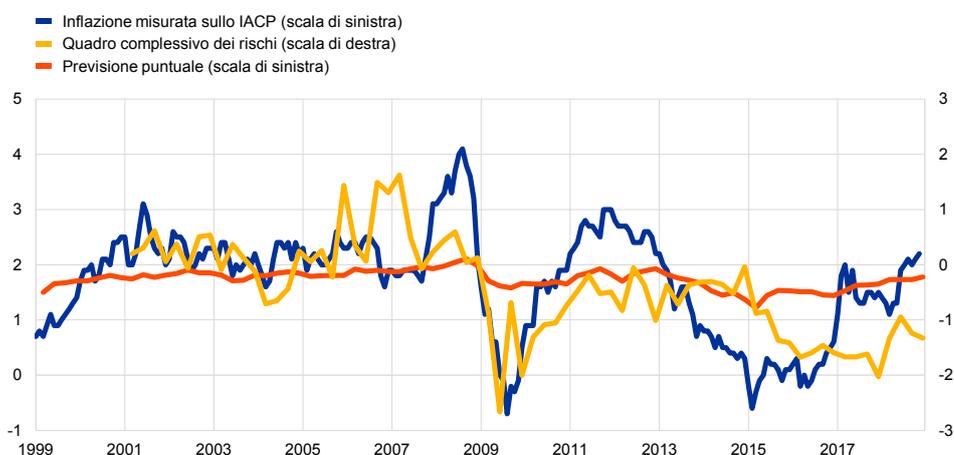
I previsori sono intervenuti correggendo la propria opinione sul quadro complessivo dei rischi e rivedendo le proprie previsioni puntuali.

L'asimmetria della distribuzione delle probabilità in una previsione è indicativa del quadro complessivo dei rischi che quella previsione rispecchia (cfr. riquadro 5). I previsori hanno corretto il quadro complessivo dei rischi intervenendo attivamente all'evolvere delle prospettive economiche, in particolare per quanto riguarda le PDF relative all'inflazione attesa (cfr. grafico 10). Nel 2006, all'accumularsi delle pressioni inflazionistiche, i previsori orientarono il quadro complessivo dei rischi per le aspettative di inflazione a due anni fortemente al rialzo, ma senza variare di molto le previsioni puntuali. Per il primo trimestre del 2009 l'indagine riportava un calo delle stime puntuali aggregate pari a 0,3 punti percentuali (la revisione più significativa sul trimestre precedente) e una misura del quadro complessivo dei rischi che era passata da +0,1 a -0,9. Per il secondo trimestre del 2009 l'indagine riportava una previsione puntuale rivista al ribasso di solo 0,1 punti percentuali, mentre la misura del quadro complessivo dei rischi si era orientata ulteriormente, e in maniera molto marcata, al ribasso fino ad attestarsi a -2,7, prima di far registrare una ripresa nelle successive edizioni dell'indagine, a fronte di previsioni puntuali che, per contro, continuavano a essere stabili. Nel periodo 2013-2014, invece, quando l'inflazione misurata sullo IAPC era in calo, le previsioni puntuali sono state progressivamente riviste al ribasso, senza particolari impatti sulla metrica utilizzata per elaborare il quadro complessivo dei rischi.

Grafico 10

Inflazione misurata sullo IACP, previsioni puntuali a due anni e quadro complessivo dei rischi

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: indicatore del quadro complessivo dei rischi)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: valori positivi per i rischi complessivi indicano che il quadro complessivo è orientato verso livelli di inflazione più elevati, mentre valori negativi indicano che il quadro complessivo è orientato verso livelli più bassi.

Riquadro 5

Uso delle distribuzioni di probabilità per la misurazione del quadro complessivo dei rischi

a cura di Rupert de Vincent-Humphreys

La distribuzione di probabilità di un risultato futuro offre una rappresentazione completa della previsione. La funzione di distribuzione delle probabilità (probability distribution function, PDF) fornisce le informazioni necessarie a sintetizzare tutti gli aspetti della previsione: la previsione puntuale centrale, il suo grado di incertezza, la valutazione del quadro complessivo dei rischi in quanto orientato prevalentemente verso l'alto o verso il basso, e le probabilità dei risultati all'interno di determinati intervalli. In pratica, l'accuratezza di tali metriche dipende dal grado di precisione con cui viene specificata la PDF.

Teoricamente, la modalità con cui un previsore sintetizza la distribuzione di probabilità sottostante in una singola previsione puntuale dipende dalla sua valutazione degli errori di previsione. Da un punto di vista più formale, la teoria delle previsioni dimostra che la previsione puntuale ottimale $\hat{x}_{t+h|t}^*$ corrispondente a una determinata PDF è quella che riduce al minimo la funzione di perdita del previsore associata a possibili errori di previsione:

$$\hat{x}_{t+h|t}^* \equiv \arg \min E[L(x_{t+h}, \hat{x})]$$

La funzione di perdita L è un'espressione matematica che descrive il livello di gravità assegnato da un previsore a errori previsivi di diversa entità. Pertanto, nel caso in cui diversi previsori valutino allo stesso modo la distribuzione soggiacente a possibili risultati futuri ma adottino funzioni di perdita differenti, le rispettive previsioni puntuali saranno diverse. In economia si considerano generalmente tre tipi di funzione di perdita. La prima è la funzione di perdita uniforme, che attribuisce la stessa gravità a tutti gli errori di previsione, indipendentemente dalle dimensioni. In questo caso, la previsione puntuale ottimale è la moda della distribuzione, che corrisponde al risultato più probabile. La seconda funzione di perdita è lineare nelle previsioni di errore, ovvero al raddoppiare dell'errore di previsione raddoppia la gravità. In questo caso, la previsione puntuale ottimale è la mediana, che identifica il punto in cui la probabilità di errore per eccesso e quella di errore per difetto si equivalgono.

La terza è la funzione di perdita quadratica, che penalizza ancora più pesantemente gli errori di previsione di maggiore magnitudine: al raddoppiare dell'errore, la sua gravità quadruplica. In questo caso, la previsione puntuale corrispondente è la media della distribuzione.

Analogamente, la misura statistica di asimmetria che meglio rappresenta il quadro complessivo dei rischi attorno a una previsione puntuale dipende anche da come il previsore valuta gli errori di previsione. La misura in cui i rischi collegati a una previsione puntuale vanno a collocarsi in una direzione piuttosto che in un'altra dipende dall'asimmetria della PDF della previsione: per le PDF simmetriche i rischi sono bilanciati. Così come definisce la previsione ottimale, la teoria in ambito previsivo definisce anche il quadro complessivo dei rischi come il bilancio della perdita condizionale attesa:

$$\hat{x}_{t+h|t}^* \equiv E[L(x_{t+h}, \hat{x}_{t+h|t}) | x_{t+h} > \hat{x}_{t+h|t}] - E[L(x_{t+h}, \hat{x}_{t+h|t}) | x_{t+h} < \hat{x}_{t+h|t}]$$

Quando la funzione di perdita è essa stessa simmetrica (come nei tre casi sopra descritti), ovvero quando un errore per eccesso e un errore per difetto di pari entità sono ugualmente indesiderabili, il quadro complessivo dei rischi indica in quale direzione il previsore ritiene che l'errore vada a collocarsi con maggiore probabilità, nell'eventualità in cui una previsione si riveli errata. Ad esempio, una valutazione positiva dei rischi complessivi indica che l'esperto ritiene che, qualora la previsione si rivelasse errata, sarebbe più probabile che ciò fosse dovuto a valori effettivi superiori rispetto a quelli della previsione, piuttosto che inferiori. L'equazione sopra riportata può essere combinata con le diverse funzioni di perdita per mostrare come la misura di asimmetria più appropriata sia rappresentata dal bilancio delle probabilità totali da entrambi i lati della moda nel caso di perdita uniforme, dall'asimmetria in termini di quartili nel caso della perdita lineare e dall'asimmetria nel caso della perdita media quadratica.

Nel contesto dell'SPF, in cui sono riportate le probabilità relative a una serie discreta di intervalli piuttosto ampi, vi sono una serie di metodi alternativi per valutare le diverse misure di asimmetria statistica. Ad esempio, le probabilità di intervallo fornite dall'SPF rappresentano una serie di punti lungo la funzione di distribuzione cumulata ed è possibile utilizzare diversi schemi di interpolazione per convertire tali punti in una funzione continua. È inoltre necessario ipotizzare la collocazione dei punti corrispondenti ai due intervalli di probabilità aperti e agli estremi superiore e inferiore della gamma di risultati plausibili.

Tutte le combinazioni di misure statistiche e pratiche di calcolo alternative possono essere accorpate in una serie di indicatori del quadro complessivo dei rischi. Tali misure evidenziano tutte un forte comovimento e possono essere ridotte a un semplice dato statistico riassuntivo rappresentato dalla loro media non ponderata³⁹.

5 Lezioni che possiamo trarre dalle aspettative a più lungo termine

Le aspettative a più lungo termine dell'SPF possono fornire informazioni sul punto di vista dei previsori professionali riguardo allo stato dell'economia in situazione di equilibrio. Lo stato di equilibrio è importante poiché è la situazione alla quale torna l'economia una volta che gli effetti degli shock passati e attuali si sono

³⁹ Per ulteriori informazioni, confronta il riquadro *Modalità di valutazione dei rischi per l'inflazione da parte degli esperti* nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

assorbiti e si può ristabilire un'evoluzione in linea con le tendenze strutturali dell'economia. Nell'SPF, l'orizzonte di più lungo termine corrisponde a un orizzonte di circa cinque anni. Sarebbe ragionevole supporre che la maggior parte degli shock che colpiscono l'economia non siano altrettanto persistenti. Di conseguenza, per il tempo contemplato da quell'orizzonte, l'impatto di qualsivoglia shock dovrebbe essersi riassorbito. Se ciò fosse vero, le aspettative di più lungo termine dovrebbero riflettere semplicemente un modo di vedere le caratteristiche strutturali dell'economia, come ad esempio il tasso di crescita potenziale o il NAIRU.

Le risposte raccolte nell'ambito dell'indagine speciale 2018, tuttavia, fanno intravedere un quadro più articolato, in cui alcuni shock potrebbero rivelarsi molto persistenti. Ai partecipanti all'SPF è stato chiesto di chiarire come andassero interpretate le loro previsioni di lungo periodo. Molti hanno risposto che alle loro aspettative di lungo periodo si può dare un'interpretazione strutturale, ma un numero ancora maggiore ha specificato che questo si verifica solo in alcuni casi; alcuni hanno inoltre dichiarato, nelle osservazioni qualitative, che l'impatto di certi shock potrebbe essere più persistente, nel qual caso un periodo di cinque anni non sarebbe sufficiente per tornare a una situazione di equilibrio (cfr. tavola 1). Di fatto, le aspettative medie a più lungo termine sul tasso di disoccupazione di chi ha risposto con un "no" all'interpretazione NAIRU risultano più cicliche rispetto a quelle di coloro che hanno risposto con un "sempre".

Tavola 1

Corrispondenza tra aspettative di più lungo termine dell'SPF e caratteristiche strutturali

(numero di intervistati)

	Sempre	Talvolta	No	Totale
Aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine e NAIRU	16	17	6	39
Aspettative sul PIL a più lungo termine e prodotto potenziale	19	21	3	43

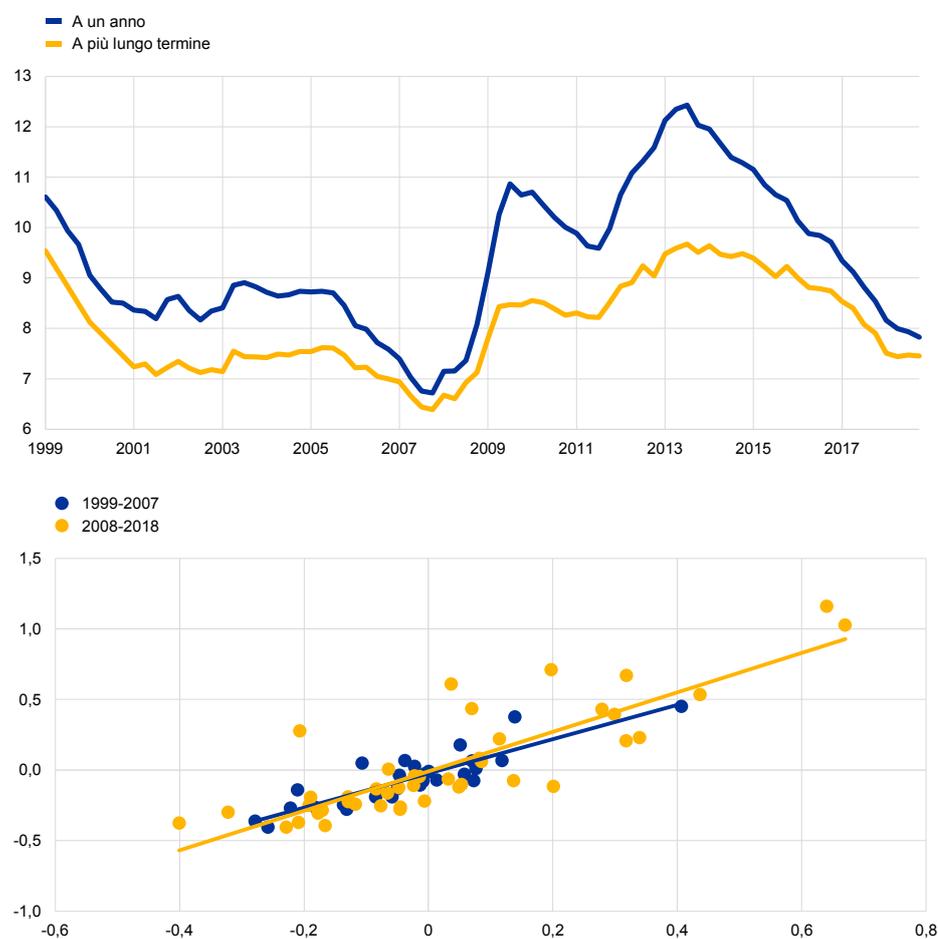
Fonte: indagine speciale SPF, 2018.

L'impatto della persistenza degli shock percepita è più evidente nell'evoluzione delle aspettative per la disoccupazione a lungo termine. I forti aumenti della disoccupazione effettiva e le aspettative a breve termine sull'occupazione nel periodo successivo alla crisi finanziaria e a quella del debito sovrano sono stati anche accompagnati da significative revisioni al rialzo delle aspettative a lungo termine (cfr. grafico 11). Tale collegamento tra aspettative su vari orizzonti si può spiegare ricorrendo al concetto di isteresi, in base al quale la domanda temporanea o gli aumenti della disoccupazione determinati dalla domanda possono, ad esempio tramite effetti di durata, dare luogo a ricadute persistenti che si sostanziano in un più elevato tasso di disoccupazione di equilibrio. In questo senso, i risultati dell'indagine degli ultimi anni suggeriscono che i previsori applicano l'isteresi in maniera simmetrica: il calo delle aspettative a breve termine iniziato nel 2013 si è accompagnato a un calo delle aspettative a lungo termine in una proporzione pressoché identica rispetto ai rialzi precedenti. Di conseguenza, le aspettative sulla disoccupazione di lungo termine mostrano una ciclicità maggiore di quanto non ci si aspetterebbe dalla disoccupazione strutturale.

Grafico 11

Aspettative sul tasso di disoccupazione e correzioni alle aspettative sul tasso di disoccupazione

(percentuali della forza lavoro)



Fonte: SPF.

Nota: il riquadro superiore mostra le aspettative sull'occupazione in termini aggregati a un anno e a cinque anni. Il riquadro inferiore mostra le correzioni alle aspettative sul tasso di disoccupazione: le correzioni alle aspettative di più lungo termine sulla disoccupazione in termini aggregati sono riportate sull'asse delle ascisse e le correzioni alle aspettative aggregate a un anno desunte dall'edizione dell'indagine corrispondente sono riportate sull'asse delle ordinate. La linea blu e quella gialla del riquadro inferiore catturano la tendenza dei due sottocampioni illustrati.

La misura in cui le aspettative di inflazione a più lungo termine rimangono ancorate all'obiettivo della banca centrale può essere un segnale della fiducia nella capacità di quest'ultima di raggiungere l'obiettivo prefissato. Il grado di ancoraggio dell'inflazione può essere misurato in varie maniere, che spesso si basano sulla sensibilità delle aspettative a più lungo termine agli sviluppi sul breve termine, come l'elemento-sorpresa legato ai dati effettivi, o alle aspettative a breve. Questo aspetto è stato ampiamente illustrato nella relazione predisposta dalla Task force sul basso tasso d'inflazione⁴⁰.

I dati dell'indagine trimestrale indicano che le aspettative sull'inflazione nell'area dell'euro sono ben ancorate. Negli ultimi venti anni le aspettative di inflazione a più lungo termine dell'SPF si sono collocate fra l'1,8 e il 2,0 per cento, intervallo che poteva essere considerato sostanzialmente in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Inoltre, le

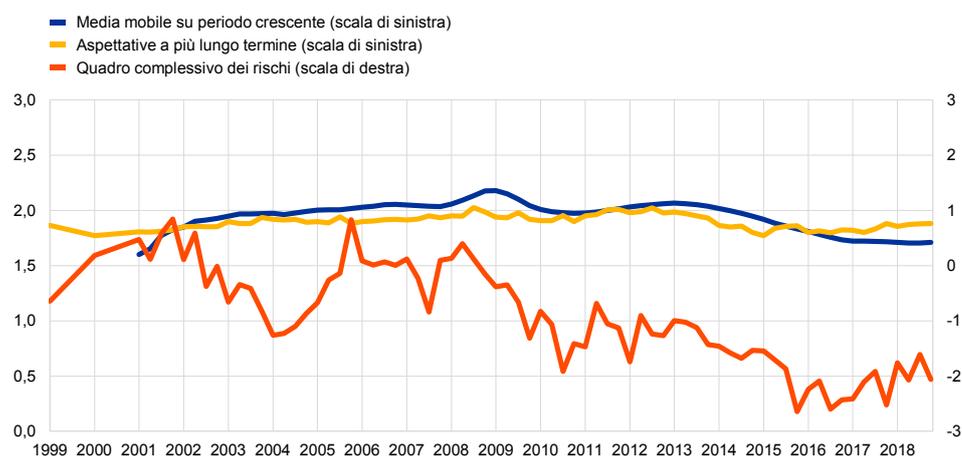
⁴⁰ Cfr. Ciccarelli, M. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

aspettative di più lungo termine sono state più stabili rispetto al tasso medio dell'inflazione misurata sullo IAPC, che altrimenti avrebbe potuto essere preso come punto di riferimento per una previsione semplicistica e retrospettiva (cfr. grafico 12). Negli ultimi anni, le aspettative di inflazione a più lungo termine hanno mostrato una graduale e costante ripresa rispetto ai bassi livelli registrati nel primo trimestre del 2015, ovvero nell'edizione dell'indagine che ha preceduto l'annuncio del programma di acquisto di attività del settore pubblico. Nel quarto trimestre dell'edizione 2018 l'aspettativa a più lungo termine per l'inflazione misurata sullo IAPC si attestava all'1,9 per cento, mentre quella a più lungo termine per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici, dei beni alimentari, delle bevande alcoliche e del tabacco si collocava all'1,8 per cento. Tuttavia, il quadro complessivo dei rischi per le aspettative di inflazione di lungo termine elaborato dai previsori, sebbene in miglioramento, continua a rimanere palesemente orientato al ribasso, come è sempre stato a partire dal brusco calo dell'inflazione sui dodici mesi verificatosi nella seconda metà del 2008.

Grafico 12

Aspettative di inflazione a più lungo termine e quadro complessivo dei rischi ad esse collegato

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: indicatore del quadro complessivo dei rischi)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

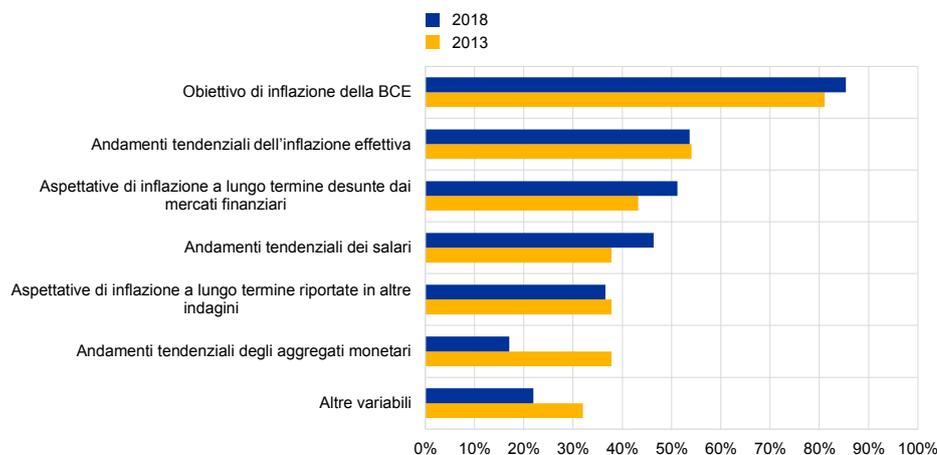
Note: la serie statistica della media mobile su un periodo crescente indica il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC da gennaio 1999 fino alla data indicata sull'asse delle ascisse. Valori negativi per i rischi complessivi indicano che il quadro complessivo è orientato al ribasso, mentre valori positivi indicano che il quadro complessivo è orientato verso l'alto.

L'obiettivo di inflazione della BCE rimane il fattore chiave nell'informare le aspettative di lungo periodo dei partecipanti all'SPF. Nell'indagine speciale 2018 è stata ripetuta una domanda già posta nel 2013, con la quale si chiedeva agli intervistati quali informazioni utilizzassero per elaborare le proprie aspettative di inflazione a lungo termine. In confronto all'indagine precedente si è osservato un aumento considerevole del numero di intervistati che hanno indicato l'obiettivo di inflazione della BCE, gli andamenti tendenziali delle misure delle aspettative di inflazione desunte dai mercati finanziari e quelli dei salari, mentre è diminuito considerevolmente il numero di risposte che hanno indicato gli andamenti tendenziali degli aggregati monetari e altre variabili (cfr. grafico 13). Poiché gli andamenti tendenziali dell'inflazione effettiva, dei salari e delle aspettative di mercato a più lungo termine hanno evidenziato un chiaro indebolimento negli ultimi anni, il ruolo dell'obiettivo di inflazione come ancoraggio delle aspettative ha acquisito particolare rilievo.

Grafico 13

Fattori che informano le aspettative a più lungo termine dei partecipanti all'SPF

(percentuale degli intervistati)



Fonti: SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la risposta "variabili di bilancio" non era stata indicata come possibile risposta nel 2013, sebbene le variabili di bilancio fossero state menzionate da alcuni intervistati che avevano optato per "altre variabili". Questa opzione è quindi ricompresa in "altre variabili" anche nei dati relativi al 2018. La somma delle percentuali non è pari a 100 poiché gli intervistati potevano indicare più di un fattore.

6 Osservazioni conclusive

La Survey of Professional Forecasters della BCE è l'indagine più trasparente, di più ampio respiro e di maggiore durata dell'economia dell'area dell'euro nel suo complesso. In particolare, rispetto ad altre indagini, nell'SPF le funzioni di distribuzione delle probabilità rendono possibile una valutazione quantitativa esaustiva dei rischi percepiti e dell'incertezza sulle prospettive economiche. Ciò fornisce un'ulteriore dimensione di grande valore, che integra le previsioni puntuali e concorre a una valutazione economica più completa delle informazioni raccolte grazie all'indagine trimestrale, ad esempio nell'esaminare la velocità e la natura del processo di normalizzazione dell'economia che ha fatto seguito alla crisi finanziaria.

È inoltre utile come verifica incrociata non solo dei profili delle proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE, ma anche delle relazioni economiche fondamentali su cui queste si basano. I venti anni dell'indagine hanno dato origine a un ricco insieme di dati che può essere usato per affrontare questioni economiche di attualità e contribuire a informare il dibattito sulla politica monetaria. Ad esempio, se si considerano i dati dell'SPF per diverse variabili prese congiuntamente, si può dedurre quale sia, dal punto di vista della comunità dei previsori professionali, l'evoluzione delle relazioni tra le variabili chiave, come la crescita e l'inflazione oppure la disoccupazione e la crescita salariale. L'SPF, quindi, continua ancor oggi a rivelarsi utile ai fini dell'analisi economica e centrale per le discussioni sui temi di politica monetaria, tanto quanto lo era venti anni or sono, al tempo della sua prima introduzione.

a cura di Mario Alloza, Bogdan Cozmanca, Marien Ferdinandusse e Pascal Jacquinot

Il presente articolo descrive i principali canali di trasmissione attraverso i quali le politiche fiscali nazionali si propagano agli altri paesi all'interno di un'unione monetaria e indaga la loro dimensione quantitativa ricorrendo a modelli diversi. Nell'ambito dell'Unione economica e monetaria (UEM), gli effetti di spillover (ovvero gli effetti di propagazione) tra bilanci sono rilevanti per una valutazione accurata del quadro congiunturale dei paesi dell'area dell'euro, nonché per le discussioni sulla variazione coordinata dell'orientamento delle politiche di bilancio e sulla capacità di bilancio nell'area dell'euro. Il presente articolo si concentra sugli effetti indiretti delle politiche espansive basate sulla spesa nei maggiori paesi dell'area dell'euro presentando due esercizi complementari. Il primo è un'analisi empirica degli effetti di propagazione basata su una serie di dati nuova e dettagliata relativa ai maggiori paesi dell'area dell'euro; il secondo usa un modello di equilibrio generale multi-paese con una ricca definizione delle politiche fiscali e la possibilità di analizzare l'effetto indiretto sull'interscambio. Ne emerge che tra i maggiori paesi dell'area dell'euro gli effetti di spillover tra i bilanci sono eterogenei ma in genere positivi. La risposta dei tassi di interesse alle politiche fiscali espansive è una determinante importante dell'entità di tali effetti indiretti.

1 Introduzione

Le ricadute transnazionali delle politiche di bilancio hanno ricevuto un'attenzione crescente negli ultimi anni. La comprensione dell'impatto delle

politiche fiscali di un paese sul prodotto negli altri Stati membri dell'unione monetaria riveste inevitabilmente grande interesse per la banca centrale che definisce la politica monetaria unica, in quanto le permette una stima più accurata degli andamenti economici dell'area dell'euro, che confluisce nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Gli effetti di propagazione tra bilanci dovrebbero inoltre essere presi in considerazione nel valutare l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio dell'area dell'euro⁴¹. La loro dimensione è infine importante per valutare gli effetti di stabilizzazione delle politiche di bilancio nazionali. Se tali effetti sono contenuti, l'esistenza di una funzione centralizzata di bilancio a sostegno degli stabilizzatori economici nazionali potrebbe accrescere la capacità di resistenza dell'Unione economica e monetaria (UEM) al verificarsi di shock macroeconomici su vasta scala⁴².

Le politiche di bilancio nazionali si propagano agli altri paesi attraverso canali diversi. L'interscambio commerciale è un canale di trasmissione transnazionale importante, dal momento che una politica fiscale espansiva in un paese fa aumentare le sue importazioni dall'estero. L'espansione di bilancio potrebbe anche provocare un aumento dei prezzi interni e del tasso di cambio effettivo reale, rafforzando gli effetti di

⁴¹ Per maggiori informazioni sul dibattito relativo all'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel n. 4/2016 di questo Bollettino, e Bankowski, K. e Ferdinandusse, M. (2017) "Euro area fiscal stance", *Occasional Paper Series*, BCE, n. 182, 2017.

⁴² Per un'analisi della condivisione dei rischi nell'UEM, cfr. Cimadomo, J. Hauptmeier, S., Palazzo, A.A. e Popov, A. *Condivisione dei rischi nell'area dell'euro* nel n. 3/2018 di questo Bollettino.

spillover, per via della perdita di competitività del paese in cui si dispiega lo stimolo rispetto alle altre economie. Date le implicazioni per i prezzi, è importante tenere in considerazione la risposta della politica monetaria. È possibile che talvolta i tassi di interesse non reagiscano alle variazioni dei prezzi che derivano dalle iniziative fiscali, ad esempio, se l'economia è vincolata dal limite inferiore effettivo⁴³.

La letteratura empirica sugli effetti di spillover tra bilanci è relativamente poco sviluppata. Anche se negli ultimi anni il numero degli studi empirici sull'entità degli effetti di propagazione tra bilanci è cresciuto, tali studi sono tuttora poco numerosi e i loro risultati non sono facilmente comparabili. Il fatto che gli shock di bilancio siano identificati in maniera diversa e che i risultati siano presentati attraverso indicatori diversi aumenta la difficoltà nel generalizzare i risultati riscontrati in letteratura. Uno degli scopi del presente articolo è passare in rassegna i principali studi empirici su questo tema. Per semplicità nella nostra analisi si ipotizza un'espansione fiscale incentrata sulla spesa⁴⁴.

Le stime relative agli effetti di spillover della spesa pubblica tendono a essere positive, ma in genere contenute. Vari studi hanno stimato gli effetti di propagazione tra bilanci riconducibili a un aumento della spesa pubblica esaminando il canale dell'interscambio per un campione di paesi. Ad esempio, sulla base dei dati annuali raccolti dal 1965 al 2004, Beetsma, Giuliodori e Klaassen stimano che un'espansione fiscale incentrata sulla spesa pari all'1 per cento del PIL in Germania induca un aumento medio dello 0,15 per cento del prodotto delle altre economie europee dopo due anni; la stima dell'impatto di un'espansione analoga in Francia è pari allo 0,08 per cento⁴⁵. Usando i dati trimestrali raccolti tra il 2000 e il 2016 per 55 paesi, il Fondo monetario internazionale (FMI) riferisce che un aumento nella spesa pubblica pari all'1 per cento del PIL di una delle principali economie avanzate di media dimensione ha una ricaduta media dello 0,15 per cento del PIL su un paese destinatario di medie dimensioni nel corso del primo anno⁴⁶. Gli effetti di spillover tra i bilanci delle grandi economie appartenenti all'OCSE riscontrati da Auerbach e Gorodnichenko risultano sostanzialmente in linea con i dati dell'FMI⁴⁷.

Le stime relative agli effetti di spillover sono eterogenee. L'entità stimata degli effetti indiretti varia. Tale eterogeneità dipende dai rapporti commerciali, dallo stato dell'economia e dalla risposta della politica monetaria. Beetsma et al. rilevano effetti di propagazione dalla Germania pari allo 0,4 per cento circa del PIL dopo due anni su

⁴³ Questa analisi non prende in considerazione le misure non convenzionali di politica monetaria che sono in grado di allentare i vincoli del limite inferiore effettivo.

⁴⁴ Si stima che gli effetti di spillover derivanti da variazioni delle entrate fiscali, che esulano dall'analisi presentata in questo articolo, siano considerevolmente inferiori rispetto a quelli derivanti dalla spesa pubblica, perché una riduzione delle imposte incide sulla domanda aggregata attraverso le decisioni di risparmio e di spesa delle famiglie e delle imprese, che si traduce in maggior sfasamento e in una maggiore incertezza rispetto all'effetto diretto di un aumento nella spesa pubblica. Per una rassegna dei canali di trasmissione degli effetti di propagazione tra bilanci e del loro impatto macroeconomico nel consolidamento dei conti pubblici dei paesi dell'area dell'euro tra il 2010 e il 2013, cfr. Attinasi, M.G., Lalik, M. e Vetlov, I., "Fiscal spillovers in the euro area: a model-based analysis", *Working Paper Series*, n. 2040, BCE, 2017.

⁴⁵ Cfr. Beetsma, R., Giuliodori, M. e Klaassen, F., "Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis", *Economic Policy*, vol. 21, n. 48, 2006, pagg. 640–687.

⁴⁶ Cfr. Fondo monetario internazionale, "Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?", *World Economic Outlook*, 2017.

⁴⁷ Cfr. Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y., "Output Spillovers from Fiscal Policy", *American Economic Review*, vol. 103, n. 3, 2013, pagg. 141–146. Per un confronto tra i risultati dello studio dell'FMI e quello di Auerbach e Gorodnichenko, cfr. Blagrove, P., Ho, G., Koloskova, K. e Vesperi, E., "Fiscal Spillovers: The Importance of Macroeconomic and Policy Conditions in Transmission", *Spillover Notes*, n. 11, Fondo monetario internazionale, 2017.

piccole economie aperte che confinano via terra con il paese, come Austria, Belgio e Olanda. Auerbach e Gorodnichenko riscontrano effetti particolarmente marcati nelle fasi recessive e abbastanza contenuti in quelle di espansione. Secondo lo studio dell’FMI, nel caso in cui la politica monetaria abbia raggiunto il suo limite inferiore effettivo gli effetti di spillover risultano fino a quattro volte superiori (0,3 per cento dopo un anno) rispetto ai periodi normali (0,08 per cento)⁴⁸.

Alcuni studi che fanno uso di modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSGE) forniscono informazioni aggiuntive sugli effetti di spillover fra bilanci.

Complessi modelli DSGE multi-paese possono fornire maggiori informazioni sulle determinanti degli effetti di propagazione tra bilanci rispetto a metodi empirici come quelli vettoriali autoregressivi (VAR), che comprendono vari effetti di cui è difficile isolare il singolo contributo. Tuttavia, i modelli DSGE comportano il limite di imporre assunzioni restrittive, che potrebbero essere talvolta carenti di solidi fondamenti empirici. Rispetto alle stime basate sui VAR, gli studi basati su tali modelli riscontrano spesso effetti di spillover più contenuti in circostanze normali, ed effetti più marcati quando i tassi di interesse non vengono adeguati⁴⁹. Questo dipende in parte dal fatto che i modelli strutturali includono solo gli effetti indiretti che si esplicano attraverso il commercio, mentre i modelli VAR includono anche altri effetti, come quelli di propagazione finanziaria.

2 Stime empiriche

La presente sezione illustra nuove stime degli effetti di spillover tra bilanci originati dai maggiori paesi dell’area dell’euro. A tal fine, vengono identificati gli shock esogeni dal lato della spesa pubblica per i singoli paesi e viene analizzato il loro effetto dinamico sull’attività economica degli altri⁵⁰.

2.1 Dati e metodologia

Le stime si basano su una nuova serie di dati relativa ai paesi dell’area dell’euro. Un esame degli effetti di spillover tra bilanci basato sui metodi di analisi delle serie temporali richiede l’uso di dati comparabili, estesi e dettagliati. Tuttavia, per i paesi dell’area dell’euro, i dati relativi a molte delle variabili di bilancio necessarie sono disponibili con frequenza trimestrale solo dal periodo compreso tra la metà e la fine degli anni ‘90. Questo problema viene risolto assemblando una nuova serie di dati a cadenza trimestrale per Germania, Francia, Italia, Spagna e l’area dell’euro nel suo complesso, che va dal primo trimestre del 1980 al quarto trimestre del 2015, in linea con i dati Eurostat (nell’attuale regime di contabilità SEC 2010). In particolare, usando un modello a componenti non osservate che combina sia la contabilità nazionale annuale e trimestrale sia gli indicatori mensili, è possibile stimare le variabili di bilancio

⁴⁸ Si ritiene che tassi di interesse appartenenti al quartile inferiore della distribuzione rappresentino il limite inferiore effettivo.

⁴⁹ Cfr. ad esempio, Fondo monetario internazionale, “Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?”, *World Economic Outlook*, 2017, e In ‘t Veld, J., “Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers”, *Economic Briefs*, n. 16, Affari economici e finanziari, Commissione europea, 2016.

⁵⁰ Per maggiori informazioni sulla metodologia e sui risultati delle stime presentate nella presente sezione, cfr. Alloza, M., Burriel, P. e Pérez, J.J., “Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers”, *Documentos de Trabajo*, n. 1820, Banco de España, 2018.

a frequenza trimestrale mantenendo la coerenza con gli aggregati ufficiali annuali. Questo quadro tiene conto delle caratteristiche rilevanti dei dati, come i diversi andamenti stagionali⁵¹.

La serie di dati così ricavata contiene le misure disaggregate della spesa (e delle entrate) di bilancio per ciascuno dei quattro paesi e per l'area dell'euro nel suo complesso. Tale scomposizione permette di separare le componenti della spesa pubblica sulla base della loro sensibilità alle condizioni economiche. Nell'analisi che segue, la spesa pubblica aggregata comprende elementi che non dipendono dal ciclo economico, in particolare i consumi e gli investimenti delle amministrazioni pubbliche, mentre vengono esclusi gli elementi che risentono del ciclo economico come i trasferimenti⁵².

La strategia empirica consta di tre fasi. In una prima fase, si stimano i modelli VAR di ciascun paese sulla base (del logaritmo) delle entrate fiscali nette reali, della spesa pubblica, del prodotto, del deflatore del PIL e del livello del tasso di interesse decennale. L'ipotesi di fondo è che per attuare politiche fiscali in risposta a un cambiamento del contesto economico occorra più di un trimestre. È così possibile identificare gli shock strutturali alla spesa pubblica (ovvero le misure di bilancio non collegate di pari passo alle condizioni economiche)⁵³. In una seconda fase, facendo uso delle proiezioni locali, si traccia la reazione dinamica dell'attività economica in un paese a uno shock alla spesa pubblica che ha avuto origine altrove⁵⁴. Questo quadro permette di stimare l'effetto bilaterale delle misure fiscali per ciascuna coppia di paesi. In una terza fase, le stime basate sulle relazioni bilaterali vengono combinate in due statistiche riassuntive.

Gli effetti di spillover vengono riassunti in effetti sul paese di destinazione e effetti sul paese di origine. Gli effetti di spillover sul paese di destinazione misurano le ripercussioni su un paese destinatario di uno shock simultaneo dal lato della spesa che ha avuto origine in tutti gli altri paesi dell'area dell'euro. Sono calcolati come rapporto tra la somma (cumulata) dell'impatto totale sul prodotto di un paese delle misure di bilancio attuate dagli altri paesi e la somma dei rispettivi effetti a livello nazionale nei paesi che hanno adottato le misure⁵⁵. Gli effetti di spillover dal paese di origine sono definiti come rapporto tra l'impatto sulla produzione (inteso come valore medio ponderato per il prodotto) nei paesi destinatari e quello sul prodotto del paese in

⁵¹ Per Germania e Italia le informazioni ufficiali provenienti dalle statistiche sui conti trimestrali non finanziari per l'amministrazione pubblica (SEC 2010 e SEC 95) vengono combinate ed estese retrospettivamente usando le informazioni di bilancio intra-annuali mensili e le statistiche annuali ufficiali. Per la Spagna e l'area dell'euro, i dati, costruiti in base alla metodologia descritta sopra e anch'essi coerenti con le contabilità nazionali, sono ottenuti, rispettivamente, dalle versioni aggiornate di de Castro, F., Martí, F., Montesinos, A., Pérez, J.J. e Sánchez-Fuentes, A.J., "A quarterly fiscal database fit for macroeconomic analysis", *Review of Public Economics*, vol. 224, n. 1, 2018, pagg. 139-155, e di Paredes, J., Pedregal, D.J. e Pérez, J.J., "Fiscal policy analysis in the euro area: Expanding the toolkit", *Journal of Policy Modeling*, vol. 36, n. 5, 2014, pagg. 800-823. I dati per la Francia sono ottenuti direttamente da Eurostat.

⁵² Le variabili nominali sono convertite in termini reali utilizzando il deflatore del PIL.

⁵³ Cfr. Blanchard, O. e Perotti, R., "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n. 4, 2002, pagg. 1329-1368.

⁵⁴ Cfr. Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, 2005, pagg. 161-182.

⁵⁵ Gli effetti di spillover sul paese di destinazione rappresentano la risposta a un aumento simultaneo pari a 1 euro negli altri paesi presi in esame, che risulta sommando allo stesso tempo l'effetto di diversi shock di bilancio. È probabile quindi che i risultati derivanti da questa specificazione indichino un limite superiore.

cui si è verificato lo shock dal lato della spesa pubblica. Questa statistica indica l'entità della propagazione che ciascun paese è in grado di generare singolarmente.

2.2 Risultati

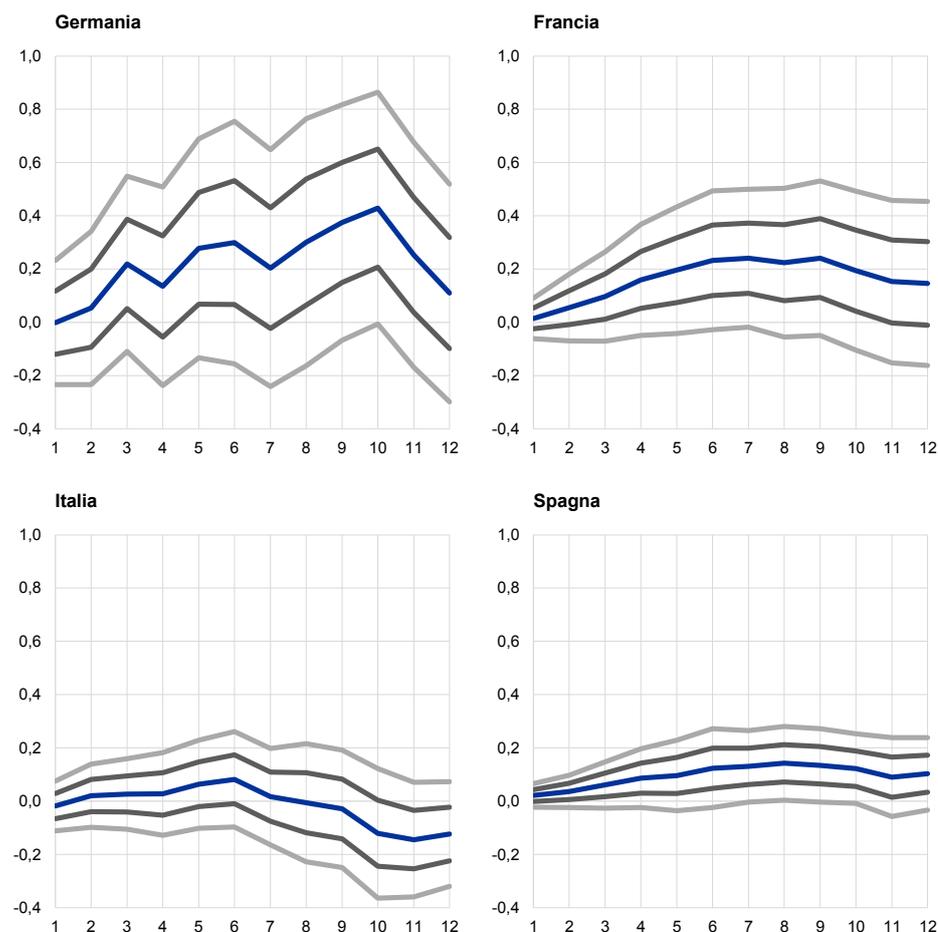
Dai risultati emerge che gli effetti di propagazione tra bilanci nell'area dell'euro sono positivi. Il grafico 1 traccia per ciascuna delle quattro economie la risposta in termini di PIL agli incrementi della spesa pubblica negli altri paesi (ossia l'effetto di spillover sul paese di destinazione). La linea blu mostra la risposta in termini di prodotto nel paese destinatario agli shock dal lato della spesa pubblica nei paesi di origine. Sommando tali effetti sul prodotto e dividendoli per la risposta cumulata della spesa pubblica nei paesi da cui parte lo stimolo (non riportata) si ottiene una misura direttamente confrontabile con il moltiplicatore di un'espansione fiscale interna. Ad esempio, l'effetto di spillover cumulato sulla Francia dopo due anni è pari a 0,72: un aumento simultaneo della spesa pubblica di Germania, Italia e Spagna pari a un euro si tradurrebbe in un aumento del prodotto francese pari a 0,72 euro dopo due anni.

Grafico 1

Stime empiriche degli effetti di spillover (per paese di destinazione)

Risposta del prodotto a un aumento simultaneo della spesa pubblica negli altri paesi

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: variazione percentuale)



Fonte: Alloza et al, 2018.

Nota: le linee blu mostrano la risposta del prodotto; le linee grigio scuro e grigio chiaro rappresentano gli intervalli di confidenza Newey-West al 68 e al 95 per cento.

I risultati sono comparabili a quelli degli studi empirici precedenti. Considerando i risultati ponderati per il prodotto del grafico 1, la media degli effetti di spillover sui grandi paesi di destinazione dell'area dell'euro nel primo, secondo e terzo anno si attesta rispettivamente intorno a 0,09, 0,46 e 0,60. Tali risultati sono lievemente inferiori ma sostanzialmente analoghi a quelli riscontrati da Auerbach e Gorodnichenko, ai quali sono comparabili sotto il profilo metodologico.

Le dinamiche, l'entità e la significatività degli effetti di spillover sul paese di destinazione variano tra paesi. Francia e Spagna mostrano andamenti simili, con effetti di propagazione che diventano positivi con un livello di significatività pari al 68 per cento alla fine del primo anno. In questi due casi le dinamiche sono simili: nel primo anno un valore pari a circa 0,2-0,3 e nel secondo un valore cumulato pari a 0,6-0,7 circa. Anche l'andamento dell'effetto di spillover sulla Germania è positivo e crescente, ma con valori che raggiungono un livello di significatività pari al 68 per cento solo nel terzo anno. L'entità dell'effetto riscontrato in Germania, per quanto solo marginalmente significativo, sembra maggiore che negli altri paesi presi in esame, con un effetto di propagazione sulla destinazione pari allo 0,6 alla fine del primo anno. Si stima che l'effetto di spillover sull'Italia sia il più contenuto e non significativamente diverso da zero. Applicando un livello di confidenza pari al 95 per cento, gli effetti di propagazione tra bilanci positivi sarebbero significativi solo nel caso della Spagna.

Si riscontrano effetti di spillover positivi anche per aumenti della spesa avvenuti in un solo paese. Anche analizzando tali effetti dal punto di vista di un paese che intraprende un'espansione fiscale, ossia gli effetti di spillover dal paese di origine, i risultati (qui non riportati) sono eterogenei ma segnalano ricadute positive tra i bilanci dei grandi paesi dell'area dell'euro⁵⁶.

3 Analisi degli effetti di spillover basata su un modello DSGE multi-paese

La presente sezione presenta le simulazioni basate su un modello DSGE multi-paese: il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale (Euro Area and Global Economy, EAGLE). Il modello è calibrato singolarmente per i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna), per il resto dell'area dell'euro e per il resto del mondo⁵⁷. Al pari del nuovo modello dell'area New-Area-Wide Model della Banca centrale europea, il modello EAGLE è fondato su microdati e integra una serie di ipotesi riguardo alle rigidità nominali dei salari e dei prezzi, all'accumulazione del capitale, e al commercio internazionale di beni e obbligazioni. Per la sua dimensione mondiale, il modello è particolarmente adatto a valutare gli effetti di spillover transnazionali. Tutte le regioni scambiano fra loro beni intermedi, e le stime sui flussi commerciali bilaterali sono basate sulle medie storiche recenti. Nel modello il mercato internazionale delle attività finanziarie è limitato a

⁵⁶ Per i risultati, cfr. Alloza, M. et al (2018). Si stima che gli effetti di spillover positivi per paese di origine riconducibili alla spesa pubblica siano più marcati in Italia e Spagna che non in Germania, ma che non siano significativi per la Francia. Gli effetti di propagazione per paese di origine sono più marcati per gli investimenti pubblici rispetto a quelli originati dai consumi pubblici.

⁵⁷ Il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale (EAGLE) è un modello dinamico di equilibrio generale multi-paese dell'area dell'euro sviluppato da un gruppo SEBC composto da personale di Banca d'Italia, Banco de Portugal e BCE. Cfr. Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29, n. 5, 2012, pagg. 1686-1714.

obbligazioni denominate in dollari statunitensi il cui valore nominale di rimborso non è condizionato da eventi esterni (non-contingent bonds).

Viene qui utilizzata una versione che include numerose informazioni relative alle politiche fiscali⁵⁸. Si ipotizza che le famiglie traggano utilità dal consumo di un bene composito costituito da beni di consumo pubblici e privati e che lo stock di capitale pubblico influisca sul processo produttivo. Inoltre, in ciascun paese, il debito pubblico viene stabilizzato applicando una regola fiscale che induce l'aggiustamento endogeno degli strumenti di bilancio quando il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si discosta dal suo obiettivo.

I paesi dell'area dell'euro hanno il tasso di cambio nominale e il tasso di interesse nominale in comune. La banca centrale definisce il tasso di interesse nominale a breve termine interno applicando una regola di Taylor standard, in risposta all'inflazione dei beni al consumo e all'attività reale per l'insieme dell'area. La regione residua – il resto del mondo – ha un suo tasso di interesse nominale e un suo tasso di cambio nominale.

Le simulazioni si concentrano separatamente sui consumi e sugli investimenti pubblici. Le due sezioni seguenti mostrano gli effetti di spillover nell'arco di due anni originati da misure di stimolo fiscale incentrate sulla spesa e finanziate mediante ricorso al debito, utilizzando due specificazioni alternative: nella prima, i tassi di interesse sono definiti secondo la regola di Taylor; nella seconda, i tassi di interesse restano invariati. Sono riportati separatamente i risultati per i consumi e gli investimenti pubblici.

3.1 Effetti di spillover per origine e per destinazione

Nel caso in cui i tassi di interesse seguano le indicazioni della regola di Taylor, gli effetti di spillover dal paese di origine sono positivi ma contenuti. Il riquadro di sinistra nel grafico 2 mostra gli effetti di propagazione sul resto dell'area, sia in termini di investimenti pubblici che di consumi, di misure di stimolo fiscale adottate in un grande paese dell'area dell'euro pari all'1 per cento del PIL nominale della durata di due anni⁵⁹. Nonostante una certa eterogeneità tra i paesi, sia nell'effetto a livello nazionale (mostrato sull'asse delle ascisse) sia nell'effetto sugli altri paesi (sull'asse delle ordinate), gli effetti di spillover (calcolati come rapporto tra la risposta in termini di PIL del paese di destinazione rispetto a quella del paese dove le misure sono state adottate) sono in media inferiori allo 0,1 nei due anni successivi allo shock.

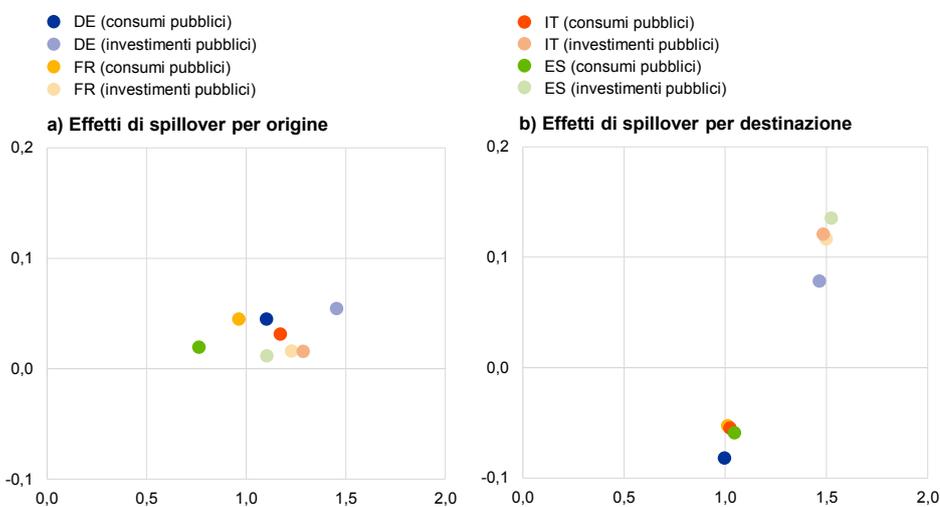
⁵⁸ Cfr. Clancy, D., Jacquinot, P. e Lozej, M., "Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union", *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, 2016, pagg. 305-326.

⁵⁹ In questa simulazione e nelle successive effettuate sulla base del modello, l'entità delle misure di stimolo (1 per cento del PIL del paese o dei paesi che le adottano) è stata scelta per praticità di interpretazione dei risultati.

Grafico 2

Simulazioni degli effetti di spillover fra bilanci effettuate sulla base del modello (con aggiustamento dei tassi di interesse)

(asse delle ascisse: variazione percentuale media su due anni del PIL del paese (o dei paesi) da cui sono adottate le misure di stimolo fiscale; asse delle ordinate: variazione percentuale media su due anni del PIL del paese destinatario)



Fonte: modello EAGLE.

Note: il riquadro di sinistra mostra gli effetti di spillover dal paese di origine, ossia l'impatto generato da un aumento nei consumi o negli investimenti pubblici pari all'1 per cento del PIL della durata di due anni in un paese sul proprio prodotto (asse delle ascisse) e sul prodotto degli altri (asse delle ordinate). Il riquadro di destra mostra gli effetti di spillover sul paese di destinazione, ossia l'impatto generato da un aumento simultaneo in tutti i paesi tranne uno nei consumi o negli investimenti pubblici pari all'1 per cento del PIL della durata di due anni sul prodotto dei paesi stessi (asse delle ascisse) e su quello del paese destinatario degli effetti di propagazione (asse delle ordinate).

Anche gli effetti di spillover per destinazione sono contenuti. Il riquadro di destra nel grafico 2 mostra gli effetti di propagazione su un paese grande originati da misure di stimolo fiscale simultanee pari all'1 per cento del PIL della durata di due anni negli altri paesi. Per gli investimenti pubblici gli effetti di spillover risultano appena superiori a 0,1. Per i consumi pubblici gli effetti di spillover sul paese di destinazione sono, in media, lievemente negativi durante i primi due anni, soprattutto perché l'effetto sulla domanda delle misure di stimolo è compensato dall'impatto restrittivo dei tassi di interesse più alti applicati a tutti i paesi dell'unione monetaria. Anche la dimensione relativa del paese è rilevante: gli effetti di spillover sulla Spagna sono leggermente più marcati di quelli sulla Germania, dal momento che i primi discendono da misure di stimolo pari all'1 per cento del PIL in tutti i paesi ad eccezione della Spagna e i secondi da un'espansione fiscale pari all'1 per cento del PIL di tutti i paesi tranne la Germania.

Gli effetti di spillover sui paesi di destinazione non sono identici alla somma degli effetti di spillover sui paesi di origine. Sia l'effetto a livello nazionale sul prodotto nei paesi che adottano le misure di stimolo che gli effetti di propagazione risultano più vicini fra loro. Una delle cause è che l'impatto sui prezzi e sull'attività economica di misure di stimolo simultanee è maggiore e innesca una risposta in termini monetari relativamente più forte rispetto a misure adottate in un singolo grande paese dell'area dell'euro.

In assenza di una risposta dei tassi di interesse dell'area dell'euro agli shock di bilancio, gli effetti di spillover per origine e per destinazione sono positivi, e molto più marcati rispetto a quelli che si riscontrano nel caso in cui ci sia una risposta di politica monetaria. Se per due anni i tassi di interesse non vengono adeguati, gli effetti di spillover dal paese di origine oscillano tra lo 0,07 per un aumento

pari all'1 per cento del PIL nei consumi pubblici spagnoli e lo 0,25 per un aumento simile negli investimenti pubblici tedeschi (cfr. il riquadro di sinistra del grafico 3). Tali effetti di propagazione sono pari a circa sei volte quelli registrati in presenza di una risposta dei tassi di interesse. Un incremento altrettanto marcato emerge per gli effetti di spillover sul paese di destinazione basati sugli investimenti (cfr. il riquadro di destra nel grafico 3). La sensibilità degli effetti di spillover su Francia, Italia e Spagna alla reazione dei tassi di interesse è ancor più marcata per misure di stimolo basate sui consumi pubblici, il cui effetto, partendo da un valore negativo, raggiunge un valore superiore a 1⁶⁰.

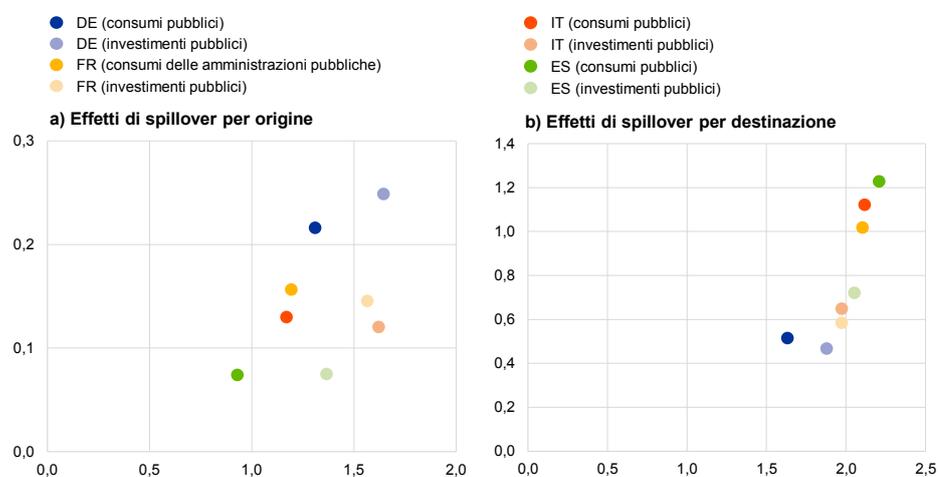
Le simulazioni effettuate sulla base del modello confermano in larga misura le stime empiriche presentate sopra. In presenza di una risposta in termini di tassi di interesse, gli effetti di spillover sono in genere positivi ma contenuti, e maggiori per gli investimenti che per i consumi. Nel comparare le simulazioni effettuate sulla base del modello con le stime empiriche degli effetti di propagazione per destinazione, occorre tener conto del fatto che queste ultime si basano su dati che coprono regimi di politica monetaria diversi e caratterizzati dall'assenza di un coordinamento delle politiche di bilancio (ad eccezione del periodo della crisi del 2009-2010). Gli effetti di spillover piuttosto marcati sulla Germania ricavati empiricamente potrebbero riflettere in parte il fatto che i momenti di espansione fiscale negli altri grandi paesi dell'area dell'euro hanno comportato meno frequentemente un aumento dei tassi di interesse, a causa del regime di cambi fissi ancorati al marco tedesco prima dell'introduzione dell'UEM o, a partire dall'introduzione di una politica monetaria comune, per via del loro peso più contenuto nell'economia dell'area.

⁶⁰ L'esercizio si applica solo agli shock di bilancio e non tiene conto di altri shock che possano orientare le indicazioni prospettiche, come la riduzione della domanda privata e i vincoli creditizi per famiglie e imprese conseguenti a una crisi economica. In un'ottica di più lungo periodo, è lecito attendersi che un aumento degli investimenti pubblici concorra alla capacità produttiva dell'economia in termini maggiori rispetto ai consumi pubblici. Per un'analisi qualitativa delle finanze pubbliche, cfr. l'articolo [La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro](#), nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

Grafico 3

Simulazioni degli effetti di spillover tra bilanci effettuate sulla base del modello (senza aggiustamento dei tassi di interesse)

(asse delle ascisse: variazione percentuale media su due anni nel PIL del paese (o dei paesi) da cui sono state adottate le misure di stimolo fiscale; asse delle ordinate: variazione percentuale media su due anni nel PIL del paese destinatario)



Fonte: modello EAGLE.

Note: il riquadro di sinistra mostra gli effetti di spillover dal paese di origine, ossia l'impatto generato da un aumento nei consumi o negli investimenti pubblici pari all'1 per cento del PIL della durata di due anni in un paese sul proprio prodotto (asse delle ascisse) e sul prodotto degli altri (asse delle ordinate). Il riquadro di destra mostra gli effetti di spillover sul paese di destinazione, ossia l'impatto generato da un aumento simultaneo in tutti i paesi tranne uno nei consumi o negli investimenti pubblici pari all'1 per cento del PIL della durata di due anni sul prodotto dei paesi stessi (asse delle ascisse) e su quello del paese destinatario degli effetti di propagazione (asse delle ordinate).

3.2 Analisi di sensibilità

I modelli strutturali risentono delle ipotesi concernenti l'andamento futuro della politica monetaria. Le simulazioni precedenti sono condotte ipotizzando previsioni perfette e mercati finanziari completi. L'implicazione di queste ipotesi è che l'autorità monetaria, le imprese e le famiglie conoscano e siano in grado di adeguarsi completamente alle variazioni future nell'orientamento monetario e di bilancio. È noto che, per tali caratteristiche, i modelli strutturali sono molto sensibili agli annunci relativi all'andamento futuro dei tassi di interesse, un fenomeno definito dalla letteratura teorica come "paradosso delle indicazioni prospettiche"⁶¹.

Anche gli effetti di spillover sono soggetti al paradosso delle indicazioni prospettiche. La sensibilità rispetto all'andamento futuro dei tassi di interesse non riguarda solo l'effetto a livello interno delle misure di stimolo fiscale, ma anche il rapporto fra gli effetti di spillover, ossia il rapporto tra la variazione percentuale media del PIL nel paese destinatario e la variazione percentuale nel PIL del paese che adotta le misure di stimolo. Un esempio relativo all'introduzione di misure di stimolo basate su investimenti pubblici in Germania mostra che tale rapporto cresce più che proporzionalmente quando le indicazioni relative all'andamento futuro dei tassi di interesse vengono prolungate di un anno (cfr. grafico 4). L'effetto si riduce notevolmente quando l'andamento dei tassi di interesse viene modellato come una

⁶¹ "I modelli monetari standard indicano che le indicazioni prospettiche di lungo periodo sono uno strumento estremamente potente: le promesse relative all'andamento dei tassi di interesse nel lungo periodo hanno un forte impatto sull'evoluzione corrente dell'economia, e tali ricadute aumentano al crescere dell'orizzonte delle indicazioni prospettiche": McKay, A., Nakamura, E. e Steinsson, J., "The Power of Forward Guidance Revisited", *American Economic Review*, vol. 106, n. 10, 2016, pagg. 3133-3158.

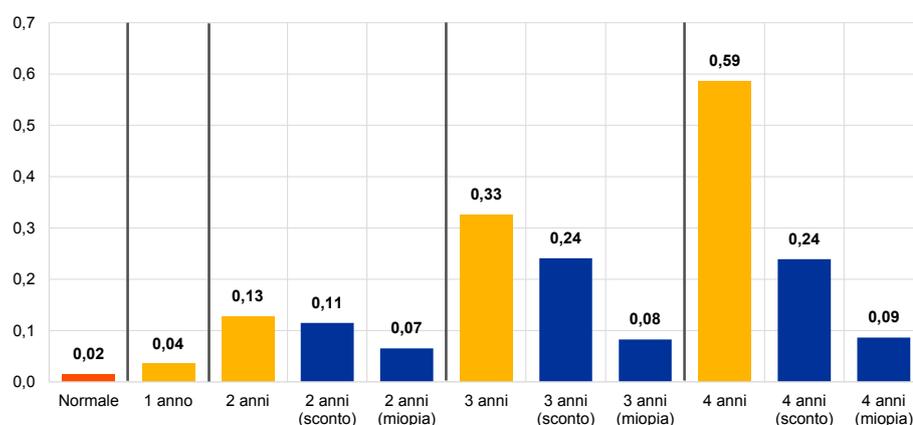
serie di annunci annuali (istogrammi contrassegnati con “miopia”) o quando le famiglie e le imprese nel modello scontano l’impatto futuro del tasso di interesse reale atteso sulle decisioni di consumo e investimento correnti (istogrammi contrassegnati con “sconto”)⁶². L’analisi di sensibilità suggerisce che l’entità degli effetti di spillover nel caso in cui i tassi di interesse non vengano modificati rispetto all’andamento previsto dovrebbe essere considerata come livello massimo, come mostrato nella sezione 3.2 e riscontrato in letteratura.

Grafico 4

Simulazioni degli effetti di spillover tra bilanci effettuate sulla base del modello (con diverse regole di politica monetaria)

I rapporti fra gli effetti di spillover rispetto agli altri paesi dell’area dell’euro a partire da un aumento degli investimenti pubblici in Germania

(variazione percentuale del PIL del paese destinatario in rapporto alla variazione percentuale del PIL tedesco)



Fonte: modello EAGLE.

Note: il grafico mostra i rapporti fra gli effetti di spillover medi per quattro anni di un aumento degli investimenti pubblici in Germania pari all’1 per cento del PIL della durata di quattro anni, con diverse regole di politica monetaria: nel caso di tassi di interesse che possono essere adeguati (istogrammi contrassegnati con “normale”) e nel caso di assenza di variazioni attese nei tassi di interesse nei vari orizzonti temporali (istogrammi contrassegnati dal numero di anni durante il quale i tassi di interesse non verranno adeguati). I tassi di interesse invariati attesi sono modellizzati come un annuncio una tantum (istogramma giallo), una serie di annunci annuali (istogrammi contrassegnati con “miopia”), o un annuncio una tantum con famiglie e imprese che scontano l’impatto futuro dei tassi di interesse reali sulle decisioni di consumo e investimento correnti (istogrammi contrassegnati con “sconto”).

4 Osservazioni conclusive

Il presente articolo analizza i principali canali di trasmissione attraverso i quali le politiche di bilancio nazionali si propagano agli altri paesi all’interno di un’unione monetaria. Le stime basate su una nuova serie di dati confermano i risultati degli studi precedenti sulla possibilità che le misure di bilancio abbiano ricadute positive sui maggiori paesi dell’area dell’euro. Le misure di spesa adottate in uno dei quattro maggiori paesi dell’area dell’euro hanno in genere un effetto di spillover positivo ma contenuto sugli altri paesi, che può diventare più significativo se più paesi intraprendono le misure di bilancio simultaneamente.

La dimensione contenuta degli effetti di spillover tra bilanci conferma la necessità di una capacità di bilancio centralizzata. La risposta dei tassi di interesse è una determinante importante dell’entità degli effetti di propagazione. Un

⁶² Cfr. McKay, A., Nakamura, E. e Steinsson, J., “The Discounted Euler Equation: A Note”, *Economica*, vol. 84, n. 336, 2017, pagg. 820-831.

esempio basato sulla regola di Taylor mostra che gli effetti di spillover sono contenuti se i tassi di interesse rispondono alle variazioni dell'inflazione e del prodotto che derivano dalle politiche di bilancio, ma vengono amplificati se non si prevede che i tassi di interesse rispondano agli shock di bilancio. Ciò conferma la necessità che i paesi appartenenti a un'unione monetaria conducano politiche di bilancio anticicliche nelle fasi espansive, così da costituire margini di bilancio e una solida posizione di bilancio da utilizzare per stabilizzare l'economia nelle fasi di flessione. Inoltre, l'entità in genere contenuta degli effetti di spillover tra bilanci suggerisce anche che una capacità di bilancio centralizzata può rappresentare un meccanismo importante per potenziare gli effetti della politica di bilancio a livello nazionale.

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	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	1,6	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016	3,8	2,2	1,8	1,9	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	2,5	1,0	.	1,7
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.	0,8	0,8	0,6	-0,6	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
2018 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.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,2
nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,9	2,1	0,3	1,9	1,6

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,30	-0,05
2018 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
dic.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-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	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,13	0,52	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 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
dic.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,13	0,52	-0,67	-0,45	0,44	1,17

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	
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2018 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
dic.	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4

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 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.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,06	5,72	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
nov. ^(p)	0,03	0,44	0,29	0,74	5,93	16,54	4,93	5,68	6,18	2,38	1,60	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		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 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	2,36	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	1,54	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
ott.	0,03	0,08	0,52	2,21	2,14	2,42	2,33	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
nov. ^(p)	0,03	0,07	0,63	2,18	2,20	2,40	2,34	1,67	1,61	1,69	1,20	1,36	1,68	1,66

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 giu.	1.307	523	177	.	90	458	59	388	157	71	.	43	82	36
lug.	1.313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
ago.	1.311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
set.	1.295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
ott.	1.280	525	171	.	92	439	54	411	183	66	.	46	77	38
nov.	1.271	517	167	.	89	445	52	353	154	58	.	36	74	31
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	.	1.155	6.684	641	220	62	53	.	18	78	8
2017	15.362	3.560	3.081	.	1.213	6.865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 giu.	15.540	3.572	3.137	.	1.220	6.990	620	229	64	71	.	14	72	7
lug.	15.555	3.570	3.133	.	1.228	7.003	621	220	54	55	.	16	87	8
ago.	15.563	3.578	3.142	.	1.211	7.010	622	131	50	38	.	2	38	3
set.	15.682	3.616	3.155	.	1.234	7.054	623	254	79	57	.	31	82	4
ott.	15.721	3.672	3.161	.	1.234	7.026	628	215	60	62	.	14	69	10
nov.	15.797	3.693	3.191	.	1.230	7.054	628	258	104	69	.	8	72	7

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	16.518,7	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	16.633,8	4.213,3	3.352,9	.	1.214,2	7.149,9	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6	
2017	16.602,9	4.079,8	3.236,5	.	1.283,1	7.303,6	699,8	7.954,8	612,5	1.249,5	6.092,8	
2018 giu.	16.846,9	4.095,3	3.313,9	.	1.310,1	7.447,8	679,8	7.959,8	543,5	1.267,0	6.149,3	
lug.	16.867,9	4.096,0	3.310,9	.	1.324,2	7.455,8	681,0	8.168,6	576,1	1.293,7	6.298,8	
ago.	16.874,5	4.102,6	3.320,1	.	1.306,6	7.457,7	687,5	8.020,0	521,1	1.282,6	6.216,3	
set.	16.976,4	4.146,9	3.333,7	.	1.323,3	7.497,7	674,8	7.955,8	543,5	1.294,0	6.118,4	
ott.	17.000,3	4.196,6	3.331,5	.	1.325,3	7.464,9	682,0	7.546,7	515,4	1.202,0	5.829,4	
nov.	17.068,1	4.210,3	3.358,7	.	1.318,9	7.499,3	680,8	7.475,1	512,1	1.179,3	5.783,7	
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	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 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	0,8	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6	
ago.	1,4	-0,2	1,4	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5	
set.	1,8	0,9	1,4	.	5,0	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5	
ott.	1,9	0,9	2,1	.	4,7	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6	
nov.	2,0	1,2	2,6	.	3,5	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5	

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 1° trim.	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2° trim.	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
3° trim.	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
4° trim.	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 lug.	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
ago.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
set.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
ott.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
dic.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2018 dic.	-0,6	-0,3	-0,4	0,1	0,1	-0,7	-0,3	1,9	-0,2	-0,1	-0,7	0,2
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2018 dic.	0,4	-1,8	0,7	0,3	3,1	-4,3	2,1	1,7	0,4	3,4	-3,4	-3,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2017 4° trim.	24.840,3	25.526,8	-686,5	10.675,3	8.735,2	8.550,4	10.967,5	-55,7	5.000,6	5.824,1	669,7	13.890,4
2018 1° trim.	24.898,2	25.761,3	-863,1	10.643,9	8.825,8	8.532,1	10.933,7	-75,8	5.124,8	6.001,8	673,2	14.134,5
2° trim.	25.526,6	26.196,4	-669,8	10.828,6	8.922,0	8.743,6	11.010,0	-83,1	5.347,4	6.264,4	690,0	14.369,5
3° trim.	25.832,2	26.425,6	-593,5	10.939,9	9.011,5	8.883,2	11.099,3	-61,4	5.396,5	6.314,8	673,9	14.450,1
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2018 3° trim.	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
<i>Transazioni</i>												
2017 4° trim.	91,9	-38,1	130,0	37,6	29,4	89,3	33,7	4,5	-41,3	-101,2	1,9	-
2018 1° trim.	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
2° trim.	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
3° trim.	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
2018 giu.	-77,1	-117,6	40,5	-9,1	-9,5	-4,9	32,9	11,3	-82,2	-141,0	7,9	-
lug.	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
ago.	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
set.	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
ott.	95,7	75,3	20,4	71,0	-2,7	-31,1	-16,3	1,7	54,8	94,3	-0,7	-
nov.	-87,7	-110,8	23,1	-102,3	-75,2	-45,3	-35,7	13,6	43,0	0,1	3,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2018 nov.	627,3	210,9	416,3	81,2	-201,7	159,5	137,4	94,4	272,2	275,2	20,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2018 nov.	5,5	1,8	3,6	0,7	-1,8	1,4	1,2	0,8	2,4	2,4	0,2	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2015	10.534,3	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4.866,6	4.392,3
2016	10.827,7	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,8	1.053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4.942,9	4.464,9
2017	11.206,0	10.682,9	6.058,2	2.279,5	2.302,8	1.121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5.295,5	4.772,5
2017 4° trim.	2.844,1	2.702,4	1.530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1.361,5	1.219,8
2018 1° trim.	2.865,2	2.725,4	1.543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1.357,4	1.217,7
2° trim.	2.889,4	2.757,3	1.553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1.379,2	1.247,1
3° trim.	2.904,4	2.788,1	1.562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1.392,3	1.276,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,4	0,2	0,2	1,3	0,1	2,7	1,9	-	-	2,2	1,8
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
3° trim.	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 4° trim.	2,7	1,4	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,6	-	-	6,4	3,7
2018 1° trim.	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
2° trim.	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
3° trim.	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 4° trim.	0,7	0,4	0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,3	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
3° trim.	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
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	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
3° trim.	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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	-1,2	1,4	2,5	1,5	3,0	-1,5	1,6	3,4	1,3	1,1
2018 1° trim.	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
2° trim.	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
3° trim.	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 4° trim.	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 1° trim.	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
2° trim.	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
3° trim.	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	0,2
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,6
2017 4° trim.	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 1° trim.	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
2° trim.	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	1,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,730	4,6	17,472	10,9	5,6	14,307	9,8	3,165	22,3	9,261	10,7	8,211	11,1	1,5
2016	162,028	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	14,764	9,1	4,4	12,096	8,1	2,668	18,8	7,636	8,7	7,128	9,5	1,9
2017 4° trim.	163,132	3,9	14,185	8,7	4,2	11,636	7,8	2,549	17,9	7,314	8,3	6,870	9,1	2,0
2018 1° trim.	162,591	4,0	13,926	8,5	4,2	11,422	7,7	2,505	17,6	7,185	8,2	6,741	8,9	2,1
2° trim.	163,180	3,9	13,505	8,3	3,9	11,065	7,4	2,439	17,1	6,972	7,9	6,533	8,6	2,1
3° trim.	163,709	3,6	13,172	8,1	3,6	10,742	7,2	2,430	16,9	6,822	7,8	6,350	8,4	2,1
2018 giu.	-	-	13,403	8,2	-	10,973	7,4	2,430	17,0	6,921	7,9	6,483	8,6	-
lug.	-	-	13,250	8,1	-	10,840	7,3	2,410	16,9	6,859	7,8	6,391	8,5	-
ago.	-	-	13,139	8,0	-	10,711	7,2	2,428	16,9	6,804	7,8	6,335	8,4	-
set.	-	-	13,127	8,0	-	10,674	7,2	2,452	17,0	6,803	7,7	6,324	8,4	-
ott.	-	-	13,130	8,0	-	10,650	7,1	2,480	17,1	6,783	7,7	6,346	8,4	-
nov.	-	-	13,040	7,9	-	10,587	7,1	2,452	16,9	6,734	7,6	6,305	8,3	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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
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
2018	111,7	5,8	.	-1,4	6,2	1,0	14,6	.	55,0	54,7	54,5	54,6
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
4° trim.	108,8	2,5	.	-4,3	7,8	-0,4	12,9	.	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 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	8,2	-0,5	13,4	-	51,8	50,7	53,4	52,7
dic.	107,3	1,1	-	-6,2	7,2	0,0	12,0	-	51,4	51,0	51,2	51,1

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12,4	94,0	1,6	2,1	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,4	5,1	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,1	6,2	3,2	2,8	35,2	7,7	139,2	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	2,0	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,2	3,4	5,0	2,0
2017 4° trim.	11,8	94,1	1,5	2,0	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,2	3,4	1,4	2,0
2018 1° trim.	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	137,0	2,9	0,0	1,6
2° trim.	12,0	93,8	1,9	2,0	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,7	3,1	1,0	1,7
3° trim.	12,1	93,6	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	.	2,8	8,1	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.	1.007,3	907,8	99,5	586,6	495,5	220,3	189,1	171,2	160,2	29,3	63,1	12,1	10,5
2018 1° trim.	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
2° trim.	1.020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
3° trim.	1.029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
2018 giu.	345,0	315,8	29,2	197,2	169,2	73,9	63,7	64,7	60,2	9,2	22,7	3,1	2,0
lug.	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
ago.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
set.	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
ott.	335,1	308,2	26,8	198,9	179,2	72,5	61,2	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
nov.	338,7	318,4	20,3	196,3	178,0	76,0	65,0	57,0	51,1	9,3	24,3	4,1	3,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 nov.	4.057,8	3.704,6	353,2	2.348,7	2.045,2	891,8	770,4	703,0	629,9	114,4	259,2	39,1	29,3
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 nov.	35,3	32,2	3,1	20,4	17,8	7,8	6,7	6,1	5,5	1,0	2,3	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	561,9	268,2	116,1	166,8	471,6	502,0	286,1	81,7	125,2	362,4	58,7
2018 1° trim.	2,1	2,3	561,0	270,5	113,9	167,7	469,8	504,9	291,8	81,7	123,7	358,3	65,2
2° trim.	4,3	5,9	565,9	271,2	117,6	166,4	473,7	515,2	300,8	79,8	126,9	364,0	65,7
3° trim.	4,6	9,9	572,2	277,6	116,6	167,1	476,7	531,0	310,1	85,8	126,7	372,3	68,4
2018 giu.	6,1	8,8	190,9	91,8	39,9	56,5	159,6	174,4	103,2	26,8	42,2	121,7	23,1
lug.	9,3	14,0	189,2	91,7	38,8	55,1	155,9	177,2	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
ago.	5,5	8,7	192,7	93,4	38,8	56,5	161,1	176,4	102,9	28,3	42,2	123,5	23,0
set.	-0,8	7,1	190,3	92,4	39,1	55,4	159,8	177,4	103,5	28,8	42,2	124,4	22,6
ott.	11,1	14,0	194,0	93,5	40,1	56,3	160,8	180,5	105,7	29,0	43,9	126,4	24,2
nov.	1,9	4,7	192,1	.	.	.	160,4	177,0	.	.	.	123,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 4° trim.	4,6	4,6	126,5	125,7	125,6	130,5	126,9	115,0	114,9	114,3	115,5	119,1	105,8
2018 1° trim.	2,2	2,6	125,8	125,5	123,3	131,4	126,1	114,5	114,9	113,9	115,2	117,8	110,4
2° trim.	3,0	2,5	125,6	124,3	126,7	129,2	126,2	115,2	115,3	112,0	118,3	119,2	101,8
3° trim.	0,8	1,5	125,2	125,4	124,1	127,8	125,6	115,2	114,9	117,4	115,1	119,4	99,4
2018 mag.	-2,0	-1,7	124,8	124,5	123,8	126,7	125,8	115,6	114,8	114,2	118,5	121,2	99,2
giu.	3,5	2,0	126,4	125,1	128,3	131,3	127,1	114,9	115,6	112,1	117,2	118,4	101,6
lug.	6,2	6,6	124,7	124,5	124,5	127,1	123,6	116,0	115,8	119,0	116,2	120,5	100,4
ago.	1,6	0,1	126,7	126,8	124,1	129,9	127,4	115,2	114,9	117,1	114,7	119,1	102,4
set.	-5,0	-2,0	124,3	124,8	123,6	126,5	125,7	114,3	114,0	116,2	114,4	118,7	95,4
ott.	6,9	4,4	126,9	126,1	127,9	128,6	126,9	116,2	115,7	118,4	119,1	121,3	98,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

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

	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	22	23	24	25	
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
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
2018	2,2	2,4	1,8	2,0	0,4	6,3	1,2	1,2	1,5	-1,1	1,8	1,4
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
4° trim.	2,0	2,0	1,9	2,6	0,4	8,4	1,2	1,1	1,5	-1,8	1,8	1,8
2018 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.	1,9	2,0	1,8	2,7	0,4	9,1	1,2	1,1	1,6	-1,9	1,7	1,8
dic.	1,8	1,7	1,9	1,8	0,4	5,4	1,2	1,1	1,2	-1,8	1,9	1,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	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	0,4	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	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1
2017 4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,5	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	2,4	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	12,5	2,7	4,3	.
2018 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	12,4	-	-	-
set.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	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	-	-	-
nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,9	10,8	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	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
2016	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	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2017 4° trim.	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
2018 1° trim.	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
2° trim.	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 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
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,5	-1,0	5,7	2,9	-0,5	6,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,2	4,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,3	2,4	2,1

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi (dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	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
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,0	7,3	9,1	12,1	20,1	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 1° trim.	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2° trim.	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
3° trim.	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	52,8
4° trim.	11,1	8,4	9,6	12,9	23,7	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 lug.	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
ago.	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7
set.	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	52,8
ott.	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	52,8
nov.	11,2	7,2	9,9	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	52,8
dic.	12,3	9,0	10,6	13,6	23,0	59,1	57,9	54,1	52,5

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	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2017 4° trim.	114,1	1,6	1,6	1,4	1,8	1,1	1,5
2018 1° trim.	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
2° trim.	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
3° trim.	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati 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	488,6	69,2	631,6	10.848,5
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,6	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,8
2017	1.111,6	6.637,7	7.749,3	1.197,0	2.260,8	3.457,7	11.207,0	74,7	512,0	71,6	658,3	11.865,4
2017 4° trim.	1.111,6	6.637,7	7.749,3	1.197,0	2.260,8	3.457,7	11.207,0	74,7	512,0	71,6	658,3	11.865,4
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	511,4	61,5	644,3	11.935,3
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	507,8	65,5	647,1	12.121,8
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	61,3	628,2	12.200,4
2018 giu.	1.133,6	6.892,4	8.025,9	1.178,1	2.270,8	3.448,8	11.474,8	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,8
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	62,0	638,9	12.125,5
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	65,6	639,1	12.155,6
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	61,3	628,2	12.200,4
ott.	1.154,4	7.045,0	8.199,4	1.138,0	2.290,1	3.428,1	11.627,5	72,0	506,2	62,4	640,6	12.268,2
nov. ^(p)	1.158,2	7.090,8	8.248,9	1.127,1	2.295,1	3.422,1	11.671,1	73,7	500,4	59,9	634,0	12.305,1
Transazioni												
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	50,6	-28,9	-25,4	487,1
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,7	-4,3	34,3	18,2	48,2	538,0
2017	36,4	591,2	627,6	-110,5	34,1	-76,4	551,2	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	528,5
2017 4° trim.	7,7	119,8	127,5	-18,7	9,5	-9,2	118,2	7,6	-19,0	-9,6	-21,0	97,2
2018 1° trim.	5,3	103,0	108,4	-25,0	7,6	-17,4	90,9	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	78,2
2° trim.	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,3
3° trim.	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,6	-3,8	-18,8	75,5
2018 giu.	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,4	2,4	5,7	75,6
lug.	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,4	-3,3	-8,1	4,6
ago.	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,6
set.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,9	-10,6	43,4
ott.	3,9	31,4	35,3	9,4	5,3	14,7	50,0	0,4	10,7	-0,1	11,0	61,0
nov. ^(p)	3,7	46,9	50,6	-10,8	5,0	-5,8	44,8	1,7	-5,8	-2,6	-6,6	38,3
Variazioni percentuali												
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,5	-28,4	-3,9	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,0	7,6	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,4	1,5	-2,2	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,6
2017 4° trim.	3,4	9,7	8,8	-8,4	1,5	-2,2	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,6
2018 1° trim.	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,0	3,6
2° trim.	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
3° trim.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-25,0	-8,0	3,6
2018 giu.	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
lug.	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,5	-19,8	-3,7	4,0
ago.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-10,5	-4,2	3,5
set.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-25,0	-8,0	3,6
ott.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,7	-14,9	-4,6	3,9
nov. ^(p)	4,3	7,1	6,7	-6,6	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,7	-19,8	-6,0	3,7

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	971,8	199,5	383,8
2017	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,0	3.698,8	561,9	2.043,6	0,7	994,3	204,0	411,1
2017 4° trim.	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,0	3.698,8	561,9	2.043,6	0,7	994,3	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	277,9	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 giu.	2.296,8	1.855,2	277,9	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.	2.316,8	1.892,3	271,4	147,1	5,9	6.587,2	3.984,1	520,8	2.081,1	1,1	992,6	208,3	440,3
nov. ^(p)	2.323,3	1.892,3	276,4	146,5	8,1	6.610,0	4.004,6	517,6	2.086,6	1,1	1.002,5	207,7	443,1
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	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,5	181,3	-3,1	-0,7	1,0	254,7	304,4	-81,6	33,2	-1,3	55,2	6,2	26,9
2017 4° trim.	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,4	2,9	-4,7
2018 1° trim.	7,7	22,0	-10,9	-2,0	-1,4	73,6	81,9	-18,1	9,0	0,9	-9,3	6,7	3,8
2° trim.	28,8	29,0	1,1	-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	76,4	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 giu.	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,6	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
lug.	0,9	6,2	-5,6	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,1	-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.	3,3	1,7	2,5	0,0	-0,9	38,3	37,4	-4,2	5,0	0,1	6,2	-3,8	2,4
nov. ^(p)	7,0	0,3	5,4	-0,9	2,2	23,3	20,6	-3,1	5,8	0,0	10,3	-1,0	3,1
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	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2017 4° trim.	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018 1° trim.	5,2	8,0	-7,8	-0,6	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,0	4,3	10,3	5,3
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 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.	4,1	6,0	-4,6	-1,1	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,1
nov. ^(p)	3,7	5,3	-3,2	-1,8	0,4	4,9	8,5	-9,1	2,2	-42,6	0,5	1,3	6,8

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								Titoli di debito	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	1.309,4	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	13.116,8	10.874,4	11.170,9	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,6	799,8	
2017 4° trim.	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,8	10.874,4	11.170,9	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,6	799,8	
2018 1° trim.	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.196,4	10.941,2	11.233,7	4.343,7	5.633,0	851,7	112,8	1.467,7	787,5	
2° trim.	4.603,1	1.017,7	3.571,2	13.276,3	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.496,9	788,8	
3° trim.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,2	11.064,5	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8	
2018 giu.	4.603,1	1.017,7	3.571,2	13.276,3	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.496,9	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	1.512,2	790,1	
ago.	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,9	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	13.363,2	11.064,5	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8	
ott.	4.611,9	1.000,6	3.597,4	13.387,6	11.090,0	11.423,2	4.404,0	5.716,0	849,2	120,8	1.524,8	772,9	
nov. ⁽⁶⁾	4.619,4	1.003,4	3.594,4	13.405,4	11.111,8	11.444,7	4.419,7	5.731,4	839,9	120,7	1.517,5	776,2	
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	361,5	273,4	315,3	83,0	173,5	20,4	-3,6	64,6	23,6	
2017 4° trim.	87,7	-14,0	101,6	89,2	76,1	93,9	31,8	48,1	-2,0	-1,8	8,5	4,6	
2018 1° trim.	-30,6	-9,7	-20,8	112,3	94,5	94,4	38,1	39,4	13,7	3,2	27,7	-9,9	
2° trim.	34,7	-6,0	40,3	86,0	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	29,6	0,5	
3° trim.	47,9	-16,1	64,2	105,3	91,3	88,3	49,0	49,9	-12,1	4,5	18,4	-4,4	
2018 giu.	11,6	-6,2	17,8	-11,2	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	7,5	-10,0	
lug.	26,6	-5,8	32,4	51,5	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	15,1	-1,2	
ago.	14,5	-6,5	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-5,5	
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.	-9,9	-3,3	-6,6	26,6	21,6	20,7	5,3	15,4	4,7	-3,7	12,5	-7,6	
nov. ⁽⁶⁾	-1,1	2,8	-11,6	26,6	29,6	32,4	21,7	17,6	-9,7	0,0	-5,9	2,9	
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	3,0	
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	3,0	
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	-0,1	
2° trim.	4,0	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,8	-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 giu.	4,0	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,8	-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.	2,7	-4,2	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-2,3	
nov. ⁽⁶⁾	2,2	-3,8	3,8	2,8	2,7	3,3	2,9	3,2	-1,7	5,0	6,7	-2,6	

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	1.013,5	795,6	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 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.	4.404,0	4.469,6	985,5	844,1	2.574,4	5.716,0	5.996,4	681,6	4.323,6	710,8
nov. ^(p)	4.419,7	4.484,4	989,3	849,9	2.580,6	5.731,4	6.010,2	685,1	4.335,3	711,0
Transazioni										
2015	-11,4	24,1	-50,5	32,0	7,0	97,2	75,3	21,2	80,1	-4,1
2016	82,5	100,2	-14,5	43,0	54,0	121,1	113,8	24,1	105,3	-8,3
2017	83,0	132,9	-0,1	38,1	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.	38,1	38,6	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	10,6	29,1	-4,5
3° trim.	49,0	48,1	16,5	10,3	22,2	49,9	48,5	10,5	40,5	-1,1
2018 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	12,5	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.	5,3	3,4	-16,6	7,3	14,6	15,4	19,0	3,6	11,9	-0,1
nov. ^(p)	21,7	22,2	5,4	7,3	9,0	17,6	17,7	3,8	13,0	0,8
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	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2017 4° trim.	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018 1° trim.	2,3	3,3	2,6	4,5	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 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.	2,8	3,9	0,6	4,9	2,9	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
nov. ^(p)	2,9	4,0	1,2	5,1	2,9	3,2	3,3	6,7	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'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze										
2015	282,8	6.999,4	2.119,6	79,5	2.255,5	2.544,9	1.349,2	281,7	205,9	135,6
2016	307,7	6.955,7	2.089,3	70,9	2.145,9	2.649,7	1.128,7	253,2	205,9	121,6
2017	343,4	6.768,5	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,3	935,5	299,1	143,5	92,5
2017 4° trim.	343,4	6.768,5	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,3	935,5	299,1	143,5	92,5
2018 1° trim.	340,8	6.745,7	1.952,7	59,4	2.015,0	2.718,5	903,7	316,7	135,9	86,2
2° trim.	330,4	6.708,9	1.950,6	58,4	2.025,9	2.674,0	858,9	422,7	174,1	183,8
3° trim.	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	882,1	424,7	177,3	183,0
2018 giu.	330,4	6.708,9	1.950,6	58,4	2.025,9	2.674,0	858,9	422,7	174,1	183,8
lug.	354,8	6.695,1	1.951,4	57,7	2.018,6	2.667,3	844,7	383,5	184,1	192,4
ago.	391,6	6.676,5	1.942,9	57,3	2.016,2	2.660,2	847,6	411,1	181,4	189,0
set.	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	882,1	424,7	177,3	183,0
ott.	398,2	6.789,0	1.936,3	56,6	2.104,5	2.691,6	995,2	460,6	167,1	174,3
nov. ^(p)	390,4	6.781,6	1.929,1	55,7	2.098,3	2.698,5	1.034,2	418,0	196,1	204,1
Transazioni										
2015	6,2	-216,0	-106,3	-13,5	-210,7	114,5	-88,6	-13,1	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,8	-278,2	-90,1	12,8	-12,0
2017	39,4	-76,8	-83,6	-6,6	-71,8	85,2	-92,6	-67,3	-60,9	-27,6
2017 4° trim.	-11,8	-29,6	-17,5	-1,8	-12,9	2,6	-60,6	-60,4	3,2	7,9
2018 1° trim.	-2,7	8,4	-15,2	-1,4	9,5	15,5	53,2	-51,0	-7,6	-6,3
2° trim.	-10,4	-12,8	-5,3	-1,1	-15,0	8,6	-62,7	86,2	16,4	19,4
3° trim.	76,4	29,6	-16,0	-1,5	18,9	28,3	39,6	-11,2	3,2	-0,8
2018 giu.	-5,7	-7,3	-0,4	-0,4	-3,6	-3,0	20,4	41,9	-3,2	-2,8
lug.	24,3	8,5	1,4	-0,7	-3,4	11,2	0,2	-40,9	10,0	8,6
ago.	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,8	19,1	-2,6	-3,5
set.	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,3	10,7	-4,1	-6,0
ott.	-5,5	8,0	0,1	-0,3	4,6	3,6	20,9	25,9	-10,2	-8,7
nov. ^(p)	-8,0	-1,8	-6,8	-0,9	-2,8	8,7	41,0	-38,1	29,0	29,7
Variazioni percentuali										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,5	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2017 4° trim.	12,7	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018 1° trim.	12,0	-0,8	-4,0	-9,8	-1,5	2,6	-	-	-25,6	-22,2
2° trim.	6,7	-1,0	-3,2	-10,8	-2,5	2,2	-	-	-3,6	-18,0
3° trim.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	2,1	-	-	7,7	4,9
2018 giu.	6,7	-1,0	-3,2	-10,8	-2,5	2,2	-	-	-3,6	-18,0
lug.	10,3	-0,7	-2,5	-10,4	-2,7	2,5	-	-	22,7	23,3
ago.	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,2	-	-	24,6	34,2
set.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	2,1	-	-	7,7	4,9
ott.	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,6	2,0	-	-	-9,9	-22,0
nov. ^(p)	24,9	0,4	-2,1	-9,2	0,8	2,2	-	-	-0,1	-24,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 4° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 1° trim.	-0,8	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,5	.	.	.	.	1,4
3° trim.	-0,4	.	.	.	.	1,5

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

6.2 Entrate e spese

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

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

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 4° trim.	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 1° trim.	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2019**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 23 gennaio 2019.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-19-001-IT-N (online)