



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2018





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 2 / 2018

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	19
4 Prezzi e costi	25
5 Moneta e credito	30
6 Andamenti della finanza pubblica	36

Riquadri

1 Ipotesi sulla durata dei recenti rincari del petrolio	38
2 Liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro dall'inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP)	43
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 1° novembre 2017 al 30 gennaio 2018	47
4 Andamenti recenti dell'occupazione a tempo parziale	51
5 L'affidabilità della stima rapida preliminare del PIL dell'area dell'euro	55
6 Il ruolo di stagionalità e anomalie nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici	59
7 L'orientamento delle politiche di bilancio durante le precedenti fasi espansive	63
8 La valutazione della Commissione europea per il 2018 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme	68

Articoli

1 Gli effetti reali delle restrizioni all'accesso al credito	73
2 L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche	87

Statistiche

S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria dell'8 marzo 2018, il Consiglio direttivo ha concluso che rimane necessario un ampio grado di stimolo monetario affinché le spinte inflazionistiche di fondo continuino ad accumularsi e sostengano la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione di politica monetaria di gennaio, comprese le ultime proiezioni formulate dagli esperti della BCE, hanno confermato una dinamica dell'espansione economica dell'area dell'euro forte e generalizzata, che, secondo le proiezioni, dovrebbe aumentare nel breve periodo a un ritmo in qualche misura più rapido rispetto alle attese. Tali prospettive di crescita hanno confermato la fiducia del Consiglio direttivo nel fatto che l'inflazione convergerà verso l'obiettivo di un tasso inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine. Al contempo, le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste contenute e devono ancora mostrare segnali convincenti di una sostenuta tendenza al rialzo. In questo contesto, il Consiglio direttivo continuerà a seguire gli andamenti del tasso di cambio e delle condizioni finanziarie in relazione alle loro possibili implicazioni per le prospettive a medio termine della stabilità dei prezzi. Il perdurare del sostegno monetario necessario a un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento è offerto dal proseguimento degli acquisti netti di attività, dalle rilevanti consistenze di attività acquistate e dai futuri reinvestimenti, nonché dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo dell'8 marzo 2018

L'economia mondiale è cresciuta a un ritmo ancor più sostenuto nella seconda metà del 2017 e sta fornendo ulteriore stimolo alle esportazioni dell'area dell'euro. Ci si attende che l'attività economica a livello mondiale rimanga solida nei tempi a venire; il ritmo dell'espansione subirà, tuttavia, un graduale rallentamento. La crescita del commercio mondiale dovrebbe mantenersi sostenuta nel breve periodo, mentre si prevede che l'inflazione aumenti lentamente al ridursi della capacità inutilizzata a livello mondiale.

Sulla scia dell'espansione economica in atto, da metà dicembre 2017 sono saliti i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro. I differenziali sulle obbligazioni societarie, tuttavia, sono rimasti sostanzialmente stabili e i differenziali medi fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi overnight index swap sono lievemente calati nel complesso. Le quotazioni del mercato azionario si sono ridotte, in un contesto caratterizzato da accresciuta volatilità. Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali.

L'espansione economica nell'area dell'euro continua a essere solida e generalizzata nei diversi paesi e settori, con una crescita del PIL, nel quarto trimestre 2017, pari allo 0,6 per cento sul periodo precedente. I consumi privati sono sospinti dall'incremento dell'occupazione, che a sua volta beneficia delle passate riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. È proseguito il rafforzamento degli investimenti delle imprese, sostenuti da condizioni di finanziamento molto favorevoli, dalla crescita della redditività delle aziende e dal vigore della domanda; al contempo, negli ultimi trimestri, anche gli investimenti in edilizia hanno registrato un ulteriore miglioramento. L'espansione generalizzata a livello globale, inoltre, sospinge le esportazioni dell'area dell'euro.

Tale valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2018 formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che prevedono una crescita annua del PIL in termini reali del 2,4 per cento nel 2018, dell'1,9 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020. Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso dicembre, le prospettive di espansione del PIL sono state riviste al rialzo per il 2018 e restano invariate per gli anni successivi. I rischi per le previsioni di crescita sono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Da un lato, lo slancio congiunturale osservato potrebbe determinare un'espansione più robusta nel breve periodo. Dall'altro, i rischi al ribasso rimangono principalmente riconducibili a fattori di carattere globale, tra i quali il crescente protezionismo e gli andamenti dei mercati valutari e degli altri mercati finanziari.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,2 per cento, in calo rispetto all'1,3 per cento del mese precedente. Tale evoluzione riflette soprattutto gli effetti base negativi dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, i tassi sui dodici mesi dell'inflazione complessiva dovrebbero oscillare intorno all'1,5 per cento per il resto dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste contenute ma dovrebbero gradualmente aumentare nel medio periodo, sostenute dalla politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associate a tale espansione.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a marzo 2018 dagli esperti della BCE prevedono un tasso annuo di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC pari all'1,4 per cento nel 2018, all'1,4 nel 2019 e all'1,7 nel 2020. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC hanno subito una lieve revisione al ribasso per il 2019, mentre restano invariate per il 2018 e il 2020. Si prevede che il calo dell'inflazione armonizzata dei beni energetici nel 2018 e nel 2019 sostanzialmente compensi un rafforzamento di quella di fondo, con una crescita dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari in rialzo dall'1,1 per cento nel 2018 all'1,5 e all'1,8 rispettivamente nel 2019 e nel 2020.

Secondo le ultime proiezioni degli esperti, il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ulteriormente ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione, principalmente per effetto delle favorevoli condizioni cicliche e della

riduzione della spesa per interessi. In base alle previsioni, l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro in termini aggregati dovrebbe confermarsi sostanzialmente neutro nel periodo 2018-2020. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro, pur destinato a subire ulteriori riduzioni, permane ancora su livelli elevati. L'espansione economica in atto richiede la ricostituzione di margini di bilancio.

L'analisi monetaria ha evidenziato il proseguire dell'espansione a ritmo sostenuto dell'aggregato monetario ampio, che a gennaio ha registrato un tasso di crescita sui dodici mesi pari al 4,6 per cento, livello invariato rispetto al mese precedente; tale evoluzione riflette l'impatto delle misure di politica monetaria della BCE e il basso costo-opportunità legato alla detenzione dei depositi più liquidi. L'aggregato monetario ristretto M1, di conseguenza, ha continuato a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato ampio. Nel contempo, è proseguita la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato. La trasmissione delle misure di politica monetaria ha continuato a sostenere le condizioni di prestito per imprese e famiglie, l'accesso al finanziamento, in particolare per le piccole e medie imprese, e i flussi di credito nell'intera area dell'euro.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di un ampio grado di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano sui livelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre acquisti netti, all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro, sino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Il Consiglio direttivo ha altresì ribadito che l'Eurosistema continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e, in ogni caso, finché sarà necessario.

Nella seconda metà del 2017 l'economia mondiale è cresciuta a un ritmo ancor più sostenuto di quello osservato nel recente passato. Ci si attende che nei tempi a venire l'attività economica a livello mondiale rimanga solida, anche se il ritmo dell'espansione subirà una graduale moderazione. Per le economie avanzate si prevede una crescita robusta, rafforzata dal significativo stimolo fiscale negli Stati Uniti. Per le economie emergenti le prospettive sono supportate dal rafforzamento dell'attività nei paesi esportatori di materie prime. Si prevede che nel breve termine la crescita del commercio mondiale rimanga vigorosa, mentre l'inflazione dovrebbe aumentare lentamente, di riflesso alla minore capacità inutilizzata a livello mondiale.

Attività economica e commercio mondiale

Nella seconda metà del 2017 il ritmo della crescita economica mondiale si è intensificato. Nel complesso, i dati relativi a questo periodo hanno riservato sorprese positive sia per le economie avanzate sia, in misura minore, per le economie emergenti (EME). I dati a disposizione sul PIL dei vari paesi indicano un'espansione sostenuta dell'attività economica mondiale nell'ultimo trimestre dell'anno. In particolare, nella seconda parte del 2017 la crescita del PIL in termini reali degli Stati Uniti ha dimostrato una buona capacità di tenuta, superando l'impatto provocato dagli uragani. Anche in Giappone l'attività economica è rimasta vivace, agevolata dal sostegno fornito dalle politiche economiche, dal sostenuto ritmo di creazione di posti di lavoro e dalla ripresa della domanda esterna. Per contro, nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali è rimasta relativamente debole nel 2017, nonostante il moderato recupero registrato nella seconda metà dell'anno. L'attività nelle EME ha ricevuto sostegno dalla tenuta della dinamica espansiva in India e in Cina, ed è proseguita la ripresa dalle gravi recessioni in Brasile e Russia, sebbene molto gradualmente.

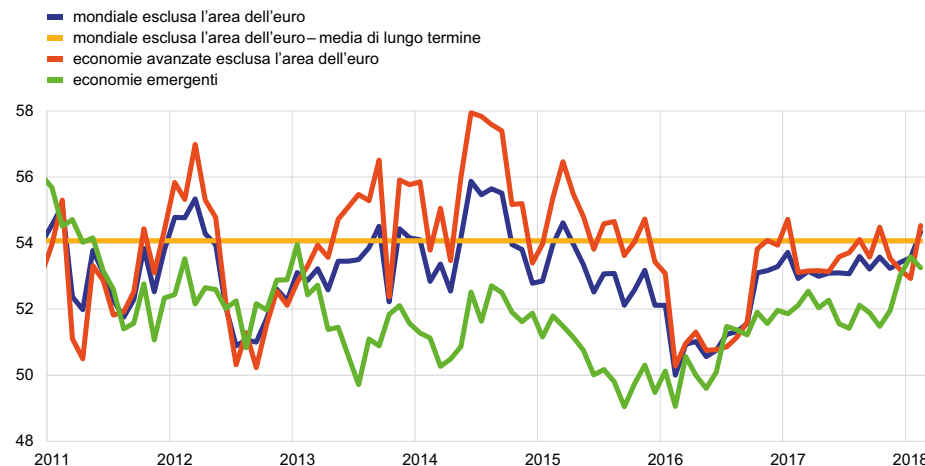
Gli indicatori tratti dalle indagini campionarie segnalano una durevole crescita a livello internazionale nel breve periodo. Nell'ultimo trimestre del 2017, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è rimasto su un livello simile a quello registrato nel trimestre precedente, ovvero lievemente più elevato in confronto alla prima metà dell'anno e prossimo alla media di lungo termine, e ha mostrato un miglioramento marginale in gennaio e in febbraio, a segnalare una vigorosa prosecuzione della crescita dell'attività mondiale anche nel 2018 (grafico 1).

Le condizioni finanziarie a livello internazionale hanno continuato a fornire sostegno alle prospettive mondiali di crescita, anche se nelle ultime settimane si è registrato un irrigidimento. Dopo un periodo caratterizzato da un clima di fiducia elevata e da ampi rialzi dei valori di borsa, all'inizio di febbraio i mercati azionari hanno iniziato a subire brusche perdite e a vedere la volatilità accentuarsi.

Grafico 1

PMI mondiale composto relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

La turbolenza sui mercati finanziari si è limitata al settore azionario e la correzione, per quanto sostanziosa, ha assorbito solo i guadagni realizzati dall'inizio dell'anno. Nondimeno, la volatilità del mercato si è manifestata in concomitanza con una crescita costante dei rendimenti a lungo termine registrata negli ultimi tre mesi negli Stati Uniti, sullo sfondo di una sempre maggiore tensione presso gli investitori riguardo alle prospettive di inflazione e a un inasprimento della politica monetaria potenzialmente più veloce del previsto. A seguito dell'innalzamento dei tassi dello scorso dicembre, nelle ultime settimane la curva dei contratti future sui Federal Fund si è spostata verso l'alto. I mercati continuano a presagire un graduale inasprimento e attualmente inglobano nei prezzi l'aumento del tasso di riferimento di marzo 2018 e tre aumenti nell'arco dell'intero anno, in linea con le proiezioni di dicembre del Federal Open Market Committee. Le aspettative sui tassi di interesse si sono mosse al rialzo anche nel Regno Unito dopo la pubblicazione dell'Inflation Report della Bank of England del mese di febbraio in cui prevalgono i toni da falco. La banca centrale giapponese ha, per contro, mantenuto un orientamento decisamente accomodante, con i rendimenti a dieci anni prossimi allo zero così come previsto dal suo programma di controllo della curva dei rendimenti. Nel corso del 2017 la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha perseguito la riduzione dell'indebitamento nel sistema finanziario e il contenimento dei rischi alla stabilità finanziaria facendo leva su rigide condizioni finanziarie, aumentando i tassi sulle operazioni di mercato aperto nell'intento di far salire i tassi interbancari. Nelle altre EME, e in particolare in Brasile e in Russia, i tassi di riferimento sono stati ulteriormente abbassati alla luce di spinte inflazionistiche contenute.

In prospettiva, ci si attende che la crescita dell'attività economica a livello mondiale continui a evidenziare una buona tenuta prima di rallentare moderatamente nel medio periodo. Le prospettive per le economie avanzate indicano un'espansione robusta, allo stato attuale rafforzata dall'ulteriore effetto derivante dalla riforma fiscale e dagli accordi di bilancio varati dal Congresso degli

Stati Uniti in materia di aumento della spesa pubblica. Tuttavia, si prevede che nei tempi a venire la crescita rallenti, in presenza di un consolidamento della ripresa in alcuni paesi e di output gap più positivi. Per le EME le prospettive sono sospinte dall'attività in via di rafforzamento nei paesi esportatori di materie prime come il Brasile e, in misura minore, la Russia. Nel contempo, in India la crescita evidenzia ancora una buona tenuta, mentre in Cina l'attività economica continua a seguire una graduale tendenza al ribasso di lungo periodo.

In base alle previsioni, il ritmo dell'espansione mondiale dovrebbe rimanere al di sotto dei livelli precedenti la crisi, in linea con la minore crescita potenziale.

Secondo le stime della BCE, negli ultimi anni il potenziale di crescita si è ridotto nella maggior parte delle economie avanzate e delle economie emergenti. Nelle economie avanzate tutte le componenti gravano sulla crescita potenziale, anche se ciò è vero in particolar modo per il contributo fornito dal fattore lavoro e dalla produttività totale dei fattori. Anche i contributi apportati dal capitale rimangono al di sotto delle medie storiche, in quanto l'affievolimento delle aspettative sulle prospettive di crescita e l'accresciuta incertezza hanno ritardato le decisioni di investimento. Un'analogica diminuzione si è registrata negli investimenti delle EME, in particolare nei paesi esportatori di materie prime ma anche in Cina, di riflesso al processo di ribilanciamento in atto e alle politiche per il contenimento della leva finanziaria. Nondimeno, il principale fattore che soggiace al calo della crescita potenziale nelle EME è la produttività totale dei fattori. Nel complesso, al netto di un lieve aumento della crescita potenziale negli Stati Uniti fra il 2019 e il 2020, nelle economie avanzate ci si attende che nel medio periodo la crescita del prodotto potenziale rimanga sostanzialmente stabile, mentre nelle EME il calo dovrebbe proseguire.

Sospinta da una solida domanda interna, l'attività economica negli Stati Uniti dovrebbe rimanere robusta.

Ci si attende che, via via che le più rigide condizioni del mercato del lavoro si traducono gradualmente in maggiori incrementi salariali e le condizioni finanziarie ancora favorevoli accrescono la ricchezza, l'attuale fase di espansione prosegua grazie alla vigorosa crescita degli investimenti e della spesa per consumi. La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente stimolata dalla riforma fiscale approvata lo scorso dicembre e dall'innalzamento del tetto alla spesa pubblica decretato a febbraio.

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali dovrebbe mantenersi relativamente modesta, ma caratterizzata da una buona tenuta.

Dopo aver rallentato vistosamente nella prima metà del 2017, nella seconda parte dell'anno l'attività economica ha registrato una lieve ripresa. In prospettiva, nel Regno Unito lo stimolo fornito da una più vigorosa crescita delle esportazioni nette nei trimestri a venire e da un lieve recupero degli investimenti aumenterà la capacità di tenuta della crescita del PIL in termini reali.

In Giappone si registra un graduale rallentamento dell'espansione economica.

L'attività economica dovrebbe rimanere relativamente solida nel breve termine, sospinta dall'attuale dinamica positiva e dall'orientamento accomodante della politica monetaria. In un orizzonte di più lungo periodo, tuttavia, ci si attende che la crescita subisca un graduale rallentamento. Tale

rallentamento è da imputare, oltre che alla riduzione del sostegno da parte della politica di bilancio e alla rapida contrazione della capacità inutilizzata, anche al calo dell'apporto positivo degli investimenti per infrastrutture connessi alle Olimpiadi del 2020.

In Cina l'attività economica continua a crescere a ritmo sostenuto, sospinta dal vigore dei consumi e dalla durevole prosperità del mercato immobiliare.

Le prospettive di breve periodo dipendono in prevalenza dall'enfasi posta dalle autorità sulla crescita stabile e sull'attenuazione dei rischi finanziari, mentre per il medio periodo si ipotizza l'ulteriore graduale attuazione di riforme strutturali, che indurranno un rallentamento controllato della crescita.

L'attività economica nei paesi dell'Europa centrale e orientale rimarrà solida, anche se si registreranno ritmi più moderati rispetto al 2017. Nei paesi dell'Europa centrale e orientale l'attività economica nel 2017 è aumentata in maniera significativa, trainata dalla ripresa degli investimenti e da un sostenuto livello dei consumi privati. In prospettiva ci si attende che perduri il sostegno fornito dai significativi investimenti collegati all'impiego dei fondi europei, dalla robusta spesa per consumi e dai miglioramenti nel mercato del lavoro.

L'attività economica si sta gradualmente rafforzando nei grandi paesi esportatori di materie prime. In Russia, dopo la solida crescita registrata nella prima metà del 2017, gli indicatori anticipatori segnalano un calo temporaneo dell'attività economica nell'ultimo trimestre dell'anno, in concomitanza con un calo della produzione industriale. Nel medio termine ci si aspetta che l'attività economica cresca moderatamente, a fronte di vincoli di finanza pubblica che gravano sul contesto in cui operano le imprese, di scarsi investimenti fissi e di un potenziale di crescita compromesso dall'assenza di riforme strutturali. In Brasile l'attività dovrebbe proseguire il suo percorso di ripresa. Il clima di fiducia più positivo, le migliori condizioni del mercato del lavoro e il protrarsi di una politica monetaria accomodante dovrebbero sostenere i consumi, a fronte di pressioni inflazionistiche che rimangono contenute. Fra i rischi più rilevanti per le prospettive economiche in miglioramento del paese si annoverano l'incertezza politica legata alle elezioni di quest'anno e la possibilità che vengano meno le favorevoli condizioni finanziarie esterne.

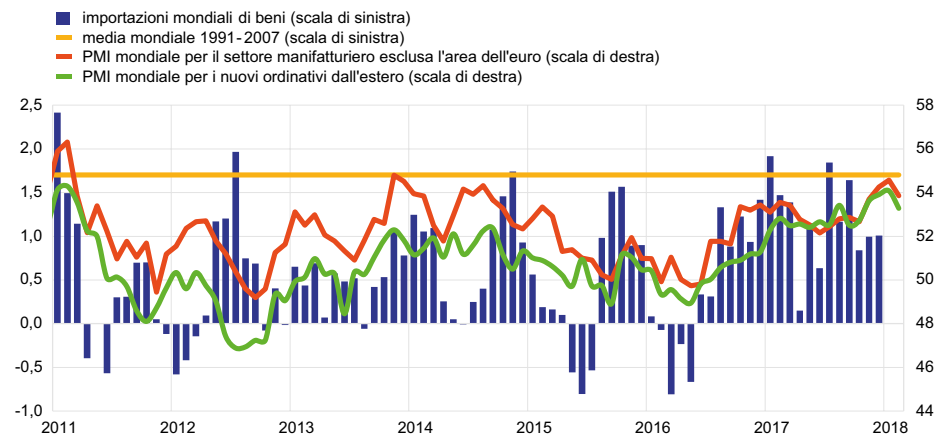
Ci si attende che nel breve periodo la crescita del commercio mondiale rimanga sostenuta. Se da un lato a dicembre lo slancio della crescita delle importazioni di beni si è in qualche misura ridotto, i dati nazionali e gli indicatori anticipatori disponibili segnalano una solida crescita fra la fine del 2017 e l'inizio del 2018. A dicembre le importazioni di beni in termini di volume sono salite dell'1 per cento su base trimestrale rispetto al periodo precedente, comunque in calo rispetto all'1,6 per cento del terzo trimestre (grafico 2). Negli Stati Uniti l'attività commerciale ha fatto registrare una considerevole ripresa, mentre si è indebolita in Asia e nei paesi dell'Europa centrale e orientale.

Le previsioni commerciali di medio periodo sono ancorate alla prospettiva di un andamento delle importazioni mondiali sostanzialmente in linea con l'attività economica. Ciò risulta coerente con i riscontri che indicano il venir

Grafico 2

Commercio mondiale 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 rilevazioni si riferiscono a febbraio 2018 (PMI mondiale per il settore manifatturiero e PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero) e a dicembre 2017 (commercio).

meno, dopo la crisi finanziaria, di quei fattori strutturali di più lungo periodo che in precedenza avevano trainato la rapida espansione del commercio mondiale (fra cui la liberalizzazione degli scambi, l'abbassamento dei dazi e dei costi di trasporto e l'espansione delle catene globali del valore). L'incertezza che circonda questi fattori di più lungo periodo è palesemente elevata e, in alcuni casi, non si dispone di dati sufficienti. Tuttavia, le evidenze disponibili sembrano indicare che la prospettiva di una crescita delle importazioni in linea con l'attività economica nel medio termine rimane un punto di partenza ragionevole.

Nel complesso la crescita mondiale dovrebbe restare sostanzialmente stabile nell'orizzonte temporale di previsione.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2018 dagli esperti della BCE prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,8 per cento nel 2017 al 4,1 per cento nel 2018, e un successivo calo fino al 3,9 nel 2019 e al 3,7 nel 2020. Questo andamento delle proiezioni riflette il rallentamento dell'attività economica che si prevede per le economie avanzate in generale e per gli Stati Uniti in particolare, controbilanciato in parte da un contenuto incremento del dinamismo nelle EME. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare del 4,7 per cento nel 2018, del 4,1 nel 2019 e del 3,6 nel 2020. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2017, la crescita del PIL mondiale è stata rivista al rialzo per il 2017-2019, mentre la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo nell'intero orizzonte temporale di previsione, in entrambi i casi principalmente in ragione dell'impatto dello stimolo fiscale aggiuntivo negli Stati Uniti.

Sebbene siano al rialzo nel breve termine, nel medio periodo i rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso.

Per quanto riguarda i rischi al rialzo, nel breve termine la diffusione della ripresa economica potrebbe portare a più forti investimenti e a un commercio più intenso, mentre il pacchetto fiscale statunitense potrebbe avere un impatto sull'attività economica maggiore rispetto a quanto attualmente ipotizzato. Nel medio termine, tuttavia, questi

fattori dovrebbero essere più che compensati dai rischi al ribasso, come un aumento del protezionismo, una correzione imprevista del mercato finanziario (che porterebbe a un inasprimento delle condizioni finanziarie a livello mondiale), turbolenze associate al processo di riforma e liberalizzazione in Cina e incertezze politiche e geopolitiche, in particolare quelle connesse ai rischi legati alla Brexit.

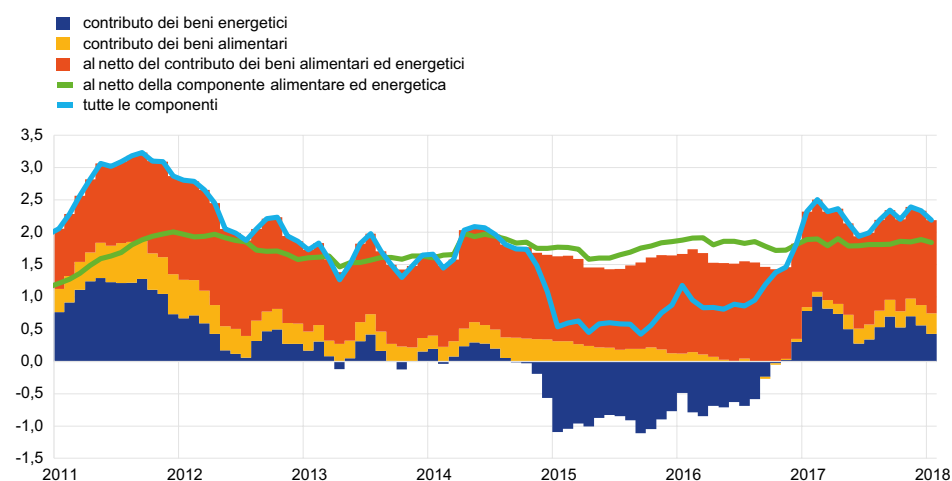
Andamenti dei prezzi a livello mondiale

L'inflazione al consumo su scala mondiale è lievemente diminuita di recente, mentre la dinamica salariale è rimasta contenuta. Dopo un lieve aumento a novembre, l'inflazione al consumo sui dodici mesi nell'area dell'OCSE ha subito un rallentamento a dicembre e a gennaio, e si è attestata al 2,2 per cento. Ciò è derivato da una lieve decelerazione degli aumenti dei corsi energetici, che tuttavia rimangono prossimi al 5 per cento, mentre l'aumento dei prezzi dei beni alimentari è rimasto stabile. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è diminuita in misura marginale, portandosi all'1,8 per cento (cfr. grafico 3). Per quel che riguarda i salari, i redditi per occupato sono rimasti su livelli sostanzialmente invariati e molto bassi (con un aumento dell'1,5 per cento sul periodo corrispondente) nonostante un ulteriore calo del tasso di disoccupazione nell'area dell'OCSE nel terzo trimestre (fino a meno del 6 per cento). Soltanto le retribuzioni per ora lavorata nel settore manifatturiero evidenziano una repentina tendenza al rialzo, maggiormente in linea con le condizioni più rigide del mercato del lavoro.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonte: OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2018.

I prezzi del greggio di qualità Brent sono lievemente diminuiti nelle ultime settimane, da 70 dollari al barile il 23 gennaio a 66 dollari il 22 febbraio. Questo recente calo è stato sospinto da una produzione di greggio ai massimi storici negli Stati Uniti, da un alto grado di ottemperanza all'accordo tra i paesi OPEC e non

OPEC sulla riduzione dell'offerta di petrolio e dalla fine dell'interruzione delle forniture che si era verificata fra dicembre e gennaio, con l'oleodotto nel Mare del Nord che è tornato a funzionare a pieno regime. I contratti future sul petrolio indicano che i prezzi del greggio scenderanno al di sotto dei livelli attuali, raggiungendo circa 65 dollari al barile nel 2018 e 61 nel 2019. I prezzi delle materie prime non energetiche sono cresciuti lievemente nelle ultime settimane: in particolare i prezzi dei beni alimentari sono saliti del 3,5 per cento e quelli dei metalli dell'1,6 per cento.

In prospettiva, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe lentamente aumentare.

Nel breve termine, l'inflazione dovrebbe aumentare a seguito del recente rincaro dei corsi petroliferi. Per i periodi successivi ci si attende che la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale sostenga ulteriormente l'inflazione di fondo. L'aumento dell'inflazione risulterebbe tuttavia attenuato dal contributo negativo fornito dai prezzi dei beni energetici, come si desume dall'attuale curva dei future sul greggio, che indica un calo dei corsi petroliferi nel medio periodo.

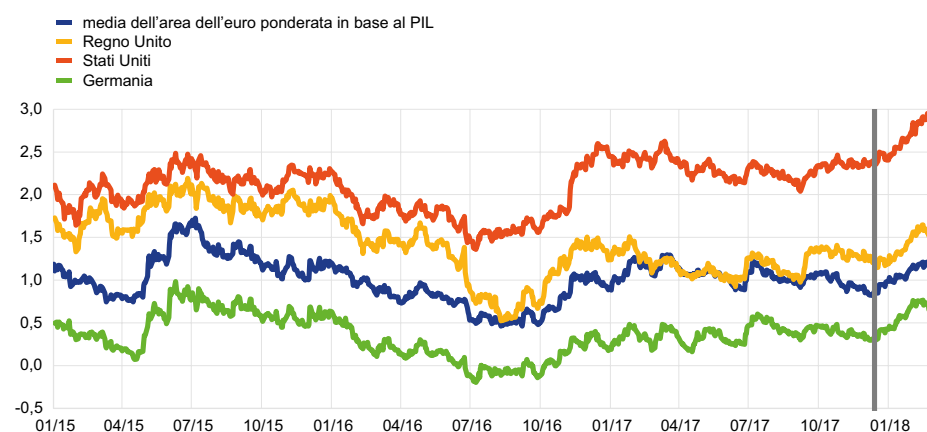
Dopo la riunione del Consiglio direttivo del dicembre 2017, i rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono aumentati, anche alla luce dell'espansione economica in corso. Dato che le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente stabili, i tassi di interesse reali hanno registrato un incremento. Sebbene siano migliorate le aspettative sugli utili societari, le quotazioni azionarie sono scese in un contesto di maggiore volatilità. Nel contempo, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente stabili. Nel complesso, i differenziali medi fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi OIS (Overnight Index Swap) sono calati lievemente. Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali.

A partire dalla metà di dicembre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono cresciuti su entrambe le sponde dell'Atlantico. Durante il periodo in esame (dal 14 dicembre 2017 al 7 marzo 2018), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un incremento di 28 punti base, portandosi all'1,13 per cento (cfr. grafico 4). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati rispettivamente di 53 e 33 punti base, portandosi al 2,88 e all'1,50 per cento. Il tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro è aumentato di 31 punti base, portandosi allo 0,90 per cento, sostenuto principalmente dall'incremento del tasso di interesse reale a lungo termine. Complessivamente, gli andamenti dei mercati obbligazionari su entrambe le sponde dell'Atlantico riflettono le migliori aspettative di mercato sulla crescita economica e sull'inflazione, nonché le revisioni delle aspettative sull'evoluzione della politica monetaria.

Grafico 4

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 7 marzo 2018.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi OIS privi di rischio sono calati nel complesso di riflesso alle prospettive macroeconomiche favorevoli.

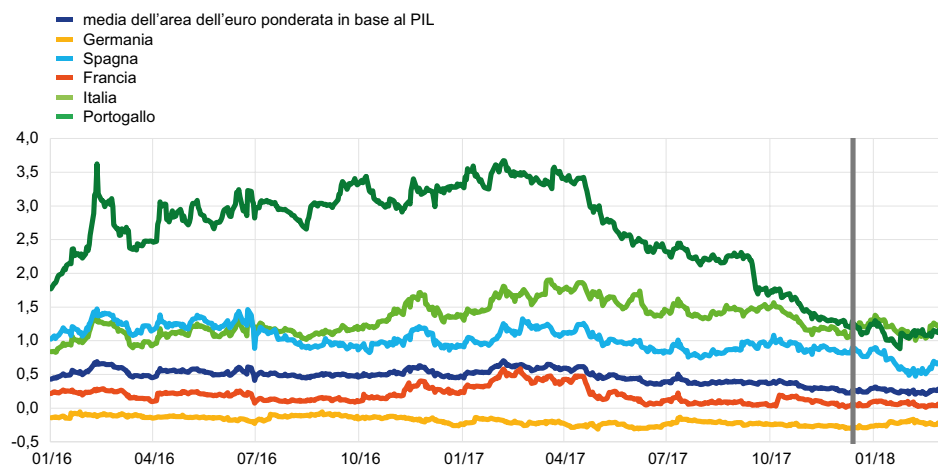
Il calo dei differenziali delle obbligazioni a dieci anni è variato dai 31 punti base della Spagna ai 22 punti base del Portogallo, fino ai 4 punti base dell'Italia (cfr. grafico 5). In Italia, a un più ampio calo temporaneo registrato sino a gennaio, è seguita un'inversione

di tendenza nelle settimane precedenti le elezioni parlamentari di marzo. In Germania, i rendimenti dei Bund decennali hanno registrato un incremento di 5 punti base in più rispetto all'aumento del tasso OIS, comportando un differenziale meno negativo che, tra le altre cose, può segnalare più contenuti premi connessi alla scarsità dei titoli.

Grafico 5

Differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato e il tasso OIS

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 7 marzo 2018.

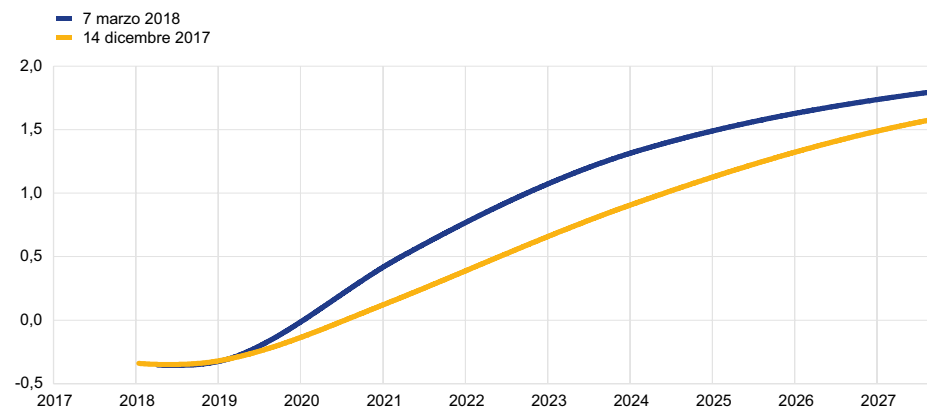
L'inclinazione della curva forward dell'Eonia (euro overnight index average)

si è accentuata. La curva dei tassi a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto per le scadenze a medio e a lungo termine (cfr. grafico 6). Nel periodo che termina all'inizio del 2019, l'andamento della curva ha registrato poche variazioni rispetto al precedente periodo in esame. Questa tendenza ha rispecchiato sostanzialmente le immutate aspettative di mercato, relativamente a questo orizzonte, sul livello del tasso sui depositi presso la banca centrale.

Grafico 6

Tassi forward Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

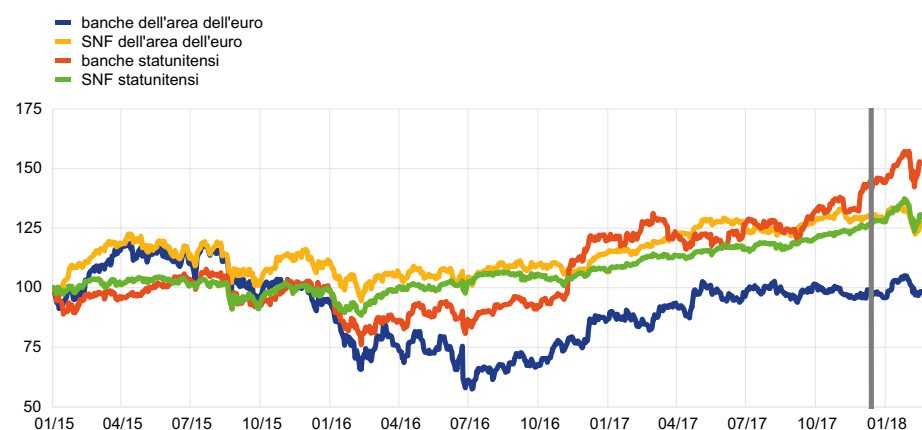
Il tasso Eonia ha registrato un livello medio di circa -36 punti base durante il periodo in esame. La liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 5 miliardi di euro, attestandosi a circa 1.885 miliardi. La crescita dei fattori autonomi netti è stata più che compensata dalla liquidità fornita dal programma di acquisto di attività dell'Eurosistema. Le condizioni di liquidità sono illustrate in maggior dettaglio nel riquadro 3.

La volatilità dei mercati azionari è aumentata verso la fine del periodo in esame. Se le quotazioni azionarie avevano registrato un incremento dalla metà di dicembre 2017 fino alla fine di gennaio 2018, all'inizio di febbraio si sono osservati una brusca correzione dei prezzi e un picco di volatilità (cfr. grafico 7). La correzione è stata provocata, molto probabilmente, dalle percezioni del mercato relative all'aumento dell'inflazione, specialmente negli Stati Uniti, e dal corrispondente aggiustamento delle aspettative sulla politica monetaria. Al calo delle quotazioni azionarie è seguita una parziale inversione di tendenza; tuttavia, l'incertezza relativa agli annunci di politica commerciale degli Stati Uniti ha dato luogo, da inizio marzo, a un nuovo calo nei mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico. Complessivamente, nel periodo in esame, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono scese del 2,7 per cento, mentre i titoli del settore finanziario hanno registrato un calo pari soltanto all'1,5 per cento. Nonostante la correzione, negli Stati Uniti sono cresciuti gli indici azionari sia finanziari che non finanziari, rispettivamente del 6,4 e del 3,1 per cento. Nel complesso, nonostante le solide aspettative sugli utili societari continuino a sostenere gli andamenti dei mercati azionari dell'area dell'euro, l'incremento dei tassi privi di rischio e dei premi per il rischio azionario hanno inciso negativamente sulle quotazioni azionarie.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 7 marzo 2018.

Nel periodo in esame, i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF sono rimasti sostanzialmente stabili. Al 7 marzo 2018 i differenziali dei rendimenti delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade (calcolati come differenziale con la corrispondente curva dei rendimenti medi con rating AAA dell'area dell'euro) sono

rimasti sostanzialmente invariati dalla metà di dicembre 2017, su livelli inferiori (di circa 79 punti base) rispetto ai differenziali registrati a marzo 2016, prima dell'annuncio del programma di acquisto delle attività del settore societario (cfr. grafico 8). I differenziali sul debito del settore finanziario sono cresciuti lievemente, di 4 punti base, nel periodo in rassegna. I livelli contenuti dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono in linea con l'espansione economica in corso.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2017). L'ultima osservazione si riferisce al 7 marzo 2018.

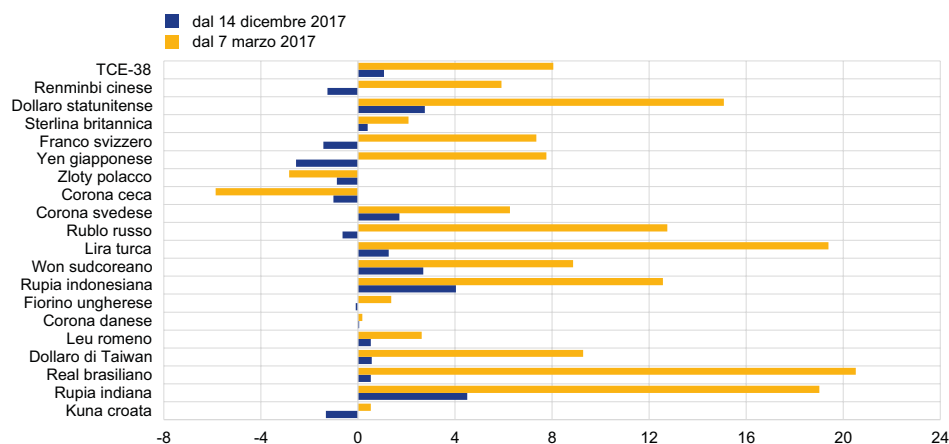
Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali a partire da metà dicembre 2017.

Questo andamento rispecchia in ampia misura un rafforzamento, ascrivibile alle notizie macroeconomiche, rispetto al dollaro statunitense (con un apprezzamento dell'euro del 2,8 per cento nel periodo in esame, cfr. grafico 9) e in misura minore anche un apprezzamento rispetto alla sterlina

Grafico 9

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

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate utilizzando i tassi di cambio vigenti il 7 marzo 2018.

britannica. L'euro è stato anche supportato dal rafforzamento rispetto alle valute delle principali economie emergenti, con eccezione del renminbi cinese, rispetto al quale si è deprezzato dell'1,3 per cento. L'euro si è invece deprezzato nei confronti di alcune altre valute principali, incluso il franco svizzero e lo yen giapponese, nonché rispetto alle valute di altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, attenuando l'apprezzamento dell'euro su base ponderata per il volume degli scambi.

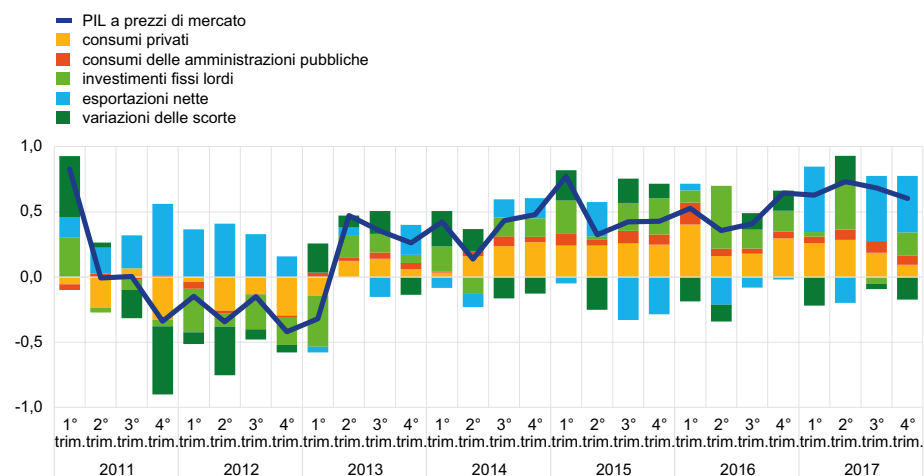
3 Attività economica

L'espansione economica nell'area dell'euro continua a essere robusta e generalizzata nei diversi paesi e settori. La crescita del PIL in termini reali è sostenuta dall'espansione dei consumi privati e degli investimenti, nonché dalle esportazioni, che beneficiano della diffusa ripresa mondiale. I risultati delle ultime indagini quantitative e i dati più recenti confermano una dinamica della crescita forte e diffusa nell'economia dell'area dell'euro, che, secondo le proiezioni, dovrebbe continuare nel breve termine a un ritmo lievemente più rapido rispetto alle attese. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, le proiezioni di marzo 2018 degli esperti della BCE hanno rivisto al rialzo le prospettive di crescita del PIL per il 2018, mentre quelle per il biennio 2019-2020 sono rimaste invariate. Le previsioni per l'area dell'euro indicano un aumento del PIL in termini reali pari al 2,5 per cento nel 2017, al 2,4 nel 2018, all'1,9 nel 2019 e all'1,7 nel 2020.

La crescita è rimasta robusta nel quarto trimestre del 2017 e continua ad essere generalizzata nei diversi paesi. Nel quarto trimestre dello scorso anno il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 10). La crescita del PIL in termini reali è riconducibile all'interscambio netto e alla domanda interna, in particolare la spesa per investimenti fissi, mentre la variazione delle scorte ha fornito un contributo negativo. La seconda pubblicazione dei dati trimestrali sul PIL reale ha lasciato invariata la stima della crescita su base trimestrale per il quarto trimestre del 2017, confermando l'affidabilità della stima rapida preliminare (cfr. il riquadro *L'affidabilità della stima rapida preliminare del PIL dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). La crescita del prodotto nel quarto trimestre ha portato a un incremento annuo del PIL del 2,3 per cento nel 2017 (2,5 per cento aggiustato per i giorni lavorativi). Gli indicatori economici suggeriscono che la crescita generalizzata e robusta è proseguita agli inizi dell'anno.

Grafico 10
PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

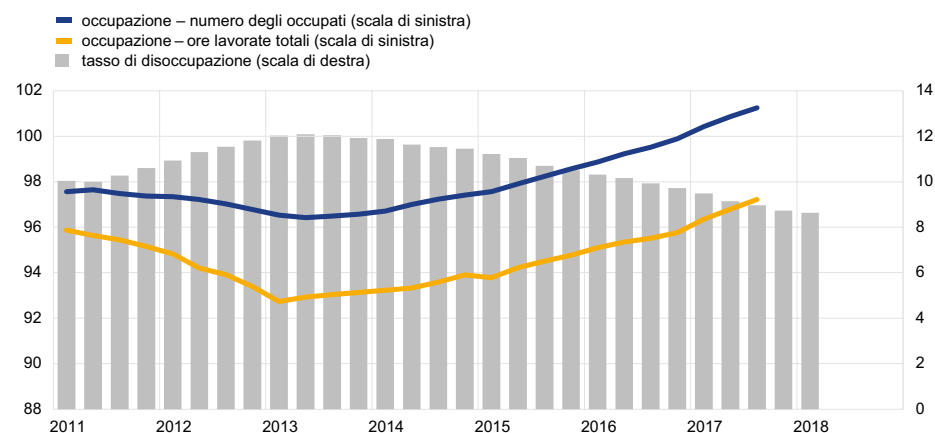
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2017.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a evidenziare dinamiche vigorose. Nel terzo trimestre del 2017 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,4 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,7 per cento. L'occupazione si colloca attualmente a un livello dell'1,2 per cento superiore al massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008. È proseguita anche la ripresa del monte ore lavorate, sebbene dall'inizio della ripresa le ore medie lavorate per addetto siano rimaste sostanzialmente stabili, mentre sono cresciute sia l'occupazione a tempo pieno che quella a tempo parziale. Tra i lavoratori a tempo parziale, l'incremento è avvenuto tra coloro che non sono sottoccupati, mentre il numero dei sottoccupati a tempo parziale è diminuito di recente (cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'occupazione a tempo parziale* in questo numero del Bollettino). A gennaio 2018, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro era pari all'8,6 per cento, ovvero al livello più basso osservato da dicembre 2008 (cfr. grafico 11). Il calo è stato generalizzato per genere e tra tutte le fasce di età. Anche la disoccupazione di lunga durata (la quota di popolazione disoccupata da almeno dodici mesi espressa in percentuale delle forze di lavoro) ha continuato a diminuire, pur rimanendo ben al di sopra dei livelli pre-crisi. Le informazioni ricavate dalle indagini segnalano persistenti miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro nel periodo a venire. Al tempo stesso, si manifestano crescenti segnali di carenze di manodopera in alcuni paesi e settori. Nel terzo trimestre 2017, la crescita dei redditi è rimasta sostenuta.

Grafico 11

Andamenti dei mercati del lavoro nell'area dell'euro

(scala di sinistra: indice: 1° trim. 2008 = 100; scala di destra: percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017 per l'occupazione e le ore lavorate e a gennaio 2018 per il tasso di disoccupazione.

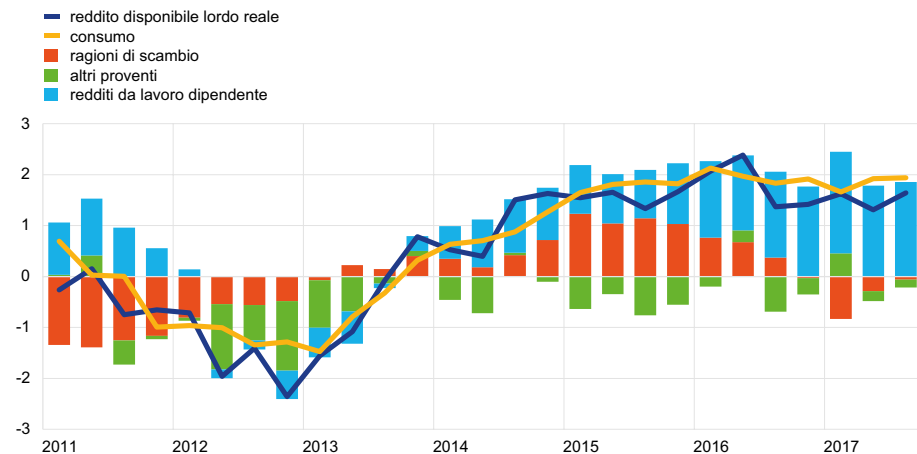
Il miglioramento del mercato del lavoro continua a sostenere la crescita dei redditi e la spesa privata. I consumi privati sono aumentati nel quarto trimestre del 2017 di uno 0,2 per cento, portando l'incremento annuo all' 1,5 per cento. Nel terzo trimestre del 2017 il tasso di risparmio rispetto al reddito disponibile da parte delle famiglie è rimasto contenuto, toccando il minimo storico dal 1999, e ha continuato a supportare i consumi privati. Anche le misure di politica monetaria della BCE, responsabili dell'allentamento delle condizioni di

finanziamento, hanno continuato a sostenere la spesa delle famiglie. Dal momento che i redditi dei lavoratori dipendenti rimangono il motore principale della crescita dei consumi privati, questa continuerà ad essere sostenuta dall'incremento dei redditi reali (cfr. grafico 12).

Grafico 12

Redditi disponibili lordi reali e consumi nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "altri proventi" è costituita dal margine operativo, dai redditi da capitale, dalle imposte e dai trasferimenti diretti. Tutte le componenti reddituali sono deflazionate con il deflatore del PIL. Il contributo delle ragioni di scambio è approssimato dal differenziale del PIL e dal deflatore dei consumi. I consumi e il reddito disponibile sono deflazionati in base al deflatore dei consumi. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017.

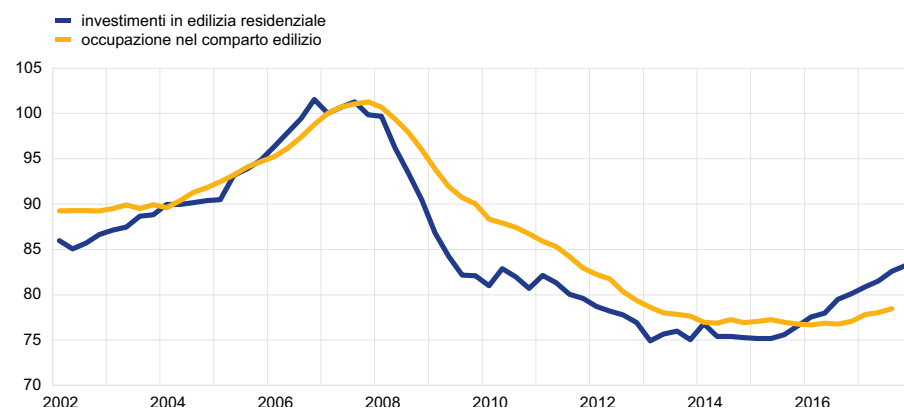
La crescita degli investimenti nelle costruzioni si è fortemente rafforzata nel 2017, e questa ripresa dovrebbe continuare nel 2018. La produzione edile si è stabilizzata nel quarto trimestre del 2017, ma nel corso dell'anno è complessivamente aumentata del 2,2 per cento. Le indagini congiunturali sul comparto edile continuano a segnalare un rafforzamento del ritmo di crescita. Il clima di fiducia nelle costruzioni per il segmento degli immobili è migliorato a dicembre 2017 e a gennaio 2018. A gennaio, l'indice per l'edilizia dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) ha raggiunto un valore di 57,0, in crescita dal 53,3 di dicembre, il maggiore incremento registrato da febbraio 2011. Contemporaneamente a gennaio è nuovamente cresciuto l'indicatore della carenza di manodopera nel settore edile della Commissione europea, che era già su livelli sostenuti.

In un'ottica ciclica, il livello degli investimenti in edilizia residenziale si mantiene modesto. L'occupazione nel settore edile e gli investimenti reali in immobili residenziali sono scesi rapidamente dai massimi pre-crisi del terzo trimestre del 2007 (cfr. grafico 13); mentre gli investimenti residenziali hanno segnato una lieve ripresa (del 10 per cento a partire dal secondo trimestre del 2015), il recupero dell'occupazione nel settore delle costruzioni è stato molto più debole (fino al 2 per cento). La ripresa degli investimenti in costruzioni residenziali relativamente debole in termini di volume riflette tanto l'eccesso di investimento pre-crisi in alcuni paesi dell'area dell'euro, quanto il permanere di una tensione verso la riduzione dell'indebitamento delle famiglie. In prospettiva, si prevede che la crescita del PIL sia sempre più sostenuta dagli investimenti in edilizia residenziale.

Grafico 13

Occupazione nel settore edile e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2007 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

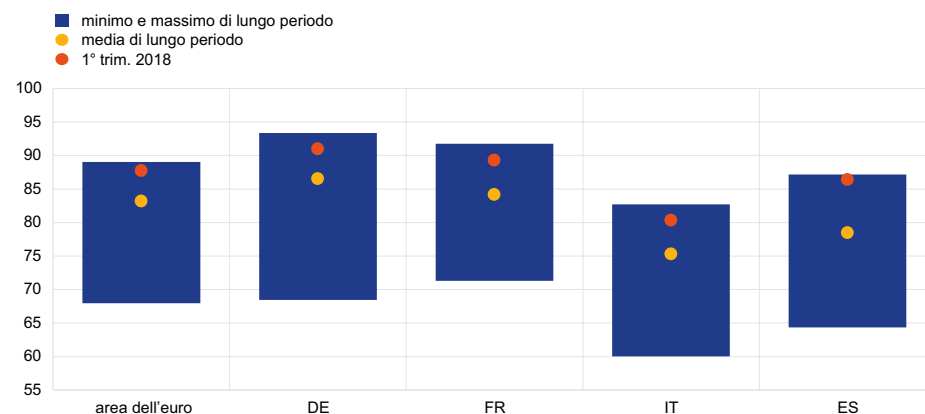
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre 2017 per l'occupazione nel settore edile e al quarto trimestre 2017 per gli investimenti in edilizia residenziale.

La crescita degli investimenti diversi dalle costruzioni è aumentata nel quarto trimestre del 2017 e questa ripresa sarebbe proseguita all'inizio del 2018. Secondo i conti settoriali, il margine operativo lordo ha mostrato nel terzo trimestre del 2017 un considerevole incremento. Si tratta di un fenomeno di rilievo per le attività immateriali, che fanno maggiore affidamento sull'autofinanziamento. Le indagini della Commissione Europea hanno evidenziato anche che nel primo trimestre del 2018 le stime sull'utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni di investimento si sono avvicinate al loro massimo storico sia nell'area dell'euro sia nei quattro maggiori paesi dell'area (cfr. grafico 14). Secondo tali indagini, questa caratteristica si rispecchia anche in vincoli crescenti alla produzione nel settore dei beni di investimento, connessi sia alle attrezzature sia al lavoro.

Grafico 14

Utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni di investimento nell'area dell'euro e nei maggiori paesi dell'area

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: per "lungo periodo" si intende il periodo a partire dal 1987.

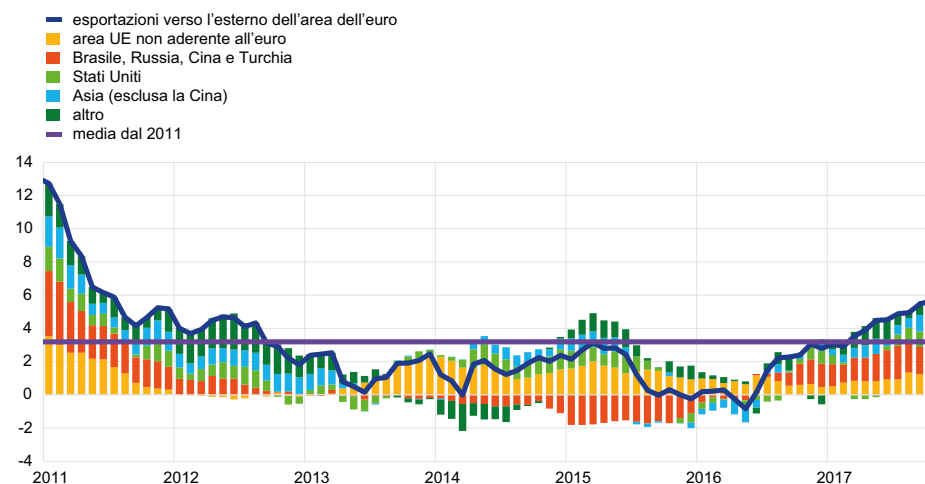
Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a contribuire alla crescita del prodotto per tutto il 2018. La forte domanda e la crescita degli utili dovrebbero continuare a sostenere gli investimenti delle imprese, malgrado la recente volatilità dei mercati azionari. Esaminando in maggiore dettaglio la dinamica recente delle quotazioni azionarie per le società non finanziarie dell'area dell'euro, la recente volatilità sarebbe riconducibile più ai tassi di interesse e ai premi per il rischio superiori alle attese che non a una revisione al ribasso delle aspettative sugli utili. Nella misura in cui un'ampia parte dell'investimento è finanziato attraverso gli utili non distribuiti, l'impatto immediato sugli investimenti potrebbe non essere molto significativo.

Le esportazioni dell'area dell'euro proseguono su una tendenza positiva ed hanno ricevuto ulteriore slancio nel quarto trimestre 2017. I dati di dicembre per le esportazioni dell'area dell'euro confermano una tendenza robusta con un ulteriore aumento, nell'ultimo trimestre del 2017, della crescita su base annua delle esportazioni pari al 5,7 per cento – il livello più alto dal terzo trimestre del 2011. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono state favorite soprattutto dalle vendite di beni nei paesi non appartenenti all'UE, con un contributo positivo apportato anche dalle esportazioni verso tutte le altre aree (cfr. grafico 15). La quota di mercato delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro continua a essere sostanzialmente stabile, nonostante il recente apprezzamento dell'euro. Gli indicatori congiunturali segnalano il perdurare nel breve periodo di un andamento delle esportazioni vigoroso, malgrado la lieve diminuzione dei nuovi livelli di ordini esteri e degli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero mondiale e dell'area dell'euro, i cui livelli tuttavia restano alti.

Grafico 15

Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

Note: le ultime osservazioni delle esportazioni all'esterno dell'UE si riferiscono a dicembre 2017. Le esportazioni all'interno dell'UE sono approssimate a partire dal contributo calcolato sui dati di novembre 2017. Per dicembre 2017 i volumi totali delle esportazioni si basano sui dati relativi al valore e ai prezzi alla produzione.

Nel complesso, gli ultimi indicatori economici segnalano una vigorosa dinamica della crescita nell'area dell'euro, che, secondo le proiezioni, dovrebbe rafforzarsi nel breve periodo a un ritmo lievemente più rapido rispetto alle attese. Nel quarto trimestre del 2017 la produzione industriale (escluse

le costruzioni) è aumentata dell'1,5 per cento rispetto al periodo precedente. I dati più recenti desunti dalle indagini, inoltre, segnalano una solida dinamica espansiva nel breve periodo. Nei primi due mesi del 2018, l'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea e l'indice composito dei responsabili degli acquisti hanno registrato in media valori superiori rispetto al quarto trimestre del 2017, restando ben al di sopra dei loro livelli medi di lungo periodo.

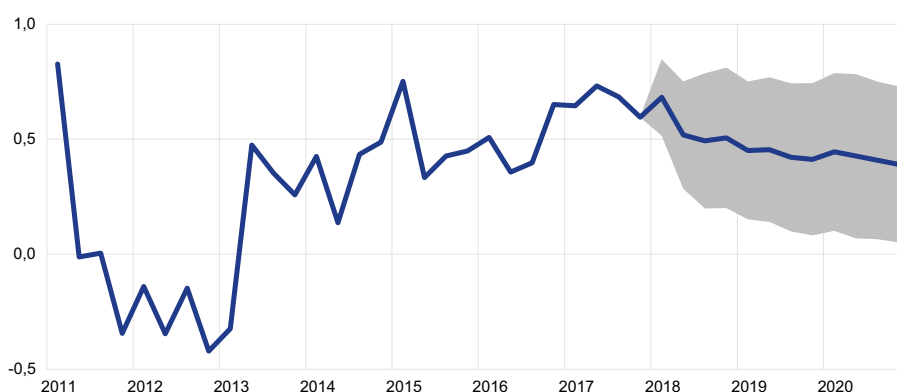
La robusta e generalizzata espansione economica in atto dovrebbe proseguire. Le misure di politica monetaria della BCE, che hanno agevolato la riduzione della leva finanziaria, continuano a sostenere la domanda interna. I consumi privati sono sospinti dall'incremento dell'occupazione, che a sua volta beneficia delle passate riforme del mercato del lavoro, e dall'aumento della ricchezza delle famiglie. Continua il rafforzamento degli investimenti delle imprese sostenuti da condizioni di finanziamento molto favorevoli, dalla crescita delle redditività delle imprese e da una forte domanda. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno registrato un miglioramento negli ultimi trimestri. In aggiunta, l'espansione generalizzata a livello mondiale spinge le esportazioni dell'area dell'euro.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali del 2,5 per cento nel 2017, del 2,4 nel 2018, dell'1,9 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020 (cfr. grafico 16). Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2017, le prospettive di crescita del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo per il 2018 e sono rimaste invariate per il 2019 e il 2020. La valutazione dei rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro disegna un quadro sostanzialmente bilanciato.

Grafico 16

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 marzo 2018.

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

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa dall'1,3 all'1,2 per cento tra gennaio e febbraio. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, i tassi sui dodici mesi dell'inflazione complessiva dovrebbero mantenersi intorno all'1,5 per cento per il resto dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo restano contenute, ma dovrebbero aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenute dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla corrispondente riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale. Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di marzo formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,4 per cento nel 2018, dell'1,4 per cento nel 2019, e dell'1,7 per cento nel 2020 e un tasso di inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari pari, rispettivamente, all'1,1, all'1,5 e all'1,8 per cento.

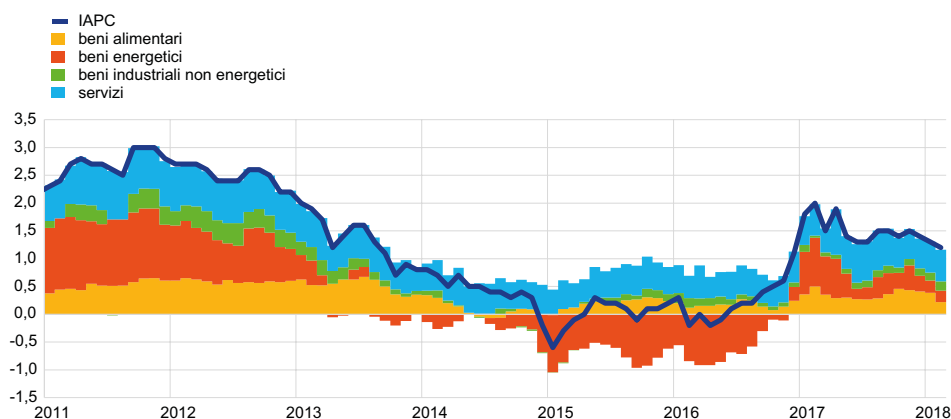
L'inflazione complessiva è lievemente diminuita nel mese di febbraio.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è scesa all'1,2 per cento a febbraio 2018, dall'1,3 del mese precedente, mantenendosi al di sotto dei livelli raggiunti alla fine del 2017 (cfr. grafico 17). Il calo di febbraio riflette per lo più una minore inflazione dei prezzi dei beni alimentari non trasformati, riconducibile soprattutto a effetti base.

Grafico 17

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2018 (stime preliminari).

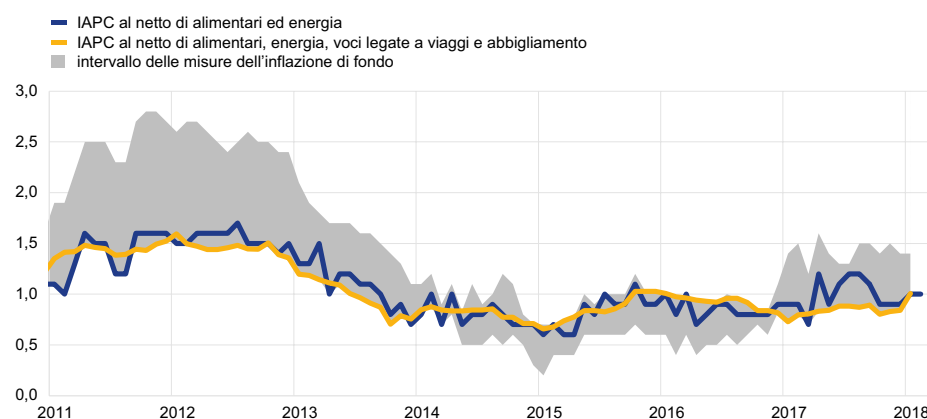
Le misure dell'inflazione di fondo si sono stabilizzate o sono lievemente aumentate all'inizio dell'anno, dopo un calo alla fine del 2017. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è stata pari all'1,0 per cento a febbraio 2018, invariata rispetto a gennaio, ma in crescita in confronto allo 0,9 per cento di dicembre 2017 (cfr. grafico 18). Il calo di fine anno ha in parte

riflesso gli effetti del notevole calo dell'inflazione per diverse voci legate ai servizi¹. Si è osservata inoltre una ripresa nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici e delle voci legate ai viaggi e all'abbigliamento, che tendono a essere influenzate rispettivamente dagli effetti di calendario e dai periodi dei saldi. Tuttavia, nel complesso le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste contenute e non hanno ancora mostrato segnali robusti di un sostenuto aggiustamento al rialzo.

Grafico 18

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Note: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, IAPC al netto di alimentari ed energia, IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento, media troncata del 30 per cento e mediana dello IAPC. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2018 (IAPC al netto di beni energetici e alimentari, stima preliminare) e a gennaio 2018 (tutte le altre misure)

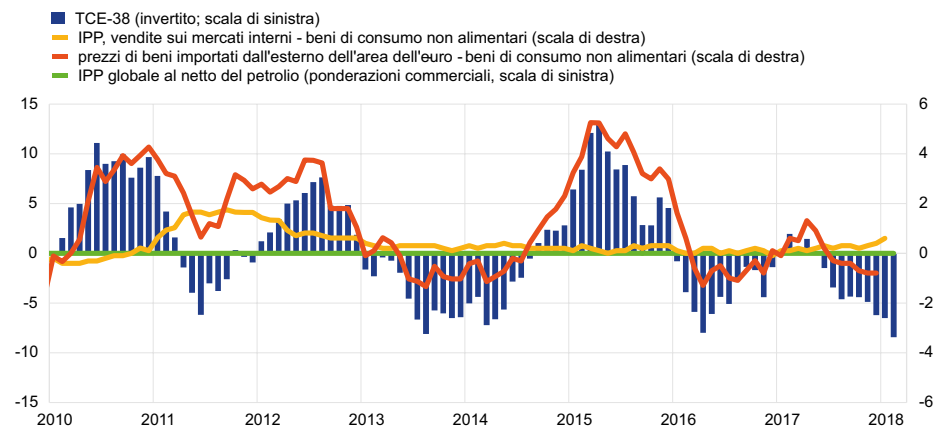
Le spinte sui prezzi per i beni industriali non energetici nello IAPC rimangono nel complesso contenute. L'inflazione sui prezzi alla produzione dei beni non energetici a livello globale ha mostrato un'ulteriore lieve flessione a gennaio, ma si è mantenuta a un livello elevato. I recenti andamenti in termini tendenziali dei prezzi sia del petrolio sia delle materie prime, in prospettiva, indicano inoltre un allentamento delle pressioni sui prezzi della prima fase (cfr. grafico 19). Le pressioni al ribasso sui prezzi derivate dall'apprezzamento dell'euro, tuttavia, sono finora osservabili principalmente nel calo dell'inflazione all'importazione. Per i beni intermedi, l'inflazione dei prezzi all'importazione è scesa al 2,1 per cento a dicembre 2017 dal 3,1 per cento di novembre, mentre per i beni di consumo non alimentari essa si è mantenuta a -0,8 per cento, invariata rispetto a novembre. Nel caso delle vendite sui mercati interni, gli andamenti dei prezzi alla produzione non sembrano finora aver risentito di alcun effetto dell'apprezzamento associato a input importati di minor costo. In particolare, l'inflazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo non alimentari è salita dallo 0,4 per cento di dicembre 2017 allo 0,6 per cento di gennaio 2018, raggiungendo il suo livello più alto da dicembre 2012. Lo stesso vale per i prezzi dei beni di consumo: nonostante le pressioni al ribasso dovute a una minore inflazione sui beni finali importati, l'inflazione misurata sullo IAPC dei prezzi dei beni industriali non energetici ha continuato a crescere. Secondo i dati preliminari dell'Eurostat, si è attestata allo 0,7 per cento a febbraio 2018, dopo lo 0,6 per cento di gennaio e lo 0,5 per cento di dicembre 2017.

¹ Cfr. anche la trattazione contenuta nel riquadro *Il ruolo di stagionalità e anomalie nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici* in questo numero del Bollettino.

Grafico 19

Andamenti dei tassi di cambio e prezzi all'importazione e alla produzione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2018 per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro su 38 dei principali partner commerciali dell'area (TCE-38), a gennaio 2018 per l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) dei beni di consumo non alimentari e per l'IPP globale al netto del petrolio, e a dicembre 2017 per i prezzi dei beni di consumo non alimentari importati dall'esterno dell'area dell'euro.

Gli andamenti recenti confermano l'ipotesi di una graduale tendenza all'accelerazione nelle retribuzioni e di un graduale accumulo delle pressioni inflazionistiche interne. La crescita tendenziale del reddito per occupato è aumentata portandosi all'1,6 per cento nel terzo trimestre del 2017, da un minimo dell'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2016². Questo incremento ha principalmente riflesso un maggior contributo dello slittamento salariale, che in genere tende a reagire più rapidamente agli andamenti ciclici rispetto alle retribuzioni contrattuali. La crescita delle retribuzioni contrattuali sui dodici mesi ha subito solo un lieve aumento, dall'1,5 per cento del terzo trimestre del 2017 all'1,6 per cento del quarto, ma i recenti accordi salariali nei paesi dell'area dell'euro segnalano un aumento nel periodo a venire. Se da un lato i recenti andamenti della dinamica salariale sono in linea con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, essi possono tuttavia essere compensati da fattori quali la bassa inflazione degli scorsi periodi, la debole crescita della produttività e il persistere degli effetti delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi.

Sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini sono rimaste stabili. Il 7 marzo 2018 il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,71 per cento, sostanzialmente invariato da metà dicembre, ma lievemente al di sotto dei livelli osservati alla fine di gennaio (cfr. grafico 20). Il profilo futuro delle misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione con un ritorno solo graduale a livelli di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento. La probabilità neutrale al rischio di valori negativi per

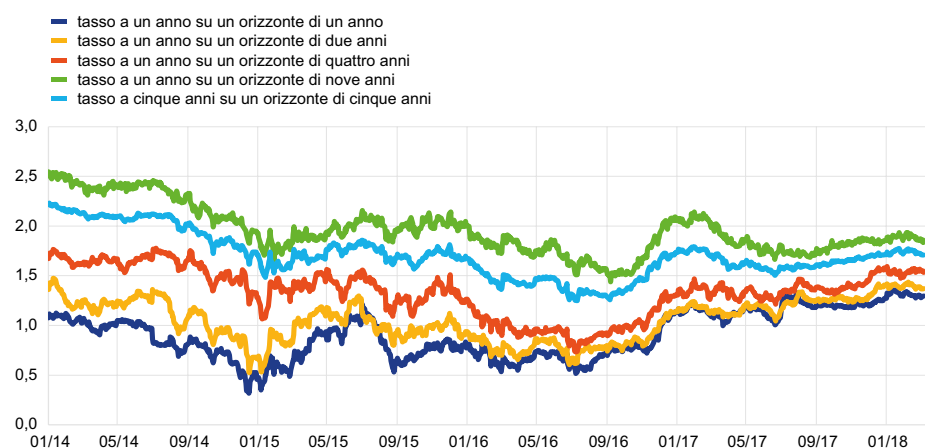
² Nella seconda stima dell'Eurostat sulla crescita trimestrale del PIL in termini reali dell'area dell'euro, pubblicata il 7 marzo 2018, il tasso di crescita del terzo trimestre del 2017 è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali.

il tasso medio di inflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, è trascurabile e pertanto indica che i mercati attualmente giudicano molto modesto il rischio di deflazione. In base all'indagine effettuata presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters) per il primo trimestre del 2018, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono attestate all'1,85 per cento, rimanendo sostanzialmente stabili.

Grafico 20

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 7 marzo 2018.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2018 prevedono una crescita dell'inflazione misurata sullo IAPC soltanto verso la fine dell'orizzonte di previsione.

Sulla base delle informazioni disponibili a metà febbraio, queste proiezioni vedono l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro all'1,4 per cento nel 2018, all'1,4 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020 (cfr. grafico 21), con una lieve revisione al ribasso nel 2019 rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017³. Si prevede che i cali dell'inflazione armonizzata dei beni energetici nel 2018 e nel 2019 compensino sostanzialmente un rafforzamento dell'inflazione di fondo, con una crescita dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dall'1,1 per cento nel 2018 all'1,5 per cento del 2019, fino all'1,8 per cento nel 2020. Importanti fattori alla base della graduale ripresa dell'inflazione di fondo sono rappresentati da un ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro, con crescenti tensioni al suo interno e notevoli carenze nell'offerta di lavoro in alcune parti dell'area. Nonostante si preveda che il recente rafforzamento del tasso di cambio dell'euro abbia un impatto al ribasso sull'inflazione, questo dovrebbe essere in parte controbilanciato dall'attuale vigorosa dinamica

³ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2018*, pubblicato sul sito internet della BCE l'8 marzo 2018.

espansiva dell'area dell'euro, considerata la maggiore capacità di fissazione dei prezzi delle società dell'area ad essa collegata.

Grafico 21

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 marzo 2018.

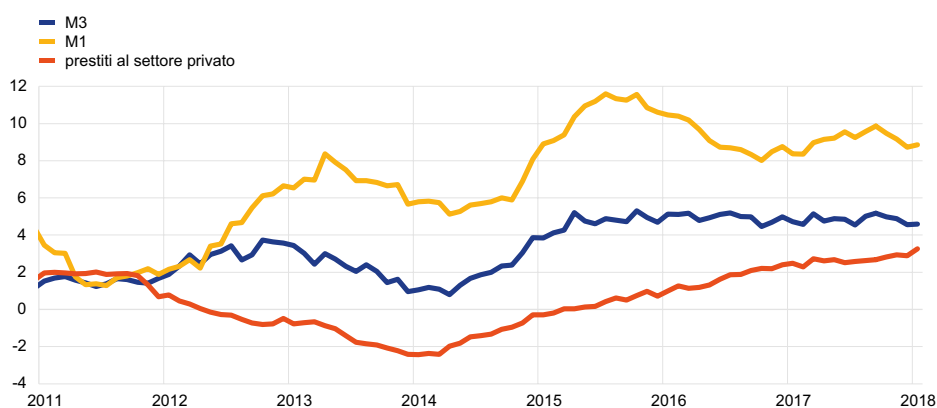
5 Moneta e credito

A gennaio 2018, l'aggregato monetario ampio ha continuato a crescere al ritmo sostenuto registrato complessivamente a partire dalla metà del 2015. Nel contempo, la ripresa della crescita dei prestiti al settore privato è proseguita. Si stima che nel quarto trimestre 2017 il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie (SNF) si sia rafforzato.

A gennaio 2018, la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta al 4,6 per cento, in linea con il costante ritmo di espansione monetaria registrato a partire dalla metà del 2015 (cfr. grafico 22). La crescita dell'aggregato monetario è stata sostenuta dal basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, oltre che dall'effetto delle misure di politica monetaria della BCE. Le componenti più liquide hanno continuato a fornire il contributo più rilevante alla crescita dell'aggregato monetario ampio, con un tasso di crescita di M1 sui dodici mesi aumentato fino ad arrivare all'8,9 per cento a gennaio, dall'8,7 per cento di dicembre 2017, dopo una flessione nei mesi precedenti.

Grafico 22
M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

I depositi overnight hanno continuato a fornire il contributo più rilevante all'espansione di M3. In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie (SNF) si è mantenuto robusto a gennaio, nonostante abbia continuato a ridursi. Per contro, il volatile tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie ha registrato un forte incremento a gennaio, sostenendo la crescita di M1 nel corso del mese. La crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è lievemente diminuita a gennaio, continuando pertanto a escludere forti segnali, da parte del settore detentore di moneta, di sostituzione dei depositi con circolante in un contesto caratterizzato da un livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno continuato ad avere un impatto negativo su M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), componente esigua di M3, si è mantenuto ancora in territorio negativo nel periodo in esame. Questo andamento è riconducibile a un modesto contributo negativo

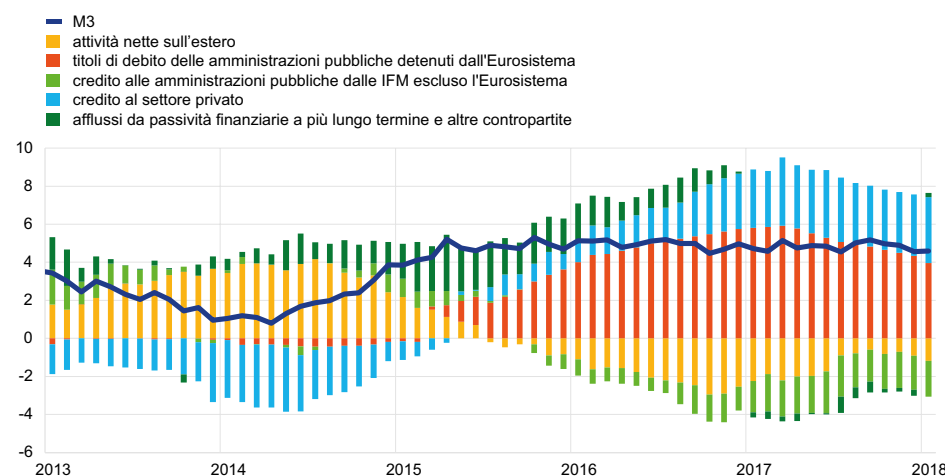
fornito dalle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari, che riflette la minor appetibilità attuale di questi strumenti, oltre a un'ulteriore diminuzione dell'emissione di titoli di debito a breve termine da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM).

Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 23).

Dal punto di vista delle contropartite, un maggiore contributo all'espansione di M3 proveniente da un aumento del credito al settore privato ha in parte compensato un calo degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA), che è stato determinato dalla riduzione di 30 miliardi di euro al mese negli acquisti netti da parte dell'Eurosistema, a partire da gennaio 2018. Gli acquisti di titoli di debito pubblici da parte dell'Eurosistema (cfr. le parti rosse degli istogrammi del grafico 23), effettuati per lo più nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico della BCE (Public Sector Purchase Programme, PSPP), hanno continuato a fornire un contributo positivo all'espansione di M3, mentre la ripresa attualmente in corso del credito al settore privato (cfr. le parti blu degli istogrammi del grafico 23) ha sostenuto sempre più la crescita di M3. Quest'ultima ha interessato sia i prestiti delle IFM al settore privato, sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato diverso dalle IFM dell'area dell'euro. Essa comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). La crescita di M3 ha beneficiato della durevole contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve (incluse assieme ad altre contropartite nelle parti verde scuro degli istogrammi del grafico 23). Le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (escluso l'Eurosistema) hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti, frenando così l'espansione di M3 (cfr. le parti verde chiaro degli istogrammi del grafico 23). Infine, le attività nette sull'estero delle IFM (cfr. le parti in giallo degli istogrammi del grafico 23) hanno continuato a influire sulla crescita annuale di M3.

Grafico 23
M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

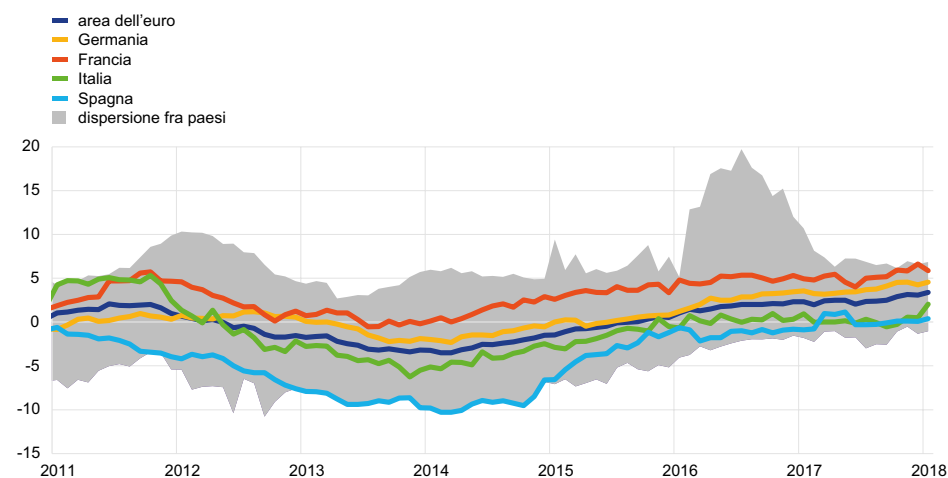
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Comprende pertanto le disponibilità dell'Eurosistema di titoli di debito nel contesto del programma di acquisto delle attività del settore societario (CSPP). L'ultima osservazione è riferita a gennaio 2018.

Prosegue la ripresa dell'espansione dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) ha proseguito la sua tendenza al rialzo a gennaio (cfr. grafico 22). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è salito al 3,4 per cento a gennaio, dal 3,1 per cento di dicembre (cfr. grafico 24). La crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal basso livello raggiunto nel primo trimestre del 2014 e la dispersione tra paesi di tali prestiti è complessivamente diminuita. A gennaio, il tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 2,9 per cento (cfr. grafico 25). Queste dinamiche sono state favorite dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro a partire dall'estate 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 e della riduzione dei crediti deteriorati, anche se in alcuni paesi questi ultimi permangono su livelli elevati e potrebbero continuare a limitare l'intermediazione finanziaria¹.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste su livelli

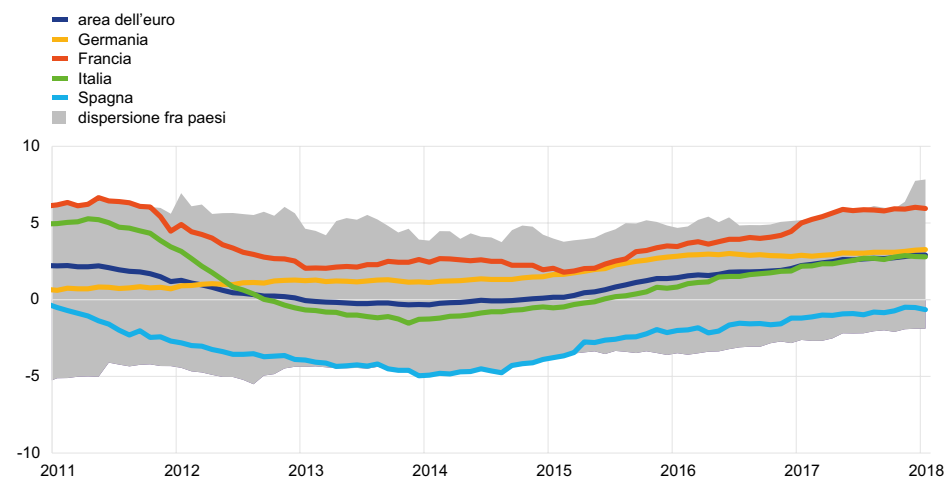
storicamente bassi. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche è rimasto sostanzialmente invariato a un minimo storico nel mese di gennaio (cfr. grafico 26). Ciò è ascrivibile alla stabilità del costo dei depositi, nonostante il lieve aumento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie nel corso del mese. Hanno contribuito a creare queste condizioni favorevoli l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci bancari e la riduzione della frammentazione nei mercati finanziari.

¹ Cfr. anche la sezione 3 del numero di novembre 2017 della *Financial Stability Review* della BCE.

Grafico 25

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



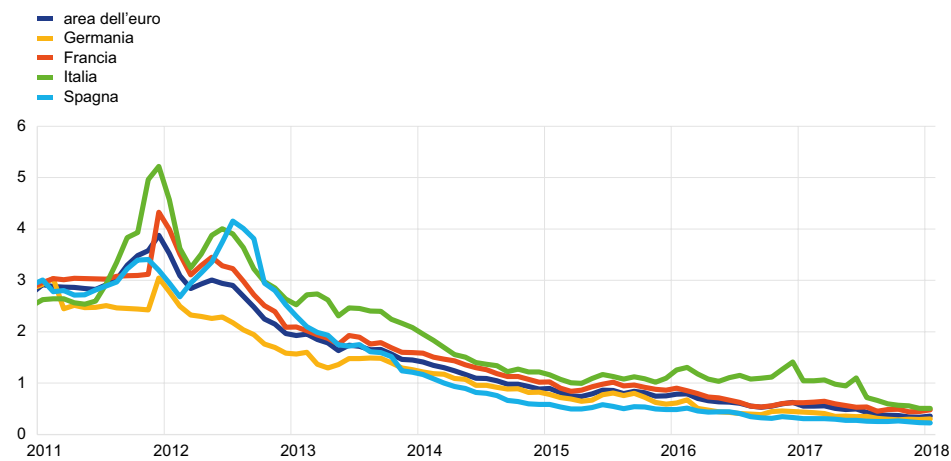
Fonte: BCE.

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

Grafico 26

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

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



Fonti: Eurostat, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

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

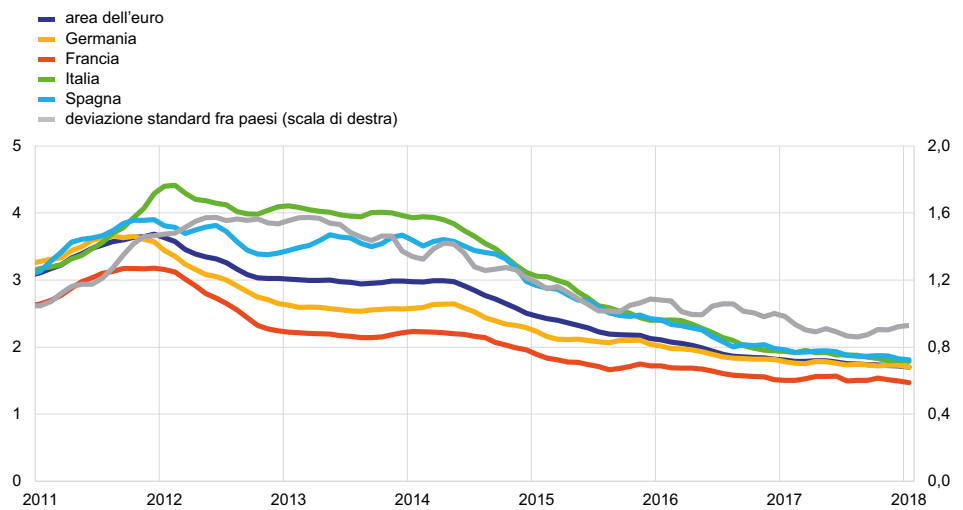
I tassi sui prestiti bancari alle SNF sono scesi a un nuovo minimo storico. I tassi composti sui prestiti bancari alle SNF (cfr. grafico 27) sono diminuiti ulteriormente e hanno raggiunto un minimo storico dell'1,67 per cento a gennaio 2018. I tassi composti sui prestiti bancari alle famiglie (cfr. grafico 28) sono rimasti sostanzialmente invariati all'1,84 per cento, lievemente al di sopra del minimo storico dell'1,78 per cento registrato a dicembre 2017. Nel complesso, dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi composti sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura ben più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato. Ciò indica un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica

monetaria ai tassi praticati dalle banche. Il calo dei costi composti della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi composti sui prestiti. Tra maggio 2014 e gennaio 2018 i tassi composti sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 126 e 108 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro, a indicare una più omogenea trasmissione della politica monetaria verso i tassi in questione nei diversi paesi. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 250 mila euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) si è considerevolmente ridotto nell'area dell'euro. Ciò indica che in linea generale le piccole e medie imprese hanno beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 27

Tassi composti sui prestiti per le SNF

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



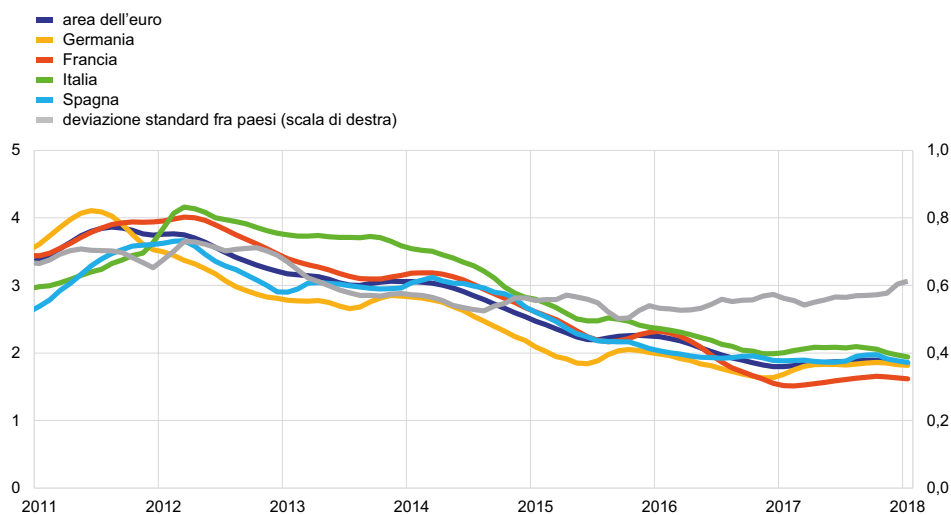
Fonte: BCE.

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

Grafico 28

Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

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

Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie dell'area dell'euro si sia rafforzato nel quarto trimestre del 2017.

Ciò riflette gli ulteriori miglioramenti nelle dinamiche dei prestiti bancari e negli effetti base. In generale, la ripresa osservata dagli inizi del 2014 nei finanziamenti esterni per le SNF è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore diminuzione del costo del finanziamento mediante ricorso al debito, dall'allentamento delle condizioni di prestito e da un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Nel contempo, il livello senza precedenti, e in ulteriore aumento, raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è stata più moderata nel quarto trimestre del 2017.

Seppure positive a ottobre e novembre, le emissioni nette sono state negative a dicembre. Tuttavia, dati di mercato suggeriscono che l'attività di emissione si è nuovamente rafforzata a gennaio e si è mantenuta su livelli sostenuti a febbraio. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste contenute nel quarto trimestre 2017.

Il costo del finanziamento delle SNF è lievemente aumentato a partire da gennaio.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è aumentato di circa 15 punti base, al 4,6 per cento a febbraio, dopo essersi mantenuto stabile per diversi mesi. La maggior parte degli aumenti a partire da gennaio 2018 è riconducibile all'incremento dei costi del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato e del finanziamento azionario. Sebbene l'attuale costo del finanziamento esterno sia di circa 50 punti base al di sopra del minimo storico registrato a luglio 2016, esso rimane più basso rispetto al livello osservato a metà del 2014, quando iniziarono a emergere le aspettative del mercato circa l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP).

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2018 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2017-2020). Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici deriva principalmente dalle condizioni cicliche favorevoli e dalla riduzione della spesa per interessi, mentre le misure di consolidamento discrezionali sono limitate. Secondo le proiezioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro dovrebbe restare sostanzialmente neutro per il biennio 2018-2020. Anche se il rapporto fra debito pubblico e PIL continuerà a scendere nell'area dell'euro, esso resterà ancora elevato. In particolare i paesi con elevati livelli di indebitamento beneficerebbero di una ricostituzione dei margini di bilancio.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2018¹, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dall'1 per cento del PIL nel 2017 allo 0,3 per cento del PIL nel 2020 (cfr. tavola 1). Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici, lievemente più marcato rispetto alle proiezioni di dicembre 2017, è principalmente sostenuto da condizioni cicliche favorevoli e dal calo degli esborsi per interessi.

Tavola

Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)	2017	2018	2019	2020
a. Totale entrate	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Totale spese	47,0	46,3	45,9	45,5
di cui:				
c. Spese per interessi	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Spese primarie (b - c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Saldo di bilancio (a - b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Saldo di bilancio primario (a - d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Saldo primario strutturale	1,0	0,9	0,8	0,9
Debito lordo	86,7	84,4	82,1	79,7
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	2,4	2,3	1,9	1,7

Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2018.

Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche, in termini aggregati, dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti.

Le proiezioni indicano un orientamento delle politiche di finanza pubblica dell'area dell'euro in media sostanzialmente neutro nel biennio 2018-2020².

Si prevede che nel 2018 i tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali versati dai lavoratori dipendenti saranno per la gran parte compensati da incrementi alle imposte indirette e da una crescita contenuta della spesa pubblica corrente.

¹ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2018](#).

² L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee come l'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Per il biennio 2019-2020 si prevede un orientamento delle politiche di bilancio neutrale, poiché le misure espansive dal lato delle entrate dovrebbero essere interamente compensate da un ulteriore contenimento della spesa pubblica. Ciò sembra indicare che i paesi dell'area dell'euro non intendano mettere a frutto la più solida espansione economica che sta maturando per costruire margini di bilancio. Come illustrato nel riquadro *L'orientamento delle politiche di bilancio durante le precedenti fasi espansive* pubblicato in questo numero del Bollettino economico, in periodi di congiuntura favorevole in generale le politiche di bilancio non sono state sufficientemente anticicliche nella fase espansiva che ha preceduto la crisi finanziaria.

In base alle previsioni, i livelli elevati di debito pubblico nell'area dell'euro dovrebbero continuare a scendere. Il rapporto medio tra debito pubblico e PIL per l'area dell'euro, che ha raggiunto il suo livello massimo nel 2014, dovrebbe ridursi dall'86,7 per cento del PIL nel 2017 al 79,7 per cento del PIL entro la fine del 2020. La riduzione del rapporto medio tra debito pubblico e PIL per l'area dell'euro è sostenuta dagli incrementi in corso degli avanzi primari e dai differenziali favorevoli fra tassi di interesse e tassi di crescita di ascrivibili alle prospettive macroeconomiche complessivamente positive. Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, lo scenario dell'evoluzione del rapporto fra debito e PIL è migliorato e ha riflettuto un effetto base al ribasso dal 2017 e contributi lievemente più elevati da parte dei differenziali fra tassi di crescita e tassi di interesse. L'andamento del rapporto medio fra debito e PIL dell'area dell'euro nasconde tuttavia importanti differenze fra paesi. Benché si preveda che nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro il rapporto fra debito e PIL scenderà, in alcuni paesi esso crescerà. In particolare nel caso degli Stati con un elevato debito sono indispensabili ulteriori sforzi di consolidamento – nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita – per condurre stabilmente il rapporto fra debito pubblico e PIL su un percorso discendente e rendere le finanze pubbliche meno vulnerabili di fronte a nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari o a un rapido aumento dei tassi di interesse. Ciò è confermato dall'analisi recentemente pubblicata dalla Commissione europea *Debt Sustainability Monitor 2017*, che evidenzia rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio-lungo termine in diversi Stati membri. A tale riguardo le riforme pensionistiche non sono utili soltanto per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine, ma possono anche contribuire in generale ad attenuare gli effetti macroeconomici di lungo termine potenzialmente negativi dell'invecchiamento, come spiegato nell'articolo *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche* in questo numero del Bollettino.

Riquadri

1 Ipotesi sulla durata dei recenti rincari del petrolio

a cura di Irma Alonso Álvarez e Frauke Skudelny

Da fine giugno 2017 a inizio marzo 2018 i prezzi del petrolio sono aumentati, passando da circa 45 dollari al barile a quasi 65 (cfr. grafico A). A determinare tale incremento hanno principalmente concorso la crescita della domanda mondiale superiore alle attese, la scelta di ridurre la produzione da parte dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e di alcuni paesi a essa non appartenenti, parzialmente compensata dall'aumento della produzione statunitense, e gli eventi geopolitici. Il presente riquadro esamina tali fattori, sulla base di un modello autoregressivo vettoriale strutturale, e valuta la probabilità che gli stessi perdurino.

Grafico A

Quotazioni del greggio di qualità Brent

(dollari USA per barile)



Fonte: Bloomberg.

La crescita della domanda mondiale superiore alle attese è uno dei fattori all'origine dell'aumento dei corsi petroliferi registrato dalla metà del 2017. Sulla base di un modello autoregressivo vettoriale strutturale simile a quello sviluppato da Kilian e Murphy¹, il grafico B mostra i contributi forniti dall'offerta, dalla domanda aggregata e da quella a fini precauzionali di petrolio alla variazione del suo prezzo da giugno 2017. I risultati indicano che nel periodo considerato la domanda aggregata mondiale (istogramma giallo) ha contribuito a trainare le quotazioni del petrolio. Le aspettative di crescita mondiale per il 2017, infatti, sono state riviste al rialzo nelle

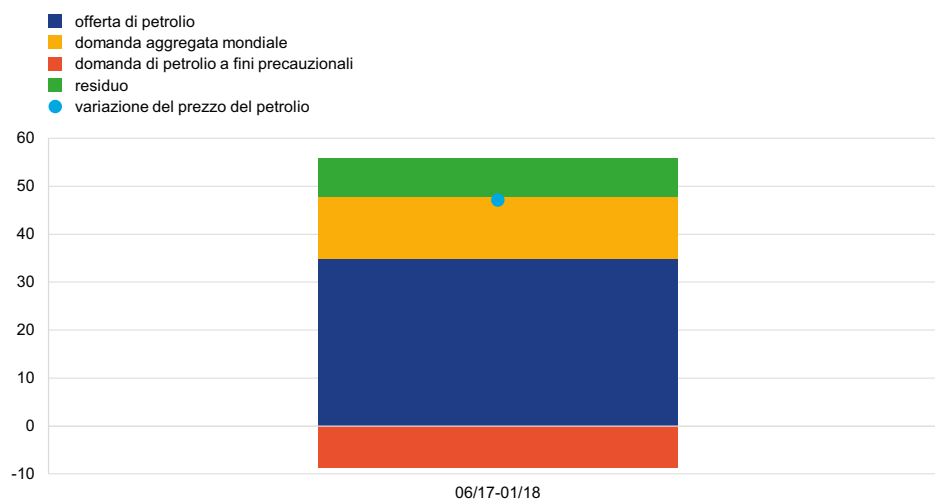
¹ Cfr. Kilian, L. e Murphy D., "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n. 3, 2014, pagg. 454-478.

proiezioni formulate dagli esperti della BCE. Tuttavia, il modello usato evidenzia che i fattori dal lato dell'offerta, come l'accordo congiunto tra paesi OPEC e non OPEC volto a ridurre la produzione e le interruzioni impreviste, hanno avuto maggiore peso nel determinare le dinamiche dei prezzi nella seconda metà del 2017.

Grafico B

Determinanti dei prezzi del petrolio

(punti percentuali)



Fonti: Agenzia internazionale dell'energia (AIE), agenzia statunitense Energy Information Administration (EIA) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Un secondo fattore, anche più rilevante, alla base dell'aumento dei prezzi del petrolio è l'efficacia della strategia adottata dai paesi dell'OPEC e da alcuni paesi a essa non appartenenti volta a ridurre la rispettiva produzione di greggio. A novembre 2016, tali paesi hanno concordato di limitare la loro produzione di petrolio allo scopo di ostacolare il calo delle quotazioni del greggio. La Dichiarazione di Cooperazione, che copriva inizialmente il periodo fino a giugno 2017, è stata estesa fino a marzo 2018 nel maggio 2017 e fino a dicembre 2018 nel novembre 2017. Il successo di tale strategia è essenzialmente legato a due fattori: il rispetto dell'accordo e la reazione della produzione petrolifera degli Stati Uniti.

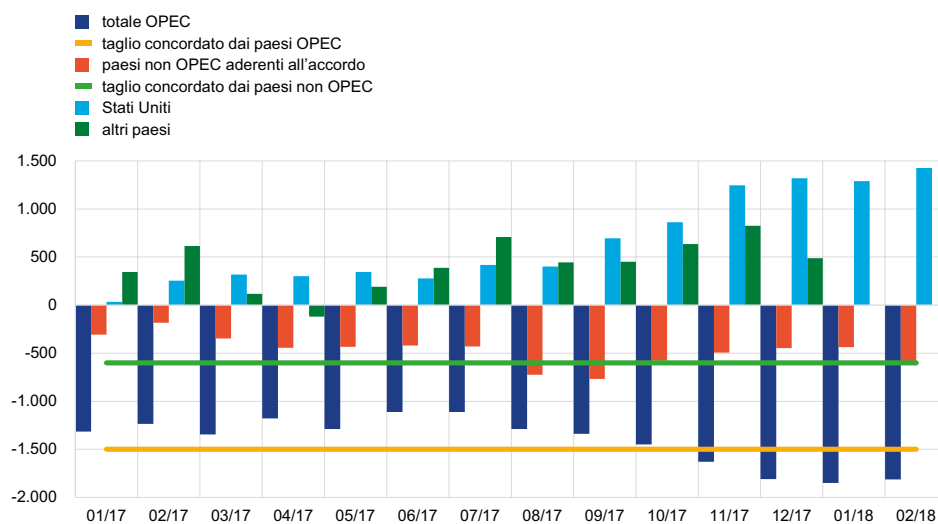
Nella seconda metà del 2017 l'accordo è stato rispettato in maniera alquanto rigorosa. Il grafico C mostra la variazione della produzione di petrolio nei paesi OPEC (istogrammi blu) e nei paesi non OPEC partecipanti all'accordo (istogrammi rossi), insieme ai tagli concordati da ciascun gruppo. Il rispetto dell'accordo si è rivelato maggiore nel corso della seconda metà del 2017, rafforzando così la credibilità di quanto pattuito e contribuendo a stimolare i prezzi del petrolio. Il più alto grado di adesione da parte dei partecipanti OPEC e non OPEC in tale periodo ha determinato un taglio della produzione di un ulteriore 0,4 mb/g rispetto ai livelli osservati tra gennaio e giugno 2017. Gli andamenti recenti, inoltre, suggeriscono che questi paesi rimarranno fedeli alla politica di riduzione della produzione fino alla fine del 2018 e probabilmente oltre.

Al contempo, è aumentata la produzione di petrolio negli Stati Uniti (istogrammi azzurri nel grafico C), in particolare nella seconda metà del 2017, compensando in parte gli effetti derivanti dal più rigoroso rispetto dell'accordo. Anche la produzione di altri paesi ha subito un incremento a partire da ottobre 2016². Secondo i dati di Rystad Energy, nel 2017 gli investimenti nell'industria statunitense del petrolio da scisti sono cresciuti, e si prevede che continueranno ad aumentare negli anni a venire. Finché il prezzo del petrolio non scenderà sotto i 50 dollari al barile è probabile che l'incremento della produzione statunitense si rivelerà più duraturo, in quanto il petrolio da scisti risulta redditizio a valori prossimi a tale importo³.

Grafico C

Variazione della produzione di petrolio rispetto a ottobre 2016

(migliaia di barili al giorno)



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni della produzione di petrolio sono calcolate utilizzando ottobre 2016 come data di riferimento, così come previsto dall'accordo di novembre 2016. "Altri paesi" si riferisce alla produzione mondiale ad esclusione di quella di Stati Uniti e paesi OPEC e non OPEC aderenti all'accordo.

Il protrarsi del calo delle scorte (cfr. grafico D) suggerisce un aumento delle tensioni sui mercati del greggio, le quali esercitano ulteriori spinte al rialzo sui corsi petroliferi e spiegano la pendenza discendente (backwardation) assunta dalla curva dei contratti future. Quando le scorte sono contenute, il conveniente yield (ossia il vantaggio derivante dallo stoccaggio del petrolio) risulta elevato, e si determina, a parità di altre condizioni, un innalzamento dei prezzi a pronti rispetto a quelli dei future. Ciò significa che in uno scenario di backwardation l'inclinazione della curva dei future tende a essere più accentuata quando le scorte sono ridotte. Il ruolo fondamentale svolto dalle scorte spiega la ragione di reazioni particolarmente intense dei mercati a variazioni inattese delle scorte stesse, soprattutto negli Stati Uniti. Ad esempio, se le scorte subiscono una diminuzione maggiore di quella

² Nell'accordo relativo ai tagli alla produzione risalente a novembre 2016, come parametro per l'adeguamento della produzione di greggio sono stati impiegati i livelli di ottobre 2016; per l'Angola il riferimento è costituito dai livelli di settembre 2016.

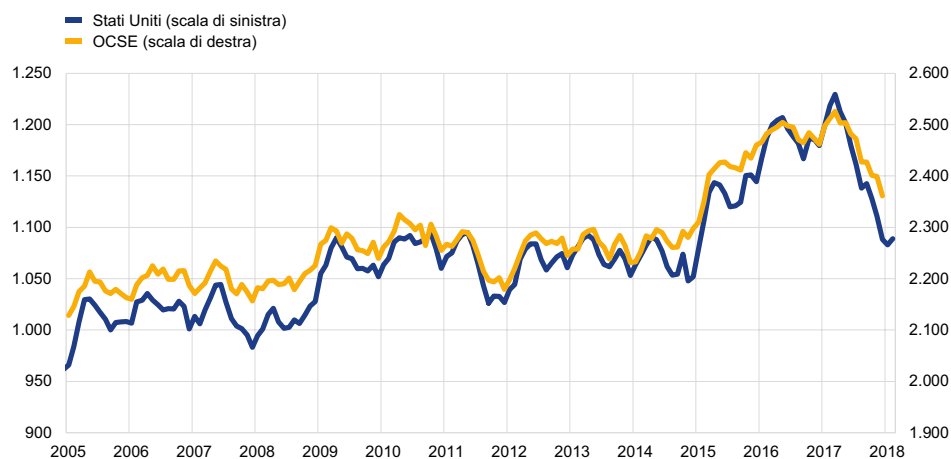
³ Stando ai dati micro di Rystad Energy, il prezzo medio di break-even della produzione di petrolio da scisti statunitense è prossimo a 50 dollari.

prevista dai mercati, i prezzi tendono ad aumentare in ragione dell'aspettativa che nel mercato si produca un ribilanciamento, come accaduto nel quarto trimestre del 2017.

Grafico D

Scorte

(milioni di barili)



Fonti: AIE ed EIA statunitense.

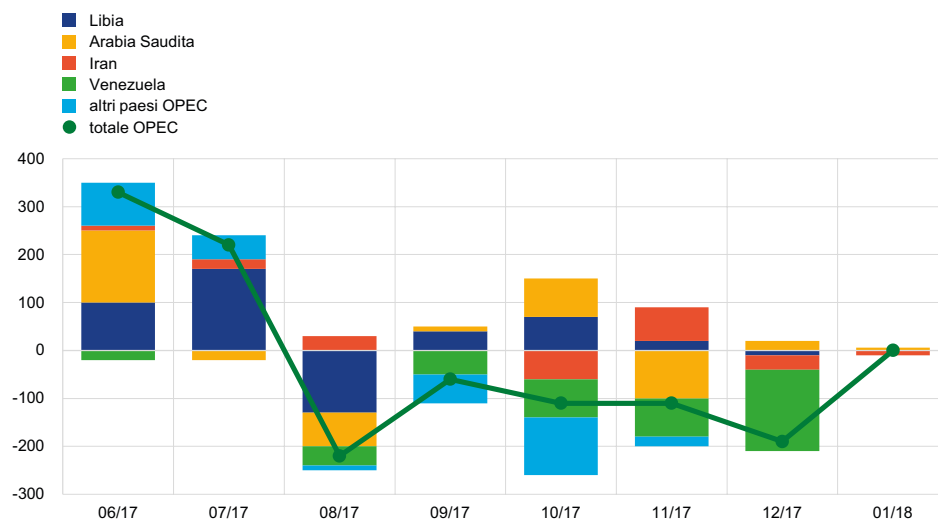
Per quanto concerne il terzo fattore che influenza i prezzi, a determinare l'innalzamento dei corsi petroliferi hanno contribuito alcuni eventi geopolitici ed episodi di interruzione della produzione verificatisi nella seconda metà del 2017. Nella seconda metà del 2017 le turbolenze politiche in Venezuela, insieme a una rete di oleodotti in deterioramento e all'imposizione di sanzioni finanziarie da parte degli Stati Uniti, hanno causato un'ulteriore diminuzione della produzione nazionale di petrolio pari a circa 0,4 mb/g (cfr. grafico E). Anche l'Iran a dicembre è stato interessato da disordini politici. Sebbene caratterizzato da durata contenuta e conseguenze marginali sulla produzione, l'episodio ha destato timori circa la possibilità che gli Stati Uniti adottassero una posizione politica più risoluta reintroducendo sanzioni nel medio periodo. Inoltre, lavori di manutenzione eseguiti durante l'estate hanno ridotto la produzione petrolifera in Russia, Messico e Mare del Nord. L'esplosione di un oleodotto in Libia, infine, ha indotto una diminuzione della produzione di petrolio pari a 0,1 mb/g per una settimana a dicembre, mentre la chiusura per riparazione dell'oleodotto Forties nel Mare del Nord ha ridotto l'offerta di greggio di circa 0,25 mb/g da metà dicembre a metà gennaio. Tali fattori geopolitici e interruzioni della produzione, la maggior parte dei quali è presumibilmente di natura temporanea, si riflettono nel contributo positivo fornito dall'offerta di greggio ai rincari del petrolio evidenziati nel grafico B. In prospettiva, l'incertezza politica in Venezuela e in Iran potrebbe influenzare i corsi petroliferi e provocare un lieve incremento della volatilità nel breve periodo.

Nel complesso, se alcune determinanti del rincaro del petrolio in atto da metà 2017 sembrano essere di natura temporanea, si prevede che altri fattori

Grafico E

Produzione di petrolio nei paesi OPEC

(variazione mensile in migliaia di barili al giorno)



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

eserciteranno effetti più duraturi, in particolare la produzione di petrolio da scisti e l'accordo raggiunto tra produttori appartenenti e non appartenenti all'OPEC per contrarre la produzione. I corsi petroliferi sono lievemente diminuiti a febbraio con il venire meno di fattori temporanei quali la chiusura di oleodotti e i disordini politici in Iran. Un aumento inatteso delle scorte di greggio statunitense e una revisione al rialzo della produzione dello stesso prevista per i prossimi anni hanno sollevato dubbi sulla capacità della domanda di tenere il passo con l'aumento dell'offerta. In tale contesto, il successo della strategia dell'OPEC dipenderà non soltanto dall'impegno dei suoi membri, che si è mostrato alquanto intenso nella seconda metà del 2017, ma anche dalla rapidità di reazione della produzione petrolifera nei paesi non partecipanti all'accordo. Ciò riguarda soprattutto gli Stati Uniti, dove il prezzo medio di break-even è pari a circa 50 dollari al barile.

2 Liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro dall'inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP)

a cura di Linas Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm e Julian Von Landesberger

La liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro è importante ai fini della trasmissione della politica monetaria della BCE. In particolare, un alto livello di liquidità favorisce la relazione tra le decisioni di politica monetaria della BCE, la curva dei rendimenti, i prezzi delle attività finanziarie in generale e costi e flussi finanziari complessivi nell'economia. La liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane deve essere monitorata attentamente in seguito all'attuazione del programma di acquisto di attività del settore pubblico della BCE (PSPP), nell'ambito del quale è stata acquistata una quota significativa delle obbligazioni sovrane in essere nell'area dell'euro. In tale contesto, questo riquadro presenta alcuni degli indicatori di liquidità del mercato che la BCE monitora regolarmente. Complessivamente, gli indicatori segnalano che le condizioni di liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane non hanno subito deterioramenti dall'avvio del PSPP (il 9 marzo 2015).

Un mercato è liquido quando l'esecuzione di una operazione ordinaria ha un impatto limitato sui prezzi. Un mercato liquido è anche "spesso", ovvero un mercato dove i libri ordini (book) vengono rapidamente reintegrati con l'eseguirsi delle operazioni, e le variazioni di prezzo successive all'esecuzione di una transazione sono minime e temporanee. Naturalmente, se una transazione eseguita fornisce nuove informazioni sul valore fondamentale dell'asset scambiato, si verificherebbe un aggiustamento delle quotazioni denaro-lettera, lasciando comunque inalterato lo spessore del mercato.

Gli indicatori di liquidità del mercato generalmente si focalizzano su uno o più aspetti riguardanti il costo delle transazioni, lo spessore del mercato e/o la sua resilienza. L'indicatore di più facile costruzione è il differenziale tra le quotazioni denaro-lettera, che fornisce informazioni sul costo atteso di un'operazione. Alcuni indicatori più sofisticati si basano non soltanto sui differenziali denaro-lettera ma, ad esempio, anche su misure del volume di operazioni che il mercato può assorbire in un determinato momento, che rappresentano un indicatore di spessore del mercato. Tali misure si basano tradizionalmente sugli ordini con limite di prezzo esposti nei book¹, ovvero le tabelle di prezzi e volumi di cui dispongono gli operatori. La resilienza dipende sostanzialmente dalla dinamica del mercato, ovvero dall'evoluzione nel tempo della liquidità dello stesso (ad esempio viene misurato quanto tempo impiegano i book a ricostituirsi dopo l'esecuzione di una operazione).

¹ Un limit order book è un sistema di negoziazione in cui denaro e lettera immessi dagli operatori di mercato vengono inseriti in una coda ed eseguiti secondo una sequenza predefinita.

Nel presente riquadro analizziamo la liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro utilizzando tre indicatori; l'indicatore di Amihud, un indicatore della liquidità dei libri ordini e un indicatore basato sull'esecuzione delle transazioni. Sebbene questi tre indicatori siano basati su dati di mercato diversi (le transazioni effettivamente eseguite sul mercato, gli ordini con limiti di prezzo e le quotazioni di mercato), tutti e tre si focalizzano principalmente sui costi di transazione e sullo spessore del mercato.

L'indicatore di Amihud è un indicatore molto diffuso. Esso mette a confronto variazioni di prezzo in termini assoluti e volumi negoziati². Per una determinata obbligazione l'indicatore si definisce come rapporto tra la variazione di prezzo in termini assoluti e il volume negoziato in un dato intervallo di tempo. Un problema pratico riscontrato nell'applicazione dell'indicatore di Amihud ai titoli di Stato è rappresentato dal fatto che la maggior parte delle negoziazioni avviene nel mercato over-the-counter (OTC), da cui è difficile ricavare i dati su quotazioni e volumi, specialmente su base infragiornaliera. Inoltre, l'indicatore non considera che il prezzo delle obbligazioni possa variare per ragioni diverse da uno scarso grado di liquidità. Al fine di superare queste difficoltà, nel presente riquadro si ipotizza che i volumi giornalieri negoziati (per i quali i dati sono disponibili) siano distribuiti omogeneamente nell'arco della giornata. Inoltre, la variazione assoluta di prezzo viene corretta al fine di eliminare l'effetto di tendenza generale del mercato. Questo indicatore si concentra su due dimensioni della liquidità (costo e spessore) e risulta perciò sovente utile per individuare quale sia la determinante dell'evoluzione della liquidità in determinanti frangenti temporali. L'indicatore aggregato per l'area dell'euro viene calcolato nel seguente modo: in primo luogo si calcola una media dei valori dell'indicatore di Amihud per i titoli sovrani di uno specifico paese idonei ai fini del PSPP; successivamente, si calcola una media ponderata degli indicatori composti di ciascun paese, pesando per le rispettive grandezze del PIL.

L'indicatore di liquidità dei libri ordini si basa sui dati relativi ai differenziali denaro-lettera e sulle quantità ricavate dagli ordini con limite di prezzo esposti nei book. Non c'è pertanto necessità di ottenere dati sulle operazioni effettivamente eseguite. Tuttavia, questo indicatore dipende da quanto gli ordini con limite di prezzo siano rappresentativi del mercato. Per una determinata obbligazione si calcola il differenziale tra le somme delle cinque migliori quotazioni denaro e lettera esposte nei book, e successivamente si divide per la somma dei corrispondenti volumi degli ordini. Il calcolo è illustrato dall'equazione sottostante:

$$\text{Punteggio di illiquidità dei libri ordine}_{t,5\text{migliori}} = \frac{\text{DIFFERENZIALE}_{t,5\text{migliori}}}{\text{QUANTITÀ}_{t,5\text{migliori}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Lettera } (j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Denaro } (j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Lettera } (j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Denaro } (j)}}$$

dove "t" è il momento in cui il book viene "fotografato" per procedere al calcolo, "P" è il prezzo, e "lettera" e "denaro" indicano il lato del book del quale si sta considerando il prezzo. La variabile "Q" è la quantità che può essere scambiata a una certa quotazione, mentre "j" indica l'ordine di priorità delle offerte esposte nel book (dalla prima alla quinta migliore quotazione denaro e lettera, con relative

² Cfr. Amihud Y., "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets*, vol. 5(1), pagg. 31-56, 2002.

quantità). L'indicatore viene calcolato sul secondo tra i titoli sovrani a dieci anni di più recente emissione in ciascun paese, e i risultati vengono poi ponderati per le rispettive grandezze del PIL in modo da ottenere un indicatore aggregato per l'area dell'euro.

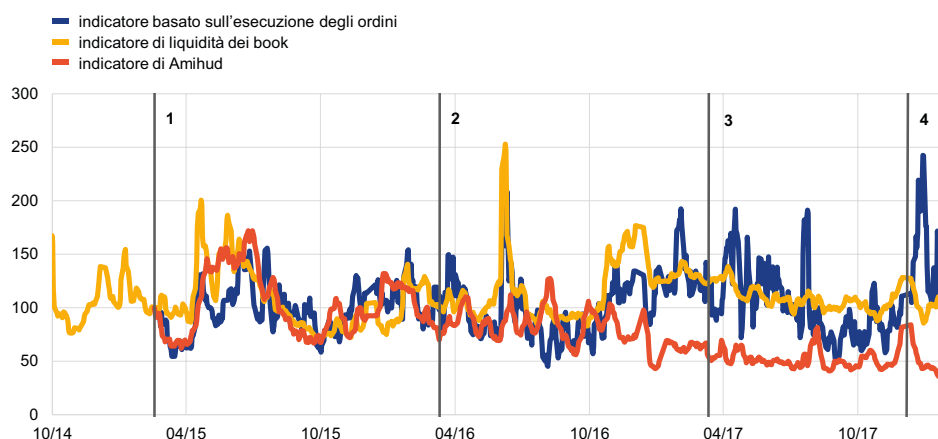
L'indicatore della liquidità basato sull'esecuzione degli ordini utilizza le quotazioni ricavate dalle transazioni eseguite nell'ambito del PSPP. Quando delle negoziazioni in ambito PSPP vengono condotte nel mercato over-the-counter (OTC), le quotazioni relative al prezzo di esecuzione e ai volumi scambiati si ricavano da diverse controparti. I differenziali fra queste quotazioni informano circa il grado di liquidità del mercato. Per un determinato titolo, questo indicatore si definisce come scostamento fra le due migliori quotazioni, diviso per la durata finanziaria del titolo stesso. Vengono prese in considerazione solo le quotazioni riferibili a transazioni effettivamente eseguite. Un indicatore per l'intera area dell'euro viene calcolato come media ponderata pesando per il volume di tutti i titoli sovrani negoziati.

Questi tre indicatori segnalano che le condizioni di liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro non hanno subito deterioramenti dall'avvio del PSPP (cfr. il grafico A). Se da un lato tutti e tre gli indicatori hanno fatto registrare una certa volatilità dall'inizio del PSPP, non hanno tuttavia segnalato tendenze al rialzo. L'indicatore di Amihud ha mostrato, al contrario, una tendenza al ribasso. Ciò conferma che la liquidità di mercato non ha subito deterioramenti, nonostante l'accumularsi nell'arco del tempo di titoli detenuti in ambito PSPP. Parimenti, gli indicatori non hanno mostrato alcuna reazione marcata alle variazioni nella quantità di acquisti eseguiti su base mensile in ambito PSPP. L'unica eccezione è rappresentata dall'accresciuta volatilità dell'indicatore basato sull'esecuzione degli ordini quando il volume netto mensile degli acquisti veniva ridotto, fenomeno particolarmente evidente all'inizio del 2018.

Grafico A

Indicatori della liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane dall'inizio del PSPP

(indice: 100 = 9 marzo 2015)



Fonti: Bloomberg, EuroMTS Ltd ed elaborazioni BCE.

Note: il grafico mostra la media mobile degli indicatori a cinque giorni. Un aumento (o calo) di questi indicatori implica un deterioramento (o un miglioramento) della situazione di liquidità. Gli indicatori sono normalizzati su base 100 al 9 marzo 2015, data di avvio degli acquisti in ambito PSPP. Le linee verticali denotano le seguenti variazioni nei volumi di acquisti netti in ambito PSPP: 1) avvio del programma, a un ritmo mensile pari a 60 miliardi di euro (9 marzo 2015); 2) aumento degli acquisti netti su base mensile fino a 80 miliardi di euro (1 aprile 2016); 3) riduzione degli acquisti netti su base mensile fino a 60 miliardi di euro (3 aprile 2017); e 4) riduzione degli acquisti netti su base mensile fino a 30 miliardi di euro (2 gennaio 2018). L'osservazione più recente si riferisce al 20 febbraio 2018.

Questi indicatori mostrano bruschi rialzi quando si verificano eventi di carattere politico o economico tali da deteriorare la liquidità di mercato. Dei picchi si sono ad esempio registrati con l'episodio del "Bund tantrum", iniziato il 29 aprile 2015, così come in un periodo, risalente al primo trimestre del 2016, di timori relativi a un potenziale e considerevole rallentamento della crescita economica in Cina. Anche in occasione del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione europea (23 giugno 2016) e delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti (8 novembre 2016) e in Francia (23 aprile 2017) si sono rilevati dei picchi di illiquidità misurati dagli indici (cfr. il grafico A). Inoltre, la liquidità solitamente si deteriora nel corso dell'estate e sul finire dell'anno. Tuttavia, i picchi osservati per l'indicatore di Amihud intorno a questi periodi sono più contenuti rispetto agli analoghi picchi dell'indicatore di liquidità dei book. Le dinamiche dell'indicatore basato sull'esecuzione degli ordini assomigliano a quelle rilevate dall'indicatore di liquidità dei book, anche se sembrano riflettere una maggiore rumorosità statistica. Questo può indicare la necessità di concentrare l'attenzione sul monitoraggio dell'indicatore di liquidità dei book³.

³ Le ragioni sono molteplici: in primo luogo, la quantità di ordini con limite di prezzo immessa eccede ampiamente il numero delle operazioni eseguite sul mercato obbligazionario e ciò consente all'indicatore di liquidità dei book di reagire più velocemente e in maniera più regolare agli andamenti del mercato; in secondo luogo, gli indicatori basati sul volume delle negoziazioni potrebbero sottostimare lo spessore del mercato poiché le quantità negoziate sono solitamente minori rispetto alla quantità massima che si sarebbe potuta scambiare a un determinato prezzo.

3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 1° novembre 2017 al 30 gennaio 2018

a cura di Alaoishe Luskin e Olivier Vergote

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2017, ossia dal 1° novembre al 19 dicembre 2017 e dal 20 dicembre 2017 al 30 gennaio 2018 rispettivamente. Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento.

Nel periodo in esame, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 60 miliardi di euro al mese fino a dicembre 2017. Il ritmo degli acquisti è stato ridotto a un importo medio di 30 miliardi di euro al mese a partire da gennaio 2018 e sarà mantenuto fino a settembre 2018, o anche oltre se necessario, fino a quando il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.272,7 miliardi di euro, aumentando di 60,3 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al quinto e al sesto periodo di mantenimento del 2017). Il maggiore fabbisogno di liquidità è ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi che, cresciuti di 59,3 miliardi di euro, hanno raggiunto 1.149,5 miliardi nel periodo in esame, a fronte di un rialzo delle riserve obbligatorie minime, che sono aumentate di 1 miliardo di euro, portandosi a 123,3 miliardi.

L'aumento dei fattori autonomi netti, che implica un assorbimento di liquidità, è stato principalmente dovuto a un calo dei fattori di immissione di liquidità.

Il principale contributo è derivato da un calo delle attività nette denominate in euro, diminuite di 54,4 miliardi di euro e attestatesi a 251,8 miliardi in media nel periodo in esame. Anche le attività nette sull'estero sono diminuite di 2 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente, portandosi a 635,0 miliardi.

I fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono lievemente aumentati nel periodo in esame, contribuendo alla crescita dei fattori autonomi netti.

Il contributo principale è derivato dalle banconote in circolazione, aumentate di 9,3 miliardi di euro, fino ad arrivare a 1.151,9 miliardi, e da altri fattori autonomi, che sono cresciuti di 5,3 miliardi di euro, portandosi a 695,6 miliardi. Il calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche, pari a 11,8 miliardi di euro, ha controbilanciato il livello dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità.

Tavola

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 1° novembre 2017 al 30 gennaio 2018		Dal 26 luglio 2017 al 31 ottobre 2017		Ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)								
Fattori autonomi di liquidità	2.035,9	(+2,8)	2.033,1	2.040,8	(+9,1)	2.031,7	(-15,0)	
Banconote in circolazione	1.151,9	(+9,3)	1.142,7	1.158,2	(+11,6)	1.146,6	(+3,8)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	188,3	(-11,8)	200,1	188,1	(-0,4)	188,5	(-29,8)	
Altri fattori autonomi	695,6	(+5,3)	690,3	694,5	(-2,1)	696,6	(+11,0)	
Conti correnti	1.293,7	(+45,7)	1.248,0	1.275,2	(-34,5)	1.309,7	(+56,4)	
Strumenti di politica monetaria	808,8	(+56,9)	752,0	812,9	(+7,5)	805,4	(+35,0)	
Riserve obbligatorie minime	123,3	(+1,0)	122,2	123,8	(+0,9)	122,9	(+0,6)	
Depositi presso la banca centrale	685,6	(+55,8)	629,8	689,2	(+6,6)	682,5	(+34,4)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)								
Fattori autonomi di liquidità	886,8	(-56,4)	943,2	843,6	(-80,2)	923,8	(-13,2)	
Attività nette sull'estero	635,0	(-2,0)	637,0	635,7	(+1,2)	634,5	(-0,5)	
Attività nette denominate in euro	251,8	(-54,4)	306,1	207,9	(-81,4)	289,3	(-12,7)	
Strumenti di politica monetaria	3.128,8	(+160,9)	2.968,0	3.161,9	(+61,4)	3.100,4	(+89,0)	
Operazioni di mercato aperto	3.128,6	(+160,9)	2.967,7	3.161,7	(+61,5)	3.100,2	(+89,0)	
Operazioni d'asta	765,2	(-7,8)	773,0	763,5	(-3,1)	766,7	(-5,3)	
ORP	2,9	(-3,2)	6,1	2,9	(-0,1)	3,0	(-3,8)	
ORLT a tre mesi	7,8	(-0,6)	8,4	7,8	(-0,2)	7,9	(-0,4)	
Operazioni OMRLT-I	14,9	(-3,7)	18,6	13,4	(-2,7)	16,1	(-1,1)	
Operazioni OMRLT-II	739,6	(-0,4)	740,0	739,5	(-0,1)	739,7	(-0,1)	
Portafogli definitivi	2.363,4	(+168,7)	2.194,7	2.398,2	(+64,6)	2.333,5	(+94,4)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	6,1	(-1,1)	7,2	6,1	(-0,0)	6,1	(-0,9)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,8	(-0,1)	4,9	4,7	(-0,0)	4,8	(-0,1)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	240,5	(+10,7)	229,8	242,5	(+3,6)	238,8	(+6,1)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	89,0	(-2,1)	91,1	89,1	(+0,2)	88,9	(-1,6)	
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	25,1	(+0,5)	24,6	25,1	(+0,0)	25,1	(+0,5)	
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	1.867,8	(+141,6)	1.726,2	1.897,3	(+54,7)	1.842,6	(+79,3)	
Programma di acquisto di attività del settore societario	130,1	(+19,3)	110,9	133,4	(+6,1)	127,3	(+11,0)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,2	(-0,0)	0,3	0,2	(-0,1)	0,2	(+0,0)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; milioni di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.272,7	(+60,3)	1.212,5	1.321,3	(+90,2)	1.231,1	(-1,2)	
Fattori autonomi ¹	1.149,5	(+59,3)	1.090,2	1.197,6	(+89,3)	1.108,3	(-1,8)	
Liquidità in eccesso	1.855,8	(+100,6)	1.755,3	1.840,4	(-28,7)	1.869,1	(+90,2)	
Andamenti dei tassi di interesse (valori medi; in percentuale)								
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,351	(+0,006)	-0,357	-0,359	(-0,014)	-0,345	(+0,014)	

Fonte: BCE.

Note: poiché tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate, in alcuni casi il valore indicato come variazione rispetto al periodo precedente non corrisponde alla differenza effettiva tra i valori arrotondati forniti per i due periodi (differenza di 0,1 miliardi di euro).

1) Questo valore globale dei fattori autonomi comprende anche "voci in via di definizione".

La volatilità giornaliera dei fattori autonomi è rimasta elevata nel periodo in esame e sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente. Tale volatilità ha riflesso principalmente le oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle attività nette denominate in euro.

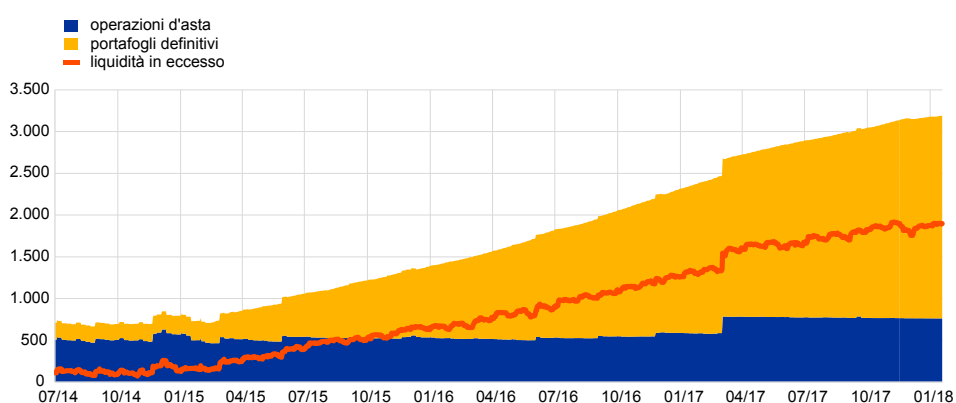
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo in esame, l'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA) è aumentato di 160,9 miliardi di euro, raggiungendo 3.128,6 miliardi (cfr. grafico A). Tale aumento è interamente attribuibile al PAA, mentre la domanda derivante da operazioni d'asta ha registrato un ulteriore lieve calo.

Grafico A

Evoluzione delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 7,8 miliardi di euro, a 765,2 miliardi.

Questo calo è principalmente dovuto a un minore livello medio degli importi in essere delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), diminuiti di 4,1 miliardi di euro, in larga misura per effetto dei rimborsi volontari delle somme prese in prestito tramite tali operazioni. Il livello medio della liquidità immessa tramite le ORP e tramite le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi (ORLT) è diminuito rispettivamente di 3,2 miliardi e di 0,6 miliardi di euro.

La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 168,7 miliardi di euro fino a 2.363,4 miliardi, principalmente per effetto degli acquisti nell'ambito del PAA. La liquidità media immessa mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma di acquisto di attività del settore societario è cresciuta in media di 141,6, 10,7, 0,5 e 19,3 miliardi di euro, rispettivamente. La riduzione della liquidità dovuta ai rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite è stata pari, complessivamente, a 3,3 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità media in eccesso è aumentata di 100,6 miliardi rispetto al periodo precedente, arrivando a 1.855,8 miliardi di euro (cfr. grafico A). Come già menzionato, l'aumento riflette principalmente la liquidità immessa attraverso il PAA, con un importo programmato di 60 miliardi di euro al mese fino a dicembre 2017 e di 30 miliardi a partire da gennaio 2018. Ciò è stato parzialmente controbilanciato da un aumento del fabbisogno di liquidità proveniente principalmente dai fattori autonomi. Un'analisi più dettagliata del periodo in esame mostra che l'effetto frenante esercitato dai fattori autonomi sulla crescita della liquidità in eccesso si è registrato principalmente durante l'ottavo periodo di mantenimento. In particolare, durante tale periodo si è assistito a un calo di 28,7 miliardi di euro nella liquidità in eccesso, poiché la liquidità immessa tramite il PAA è stata controbilanciata da fattori autonomi con un minore livello di immissione di liquidità derivati da un calo delle attività nette denominate in euro, associato a un più elevato fabbisogno aggregato di liquidità del settore bancario, da ricondurre principalmente a una maggiore domanda di banconote. Per contro, durante il settimo periodo di mantenimento, la liquidità in eccesso è aumentata di 90,2 miliardi di euro per effetto degli acquisti nell'ambito del PAA e di un modesto calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità, soprattutto in ragione di una diminuzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

Nel periodo in esame, l'espansione della liquidità in eccesso si è accompagnata a un incremento medio delle disponibilità di conto corrente, che sono aumentate di 45,7 miliardi di euro, arrivando a 1.293,7 miliardi; al contempo, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato di ulteriori 55,8 miliardi di euro, portandosi a 685,6 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, scendendo anche al di sotto di tale livello per alcuni tassi riferiti a specifici panieri di collaterali nei segmenti garantiti. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (Euro Overnight Index Average) si è collocato in media a -0,351 per cento, rispetto alla media di -0,357 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato fra il valore massimo pari a -0,241 per cento dell'ultimo giorno di novembre 2017 e il valore minimo pari a -0,370 per cento dell'inizio di gennaio 2018.

Nel segmento garantito, rispetto al periodo di riferimento precedente, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling sono scesi, sia per il paniere dei collaterali standard sia per quello ampliato. Il tasso medio dei pronti contro termine overnight si è attestato a -0,447 per cento per il paniere dei collaterali standard, toccando un minimo di -0,756 per cento alla fine dell'anno, mentre per il paniere dei collaterali ampliato si è attestato a -0,415 per cento.

Per il 2017, il calo di fine anno dei principali tassi dei pronti contro termine è stato meno marcato di quello della fine del 2016. Ciò indica che gli operatori hanno adottato delle prassi di gestione delle garanzie più efficienti. Inoltre, tale andamento denota anche effetti positivi derivanti dal prestito di titoli nell'ambito del PSPP.

a cura di Katalin Bodnár

Nell'area dell'euro, il ricorso all'impiego a tempo parziale è andato

umentando. La quota di lavoratori part-time è al momento pari al 22 per cento circa dell'occupazione complessiva e l'occupazione part-time ha rappresentato circa un quarto della crescita netta dell'occupazione nell'ambito della ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro (a partire dal secondo trimestre del 2013). Il presente riquadro analizza gli andamenti recenti e le caratteristiche dei due principali gruppi di lavoratori a tempo parziale: i sottoccupati part-time e i non sottoccupati part-time.

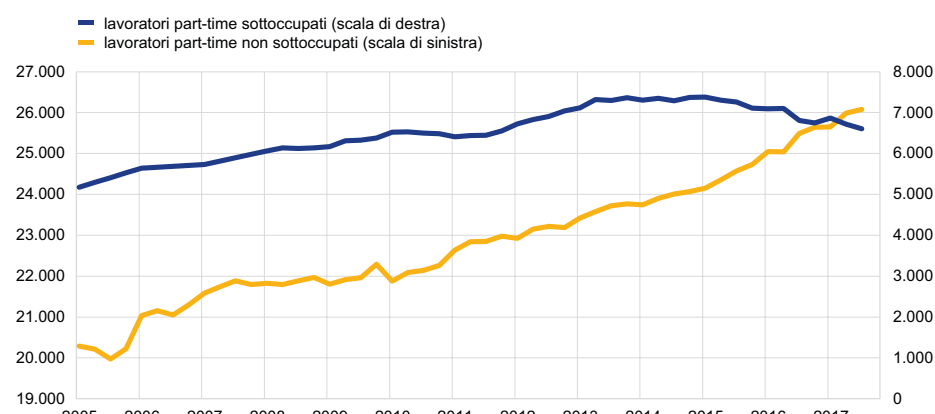
Il numero di lavoratori a tempo parziale sottoccupati è aumentato durante la crisi, per poi diminuire in tempi recenti.

All'interno dell'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, è possibile distinguere tra lavoratori a tempo parziale che desiderano lavorare più ore e lavoratori che non desiderano farlo. I lavoratori del primo gruppo vengono definiti "sottoccupati"¹. Sebbene occupati, i lavoratori appartenenti a questo gruppo vengono generalmente considerati parzialmente disoccupati o sottoutilizzati, poiché il numero di ore per cui desidererebbero lavorare è superiore al numero di ore richiesto dai rispettivi datori di lavoro. Nell'area dell'euro, la sottoccupazione è aumentata sia nella prima fase della Grande recessione sia in seguito alla crisi del debito sovrano e, pur essendo diminuita di recente, rimane ancora al di sopra dei livelli pre-crisi (grafico A). Tale profilo ciclico ha caratteristiche simili a quello della disoccupazione.

Grafico A

Numero di sottoccupati part-time e di non sottoccupati part-time nell'area dell'euro

(migliaia)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: dati corretti per l'impatto stimato delle variazioni metodologiche nella serie temporale. I dati relativi al periodo 2005 - 2008 si basano su stime effettuate dagli esperti della BCE.

¹ Cfr. la pagina Eurostat Statistics Explained sulle [statistiche relative alla sottoccupazione e alla forza lavoro potenziale aggiuntiva](#). Il lavoro a tempo parziale involontario richiama un concetto simile a quello della sottoccupazione, con alcune differenze: gli occupati a tempo parziale involontario sono quelli che lavorano a tempo parziale perché non riescono a trovare un'occupazione a tempo pieno. Cfr. anche la pagina Internet dell'Eurostat intitolata [EU labour force survey – methodology](#).

Il lavoro a tempo parziale diverso dalla sottoccupazione è aumentato sia durante la crisi sia nel corso della ripresa.

I lavoratori appartenenti al secondo gruppo, quello degli occupati a tempo parziale che non desiderano lavorare più ore, generalmente scelgono impieghi part-time per motivi familiari, di salute o per altre ragioni (ad esempio, perché studenti). I lavoratori di questo gruppo costituiscono la quota più ampia di occupati a tempo parziale: nell'area dell'euro, quattro lavoratori a tempo parziale su cinque sono soddisfatti rispetto al numero di ore lavorate. Questa categoria di occupazione a tempo parziale non ha evidenziato un profilo ciclico negli ultimi anni; al contrario, si è caratterizzata per un incremento costante sia durante la crisi che nel corso della ripresa (grafico A). Da ciò si evince che tale categoria è influenzata prevalentemente da fattori strutturali.

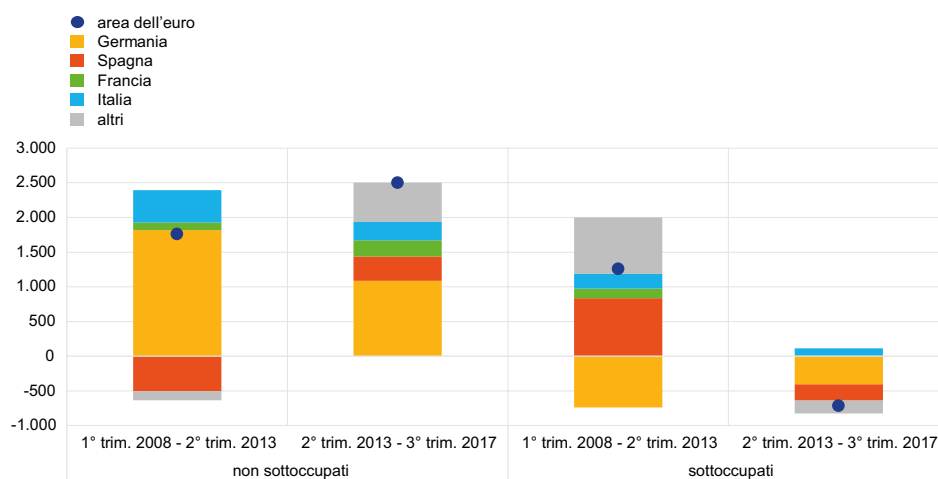
Il numero di lavoratori a tempo parziale diversi dai sottoccupati è aumentato soprattutto in Germania, mentre i contributi più ampi alle variazioni della sottoccupazione nell'area dell'euro sono stati forniti dalla Spagna (grafico B).

Tra i quattro maggiori paesi dell'area, la più alta quota di lavoro a tempo parziale rispetto all'occupazione complessiva è attribuibile alla Germania, che detiene anche il primato relativo alla quota di lavoratori a tempo parziale soddisfatti del numero di ore lavorate; in tale paese, il recente aumento dell'occupazione a tempo parziale non è stato associato alla sottoccupazione. Per contro, la sottoccupazione è cresciuta in misura particolarmente consistente in Spagna e in Italia, durante la crisi. In Spagna si è osservato un afflusso verso la sottoccupazione dalle categorie della disoccupazione, dell'occupazione a tempo pieno e dell'occupazione a tempo parziale diversa dalla sottoccupazione². Il considerevole incremento della sottoccupazione durante la crisi è da attribuirsi, probabilmente, alle variazioni apportate alle normative sull'occupazione a tempo parziale nonché all'impatto della

Grafico B

Variazione nel numero di sottoccupati part-time e non sottoccupati part-time nell'area dell'euro durante la crisi e la ripresa in base al paese

(migliaia)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati corretti per l'impatto stimato delle variazioni metodologiche nella serie temporale.

² Cfr. anche il riquadro intitolato "Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy", *Economic Bulletin*, n. 2, Banco de España, 2017.

crisi sul reddito e sulla ricchezza durante la fase di flessione, che hanno dato luogo a un aumento dell'offerta di lavoro in termini di ore. In Italia, la sottoccupazione potrebbe aver risentito delle misure introdotte dal Governo a supporto della riduzione delle ore. Nonostante il calo recente, la sottoccupazione rimane al di sopra del livello pre-crisi in Italia e in Spagna, mentre si colloca ben al di sotto di tale livello in Germania.

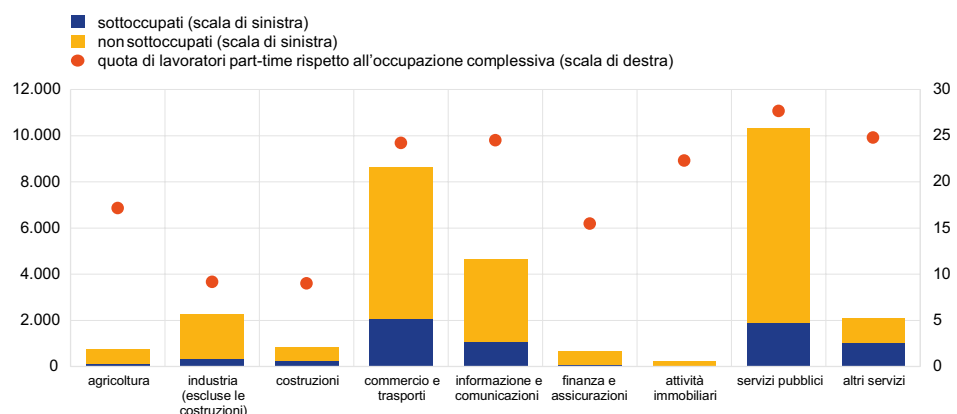
Entrambe le categorie di occupazione a tempo parziale sono più comuni nei settori dei servizi e tra le donne.

Nell'area dell'euro, i lavoratori a tempo parziale si concentrano in tre settori: 1) il settore dei servizi pubblici, 2) il settore del commercio, dei trasporti e dei servizi di alloggio e di ristorazione e 3) il settore dell'informazione e delle comunicazioni. Di conseguenza, entrambe le categorie di occupazione a tempo parziale sono anch'esse concentrate in tali settori (grafico C). In termini di caratteristiche personali, le donne in piena età lavorativa e quelle più anziane costituiscono la porzione più ampia di occupati a tempo parziale (grafico D). La distribuzione del lavoro a tempo parziale tra i sottoccupati e i non sottoccupati differisce lievemente a seconda del settore e delle caratteristiche personali. I lavoratori a tempo parziale sottoccupati costituiscono la quota più ampia dell'occupazione a tempo parziale complessiva nel settore degli altri servizi (tra cui le attività artistiche, di intrattenimento e ricreative, altre attività di servizi e attività domestiche e degli organi e le organizzazioni extraterritoriali), seguiti dai settori delle costruzioni, del commercio e dei trasporti e dell'informazione e le comunicazioni. La sottoccupazione nell'ambito del lavoro a tempo parziale è elevata anche tra gli uomini in piena età lavorativa e tra i giovani. Infine, i lavoratori a tempo parziale sottoccupati tendono a lavorare per un numero di ore lievemente inferiore rispetto ai lavoratori a tempo parziale non sottoccupati.

Grafico C

Numero di sottoccupati part-time e non sottoccupati part-time e quota di occupati part-time rispetto all'occupazione complessiva per settore nell'area dell'euro (2016)

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

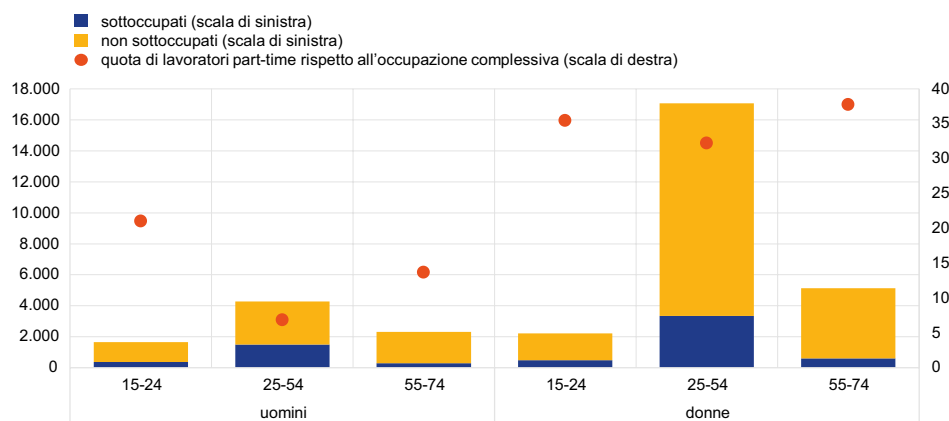


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico D

Numero di sottoccupati part-time e non sottoccupati part-time e quota di occupati part-time rispetto all'occupazione complessiva per genere e fascia d'età nell'area dell'euro (terzo trimestre del 2017)

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La questione sulla misura in cui i lavoratori a tempo parziale sottoccupati rappresentino l'occupazione precaria e/o la capacità inutilizzata nell'economia rimane rilevante.

Secondo i riscontri della letteratura empirica, i lavoratori a tempo parziale sottoccupati tendono ad avere una minore sicurezza del posto di lavoro, a essere meno soddisfatti del proprio impiego³ e a percepire salari più bassi⁴ dei lavoratori non sottoccupati. La sottoccupazione nell'ambito del lavoro a tempo parziale, pertanto, può essere considerata precaria in alcuni casi. Tuttavia, l'effettiva disponibilità da parte dei sottoccupati a tempo parziale a lavorare per un maggior numero di ore e il fatto che essi possano essere considerati o meno come forza lavoro sottoutilizzata rimane una questione aperta⁵. Al tempo stesso, l'occupazione a tempo parziale dei lavoratori non sottoccupati può essere vista come un'opportunità per molti di entrare a far parte del mercato del lavoro o di restarvi, producendo di frequente soddisfazione rispetto all'impiego⁶. I lavoratori a tempo parziale in questa categoria non sembrano rappresentare capacità inutilizzata o lavoro precario. In base a tutto ciò si può affermare che il recente calo della sottoccupazione nell'ambito del lavoro a tempo parziale e il protratto incremento del numero di lavoratori a tempo parziale non sottoccupati contribuiscono ad accrescere il benessere complessivo.

³ Cfr., ad esempio, Vaalavuo, M., "Part-time work: A divided Europe", *Evidence in focus*, Commissione europea, 2016; nonché Kauhanen, M. e Nätti, J., "Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work", *Working Papers*, n. 272, Labour Institute for Economic Research, Helsinki, 2011.

⁴ Cfr., Veliziotis, M., Matsaganis, M. e Karakitsios, A. "Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets", *Working Papers* n. 15/02., ImPRovE, gennaio 2015.

⁵ Cfr., ad esempio, Weale, M., "Slack and the labour market", intervento presso la Thames Valley Chamber of Commerce, 20 marzo 2014.

⁶ Cfr., Gallie, D. et al., "Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries", *International Review of Sociology*, vol. 26, n. 3, 2016, pagg. 457-481.

5 L'affidabilità della stima rapida preliminare del PIL dell'area dell'euro

a cura di Magnus Forsells e Stanimira Kosekova

Dati statistici tempestivi e affidabili sono essenziali per l'analisi economica.

In questo riquadro viene esaminata e valutata la stima rapida preliminare della crescita trimestrale del PIL per l'area dell'euro pubblicata da Eurostat e introdotta all'inizio del 2016. Ai fini della politica monetaria unica dell'area dell'euro è necessario disporre tempestivamente di indicatori affidabili e comparabili che riflettano in maniera accurata gli andamenti economici. A tale riguardo i conti nazionali forniscono un quadro esaustivo e coerente dell'economia e costituiscono pertanto un elemento fondamentale dell'analisi monetaria. L'introduzione di una stima rapida preliminare del PIL è stata quindi accolta con favore come parte delle iniziative costantemente volte a migliorare il panorama statistico europeo. È tuttavia importante rilevare che una maggiore tempestività non dovrebbe essere raggiunta a scapito dell'affidabilità, definita in questo caso come la prossimità della stima iniziale alle stime successive. Conoscere la loro affidabilità può aiutarci a interpretare le stime iniziali sotto il profilo del livello di incertezza circa la pubblicazione dei dati stessi o a intuire l'orientamento di eventuali revisioni future. Se gli indicatori economici forniscono indicazioni fuorvianti riguardo agli andamenti economici, che vengono rettificata da successive revisioni, ciò può avere conseguenze negative per l'analisi economica.

L'introduzione della stima rapida preliminare ha anticipato la pubblicazione dei primi dati relativi al PIL dell'area dell'euro di circa 15 giorni rispetto a ciascun periodo di riferimento, per cui le stime iniziali vengono prodotte 30, anziché 45, giorni dopo la fine del trimestre di riferimento.

Eurostat, in collaborazione con gli Stati membri dell'UE, ha introdotto la stima rapida preliminare del PIL dell'area dell'euro e dell'UE il 29 aprile 2016 a seguito di uno studio di fattibilità¹. Nella maggior parte dei paesi le stime a t+30 sono per lo più basate sugli stessi metodi utilizzati a t+45. Tuttavia, a causa della limitata disponibilità delle fonti di dati, il terzo mese del trimestre di solito è stimato o parzialmente stimato applicando tecniche di modellizzazione statistica che utilizzano le informazioni mensili disponibili (ad esempio statistiche a breve termine, indagini presso le imprese, statistiche sui prezzi e stime preliminari dei dati alla fonte)². La stima rapida preliminare per l'area dell'euro è basata su (1) stime nazionali relative a sei paesi (Belgio, Spagna, Francia, Lettonia, Lituania e Austria, che rappresentano il 40 per cento circa del PIL dell'area dell'euro) pubblicamente disponibili a t+30 e (2) stime nazionali relative ad altri paesi fornite a Eurostat in via riservata ai fini del calcolo di questi aggregati europei. Quattro paesi dell'area dell'euro (Irlanda, Lussemburgo, Malta e Slovenia, che rappresentano

¹ Cfr. anche [il sito Internet di Eurostat](#) e il riquadro dal titolo "*Migliore tempestività della stima rapida del PIL trimestrale nell'area dell'euro: prime esperienze*" nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

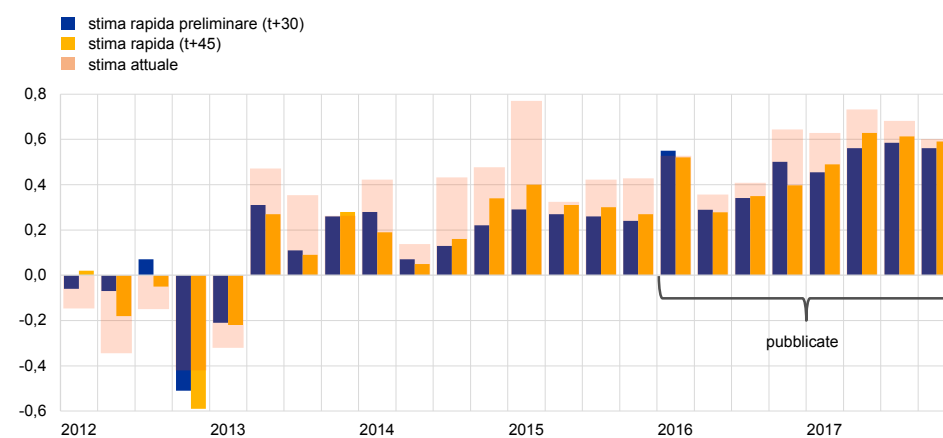
² I metodi di stima precisi variano da paese a paese, ma possono comprendere modelli autoregressivi a ritardi distribuiti e a fattori dinamici, tecniche di disaggregazione temporale, modelli previsivi e modelli multivariati come indicato nelle pubblicazioni dell'Eurostat "[Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30](#)" e "[Overview of GDP flash estimation methods](#)".

quasi il 4 per cento del PIL dell'area dell'euro) non producono stime a t+30 o t+45, ma pubblicano i loro conti nazionali 60 giorni o più dopo la fine del trimestre di riferimento. L'inclusione di dati relativi a tali paesi in una fase successiva e l'integrazione con dati rivisti per i paesi che hanno già presentato stime nazionali preliminari possono avere un impatto sulla stima finale per il trimestre di riferimento e condurre quindi a una sua revisione. Le revisioni possono anche riflettere variazioni nella composizione dell'area dell'euro e/o miglioramenti metodologici, come ad esempio la transizione al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (ESA 2010) di settembre 2014.

Grafico A

Stime del PIL dell'area dell'euro

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonte: Eurostat.

Note: la prima stima rapida preliminare dell'Eurostat è stata pubblicata il 29 aprile 2016 e si riferiva al primo trimestre 2016. Le stime rapide preliminari per i periodi precedenti sono tratte dalla pubblicazione Eurostat "Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days". Ai fini della presente analisi, sono utilizzati decimali fino a due cifre. La dicitura "stima attuale" indica i dati più recenti disponibili nello Statistical Data Warehouse della BCE al 7 marzo 2018. Le stime rapide sono basate sulla composizione dell'area dell'euro al momento preso in esame, mentre la stima attuale è basata sull'attuale composizione dell'area dell'euro.

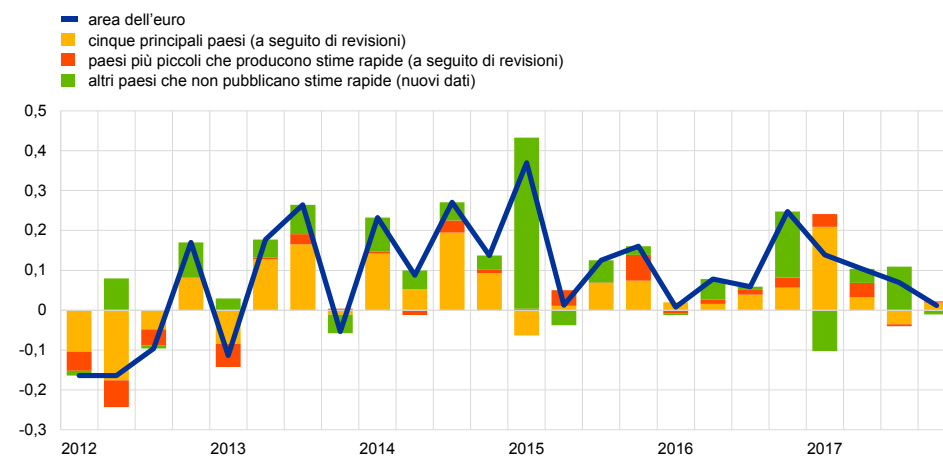
La stima rapida preliminare (a t+30) ha dato buoni risultati rispetto alla stima rapida (a t+45). Esaminando il periodo che intercorre tra il primo trimestre del 2012 e il quarto trimestre del 2017, in media non vi sono differenze tra la stima rapida preliminare e la stima rapida (cfr. grafico A). Inoltre, anche esaminando i singoli trimestri, non si rilevano differenze particolarmente significative tra le due stime. Ciò sembra indicare che, nonostante venga pubblicata in anticipo, l'affidabilità della prima stima non è stata compromessa. In ultima analisi, ovviamente, sia la stima rapida preliminare sia la stima rapida devono essere raffrontate con gli ultimi dati disponibili relativi al PIL ed entrambe danno buoni risultati a tale riguardo, con in media 0,1 punti percentuali in meno rispetto agli ultimi dati disponibili. Come si può immaginare, questa revisione è in gran parte riconducibile ai cinque principali paesi, dal momento che rappresentano più dell'80 per cento del PIL dell'area dell'euro (cfr. grafico B). Tuttavia anche i paesi di più piccole dimensioni hanno un'influenza a tal riguardo, (1) per via di revisioni alle loro stime rapide; o (2) in quanto i paesi che non producono dati fino a 60 giorni o più dopo la fine del trimestre di riferimento sono inseriti nell'aggregato dell'area dell'euro. In effetti, i quattro paesi più piccoli che

non producono stime a t+30 o a t+45 hanno contribuito in maniera relativamente significativa alle revisioni effettuate a livello di area dell'euro, con particolare riguardo al primo trimestre del 2015, al quarto trimestre del 2016 e al terzo trimestre del 2017³.

Grafico B

Contributi alle differenze tra la stima rapida a t+45 e gli ultimi dati disponibili

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i cinque maggiori paesi in termini di PIL sono Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

Le statistiche dell'area dell'euro sono migliorate nel corso degli anni,

ma rimangono diverse sfide ancora da affrontare.

L'introduzione della stima rapida preliminare del PIL a t+30 rappresenta uno dei miglioramenti più significativi apportati ai conti nazionali negli ultimi anni, che ha anticipato il momento della pubblicazione della prima stima senza produrre perdite in termini di affidabilità. La BCE utilizza regolarmente tali stime nelle sue analisi e proiezioni macroeconomiche, beneficiando quindi di una migliore tempestività dei dati. Benché si preveda che nei prossimi anni altri paesi dell'area dell'euro inizino a pubblicare stime rapide preliminari del PIL⁴, il numero di paesi che pubblicano stime nazionali o scomposizioni dettagliate delle spese a t+30 potrebbe, nel breve termine, non essere sufficiente a consentire una più approfondita analisi degli andamenti macroeconomici a livello di area dell'euro in un momento immediatamente successivo la fine del trimestre di riferimento. Inoltre, i dati statistici economici utilizzati unitamente alle stime rapide preliminari sono ancora meno dettagliati e meno tempestivi a livello di area dell'euro di quanto non lo siano in diversi singoli paesi dell'area dell'euro e presso importanti partner commerciali al di fuori dell'area (come gli Stati Uniti). È quindi importante proseguire e dare priorità all'elaborazione di statistiche pertinenti a livello

³ Le revisioni concernenti tali trimestri sono state principalmente dovute all'integrazione dei dati relativi all'Irlanda nell'aggregato dell'area dell'euro. Il ruolo determinante svolto dalle multinazionali in Irlanda e il modo in cui vengono registrati i diritti di proprietà intellettuale da esse detenuti (attività immateriali) hanno comportato una maggiore volatilità dei tassi di crescita del PIL negli ultimi anni.

⁴ Secondo quanto indicato nel [calendario dell'Istat](#), l'Italia pubblicherà la sua prima stima rapida preliminare del PIL il 2 maggio 2018.

dell'area dell'euro e dei singoli paesi. È altresì importante migliorare la qualità dei dati alla fonte che vengono utilizzati come input per l'elaborazione di stime rapide preliminari (ad esempio statistiche di breve termine sui servizi)⁵. Tali miglioramenti accresceranno in ultima analisi l'affidabilità e l'utilità delle stime rapide preliminari, agevolando quindi la messa a punto di analisi economiche più dettagliate.

⁵ Cfr. anche il [parere della BCE](#) del 2 gennaio 2018 su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle statistiche europee sulle imprese, che modifica il regolamento (CE) n. 184/2005 e abroga dieci atti giuridici nel settore delle statistiche sulle imprese (CON/2018/1).

Il ruolo di stagionalità e anomalie nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici

a cura di Eliza Lis e Mario Porqueddu

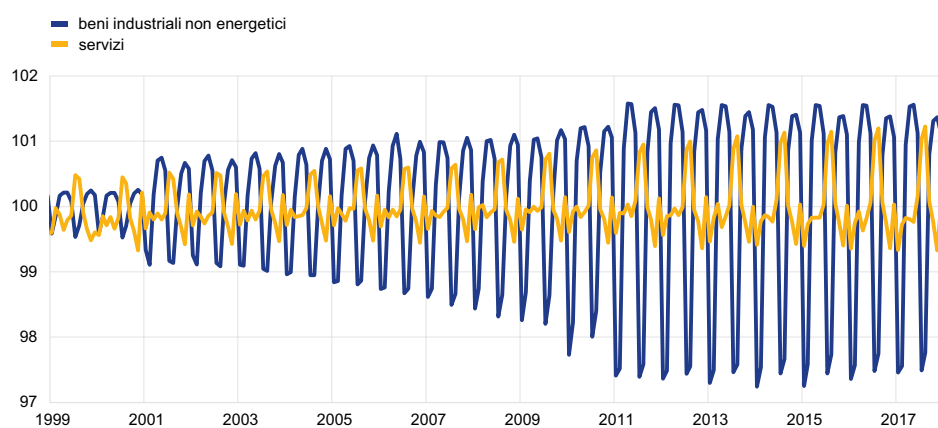
Le misure dell'inflazione di fondo sono uno strumento per guardare oltre la volatilità di breve termine nell'andamento dei prezzi. L'esclusione delle componenti alimentari ed energetiche, estremamente volatili, dallo IAPC ne è un esempio. Tuttavia, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici può ancora essere soggetta a volatilità nel breve periodo. Il presente riquadro esamina due possibili determinanti, le variazioni nella stagionalità e le variazioni di prezzo idiosincratice (d'ora in avanti definite "anomalie"), e valuta in che misura esse spieghino la recente volatilità nel breve periodo del profilo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici nell'area dell'euro.

Le oscillazioni stagionali dello IAPC al netto di beni alimentari ed energetici nell'area dell'euro sono divenute più marcate nel tempo. Le oscillazioni stagionali di per se non hanno un impatto sul tasso di inflazione sui dodici mesi, al contrario di cambiamenti del fattore stagionale. Una porzione considerevole dell'aumentata stagionalità è dovuta a modifiche di ordine metodologico, sebbene una parte sembri anche riflettere un andamento più generale¹. L'aumentata stagionalità è visibile sia nello IAPC per i beni industriali non energetici che nello IAPC per i servizi (cfr. grafico A).

Grafico A

Fattore stagionale per lo IAPC dell'area dell'euro relativo ai beni industriali non energetici e ai servizi

(indice: nessun impatto della stagionalità sullo IAPC = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

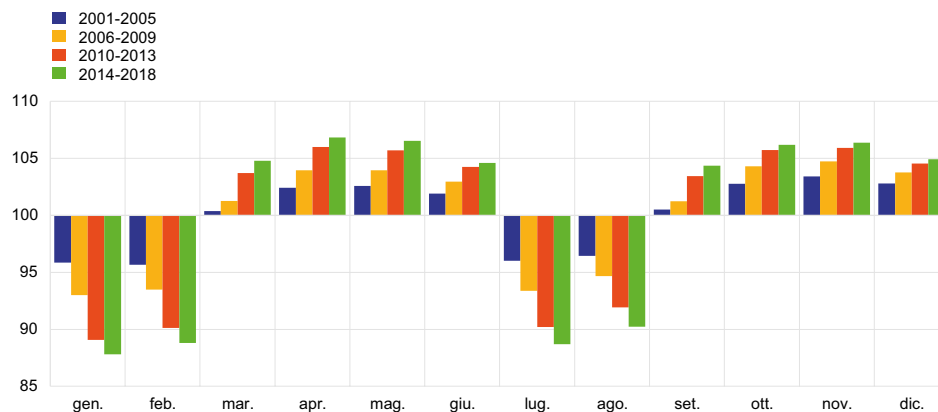
Note: il fattore stagionale viene calcolato come rapporto tra le serie non destagionalizzate e le serie destagionalizzate. Un numero maggiore (minore) di 100 indica un impatto positivo (negativo) della stagionalità sullo IAPC dell'area dell'euro relativo ai beni industriali non energetici e ai servizi.

¹ Per una definizione di "stagionalità", cfr. il riquadro intitolato *Indice armonizzato dei prezzi al consumo: effetti della Pasqua e miglioramento delle procedure di destagionalizzazione* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

Grafico B

Fattore stagionale per lo IAPC dell'area dell'euro relativo all'abbigliamento

(indice: nessun impatto della stagionalità sullo IAPC = 100, medie)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Per i prezzi dell'abbigliamento si fa riferimento all'indice dei prezzi degli indumenti nello IAPC. Il periodo dal 2014 al 2018 include dati fino a gennaio 2018 incluso. Il fattore stagionale viene calcolato come rapporto tra le serie non destagionalizzate e le serie destagionalizzate. Gli autori hanno impiegato la procedura X12-regArima per destagionalizzare le serie.

L'impatto della stagionalità sullo IAPC relativo ai beni industriali non energetici e sullo IAPC relativo ai servizi è riconducibile soprattutto ai prezzi dell'abbigliamento e dei servizi connessi ai viaggi, rispettivamente.

I saldi stagionali dell'abbigliamento di solito si svolgono nei mesi invernali di gennaio e febbraio e in quelli estivi di luglio e agosto (cfr. grafico B)². Un inizio anticipato (posticipato) del periodo dei saldi può quindi significare una variazione mensile di prezzo più forte (più debole) rispetto all'anno precedente e pertanto una forte diminuzione (un forte aumento) temporaneo nel tasso di inflazione sui dodici mesi. L'effetto della stagionalità sui prezzi dell'abbigliamento è cresciuto considerevolmente a partire dal 2001, non da ultimo per una perfezionata rilevazione dei prezzi, i miglioramenti nelle metodologie di compilazione delle variazioni dei prezzi dell'abbigliamento invernale ed estivo e, a partire dal 2010, l'introduzione del regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali³. La stagionalità nei prezzi dei servizi connessi ai viaggi, ovvero pacchetti vacanze, alloggi e trasporto aereo, comporta forti variazioni dei prezzi soprattutto nei mesi estivi e invernali (cfr. grafico C)⁴. Considerato il peso relativamente alto di abbigliamento e servizi connessi ai viaggi nello IAPC al netto di beni alimentari ed energetici (circa il 12 per cento), le deviazioni dal consueto andamento stagionale possono avere un forte impatto sull'inflazione sui dodici mesi.

² L'Italia e la Spagna manifestano la più rilevante stagionalità nei prezzi dell'abbigliamento, mentre la Germania e la Francia mostrano un andamento stagionale meno pronunciato.

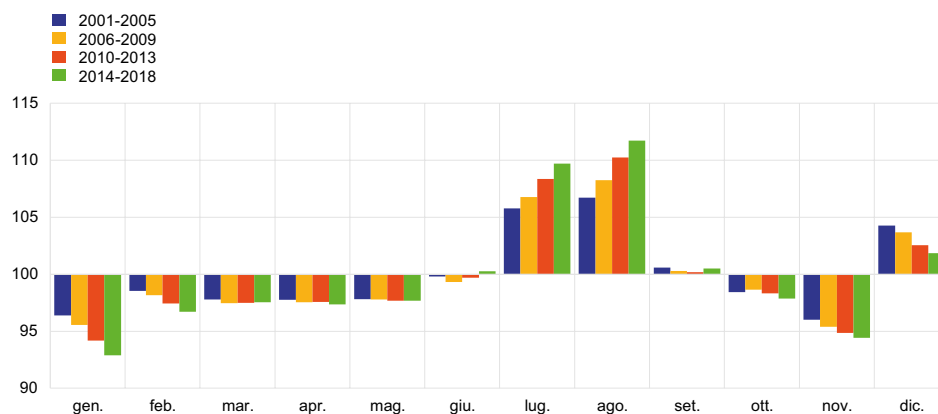
³ Cfr. il riquadro *Variazioni metodologiche nella compilazione dello IAPC e relativo impatto sui dati più recenti* nel numero di aprile 2011 del Bollettino mensile della BCE.

⁴ Per quel che riguarda i servizi connessi ai viaggi, la maggiore stagionalità è manifestata dalla Francia nei mesi estivi e dalla Germania durante tutto l'anno, che nel caso della Germania riflette soprattutto uno specifico andamento stagionale per i pacchetti vacanze. La tempistica esatta delle vacanze estive può variare da un anno all'altro. Per definizione, l'effetto di questa variazione non sarebbe rilevata dal fattore stagionale.

Grafico C

Fattore stagionale per lo IAPC dell'area dell'euro per i prodotti relativi ai viaggi

(indice: nessun impatto della stagionalità sullo IAPC = 100, medie)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i prodotti relativi ai viaggi includono pacchetti vacanze, servizi alberghieri e trasporto aereo. Il periodo dal 2014 al 2018 include dati fino a gennaio 2018 incluso. Il fattore stagionale viene calcolato come rapporto tra le serie non destagionalizzate e le serie destagionalizzate. Gli autori hanno impiegato la procedura X12-regArima per destagionalizzare le serie.

Il profilo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è inoltre influenzata dalle anomalie.

I valori anomali possono essere definiti come inconsuete variazioni di prezzo che si collocano in maniera statisticamente significativa al di sopra o al di sotto della variazione media in un dato mese, tenuto conto degli effetti stagionali e di calendario, e che di solito sono collegati a eventi specifici⁵. Esempi rilevanti di tali eventi sono una variazione dell'IVA o una misura amministrativa, ma anche l'organizzazione di eventi internazionali come esposizioni universali o giochi olimpici. Il grafico D mostra una scomposizione dell'effetto delle anomalie definite in questo modo⁶. Nel 2017 il contributo delle anomalie all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è stato di circa 0,1 punti percentuali, il più forte contributo negativo netto nel campione che va dal 2001 al 2017. Ciò è ascrivibile a una riduzione dei contributi previdenziali in Germania a gennaio 2017, un ampliamento delle esenzioni dalle tasse universitarie in Italia a ottobre 2017 e una riduzione dei premi assicurativi per i trasporti in Germania nello stesso mese.

L'effetto delle anomalie sul tasso di inflazione sui dodici mesi è di solito di breve durata. L'effetto di una variazione di prezzo inconsueta rispetto al mese precedente inciderà sui tassi di inflazione per un periodo di un anno, a meno che

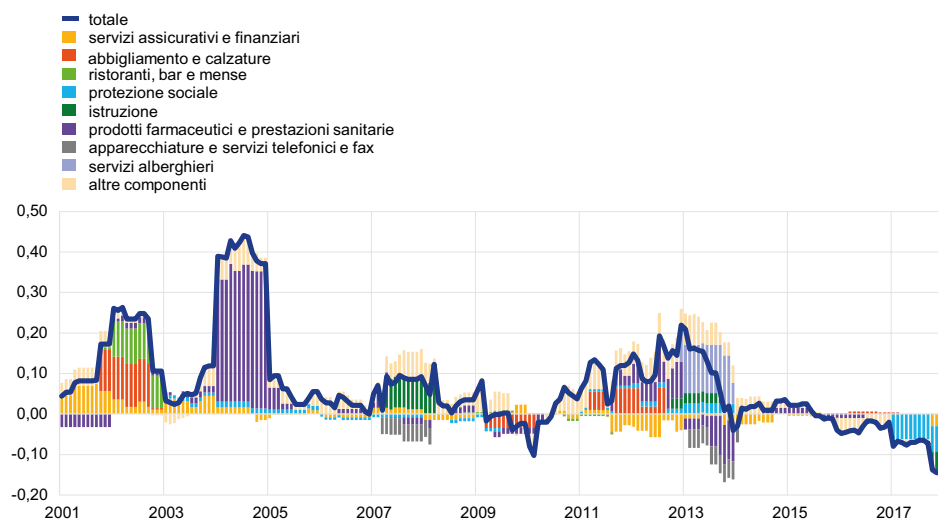
⁵ Per questo riquadro, i valori anomali sono stati identificati attraverso l'uso di modelli integrati autoregressivi a media mobile (Autoregressive Integrated Moving Average - ARIMA), secondo il X13-regArima. Viene mostrato solo l'effetto dei valori anomali con spostamenti di livello, poiché è piuttosto probabile che valori anomali additivi identificati possano non essere sufficientemente distinguibili dalle variazioni nella stagionalità. Per le voci senza stagionalità, i valori anomali sono stati identificati come variazioni mensili distanti almeno tre deviazioni standard dalla media, che è prossima al valore critico applicato nella procedura regArima.

⁶ Le anomalie sono identificate individualmente per le 72 componenti all'interno dello IAPC al netto di beni alimentari ed energetici nell'area dell'euro. L'aggregazione di queste anomalie può non corrispondere a quella desunta dalle correzioni della BCE per gli effetti stagionali e di calendario allo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici nell'area dell'euro, e alle componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici. Ciò è ascrivibile a una maggiore probabilità di trovare valori anomali a livelli di prezzi più disaggregati.

Grafico D

Contributo delle anomalie all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

esso non venga riassorbito in modo relativamente rapido nel mese successivo/nei mesi successivi, probabilmente implicando allora un'anomalia in senso opposto. Un esempio può essere un inverno molto mite e senza neve nella regione delle località sciistiche, che comporta una minore richiesta di servizi alberghieri e minori aumenti di prezzo rispetto al profilo consueto. Tuttavia, la frequenza della determinazione dei prezzi per la maggior parte delle componenti considerate nel grafico D è di solito bassa, in particolare per i prezzi amministrati, e questo per lo più rende la variazione di prezzo anomala un vero spostamento di livello con un effetto sull'inflazione che scompare soltanto dopo un anno.

L'aumento di stagionalità e anomalie accresce la possibilità di sorprese relative all'inflazione.

La rilevazione e la valutazione delle variazioni inconsuete negli andamenti stagionali e delle anomalie è importante per le previsioni a breve termine al fine di distinguere shock di breve durata da fluttuazioni cicliche e tendenze a medio-lungo termine. Nella pratica, a causa della loro natura imprevedibile e irripetibile, le anomalie sono spesso incorporate meccanicamente nell'aggiornamento dell'andamento previsto per l'inflazione a breve termine, mantenendo per i mesi successivi invariato rispetto alla precedente previsione il profilo delle variazioni mensili attese. Ciò comporta il rischio di ignorare il fatto che l'anomalia possa essere un primo passo verso un cambiamento di tendenza o che possa venir meno molto rapidamente attraverso un movimento nella direzione opposta.

L'orientamento delle politiche di bilancio durante le precedenti fasi espansive

a cura di Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo e Beatrice Pierluigi

L'attività economica nell'area dell'euro e nella maggior parte dei suoi Stati membri è tornata ai livelli precedenti la crisi ed è attualmente in espansione.

Negli ultimi quattro anni la graduale transizione verso un'espansione generalizzata e in grado di autoalimentarsi è stata accompagnata da un orientamento delle politiche di bilancio sostanzialmente neutro per l'aggregato dell'area dell'euro. In altre parole le politiche discrezionali non hanno fornito un impulso significativo all'economia, né hanno agito da freno alla crescita dell'area dell'euro nel suo insieme. Con il consolidarsi e il maturare della fase espansiva può rivelarsi appropriato un orientamento di bilancio maggiormente anticiclico per l'area dell'euro. Le tesi avanzate in letteratura¹ a sostegno di una politica di bilancio anticiclica sono essenzialmente fondate sulla necessità di migliorare le posizioni di bilancio durante i periodi di congiuntura favorevole e di utilizzare i margini di bilancio che ne derivano al fine di sostenere l'economia durante le recessioni, senza compromettere la sostenibilità del debito. Nell'area dell'euro, l'importante ruolo svolto dagli stabilizzatori automatici nell'assicurare l'anticiclicità impone ai paesi di adottare politiche in linea con gli impegni del Patto di stabilità e crescita (PSC). Ciò consentirà ai paesi di ricostituire margini di bilancio, di ridurre il rapporto fra debito e PIL e di porre le politiche di bilancio su un percorso sostenibile.

In tale contesto, il presente riquadro esamina l'orientamento delle politiche di bilancio durante le precedenti fasi espansive e la misura in cui la congiuntura economica favorevole è stata utilizzata per costituire margini di bilancio.

Ai fini del presente riquadro per fase espansiva si intende il periodo di tempo successivo al ritorno del PIL al livello massimo toccato prima della contrazione, fino al raggiungimento del nuovo picco². Tale parte del ciclo economico è spesso chiamata fase espansiva in contrapposizione alla fase di ripresa, che corrisponde al periodo in cui, dal livello minimo ciclico toccato, il PIL torna al livello massimo precedente (cfr. grafico A). Una metrica alternativa utilizzata per definire le fasi espansive consiste nell'identificare i periodi in cui l'output gap è positivo e il ritmo della crescita del PIL effettivo è superiore a quello della crescita del PIL potenziale.

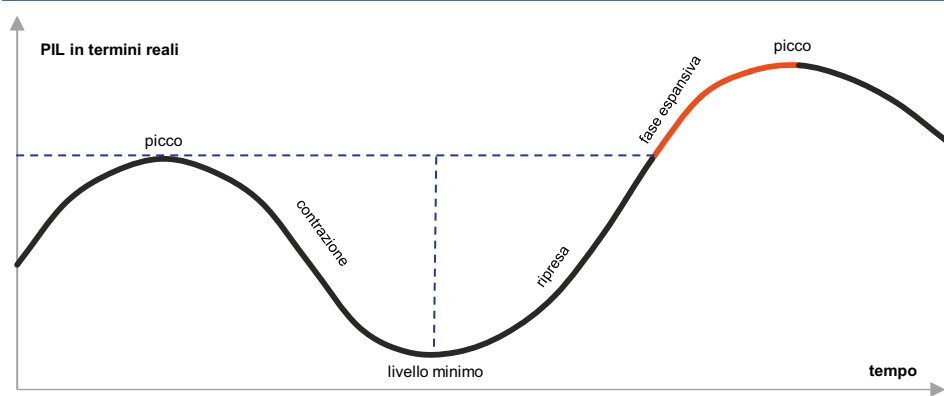
Tra il 1996 e il 2007 l'area dell'euro ha conosciuto un lungo periodo di espansione (cfr. tavola A). Durante tale periodo il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto del 2,4 per cento l'anno in media. Fra i cinque maggiori paesi, Francia, Spagna e Paesi Bassi hanno vissuto un lungo periodo di espansione, con una crescita media del PIL significativamente più elevata per Spagna e Paesi Bassi rispetto a quella della Francia. Nel caso della Germania e dell'Italia questo lungo periodo di espansione è stato interrotto agli inizi degli anni 2000, per riprendere

¹ Cfr. tra gli altri, Taylor, John B., "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n. 3, 2000, pagg. 21-36 e, per una trattazione più recente, "Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth", *Fiscal Monitor*, IMF, Washington, aprile 2015.

² Per determinare i livelli massimi e minimi toccati all'interno di un ciclo viene utilizzata la procedura Bry-Boschan per la frequenza trimestrale del PIL in termini reali. Per maggiori dettagli si veda Harding e Pagan (2002) "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol.49, n. 2, pagg. 365-381.

Grafico A

Rappresentazione stilizzata del ciclo economico



Note: il segmento in rosso corrispondente alla fase espansiva indica il periodo tra il momento in cui il PIL in termini reali torna al livello massimo precedente e quello in cui continua a crescere fino a raggiungere il picco successivo. Una contrazione dell'economia è definita come un periodo caratterizzato da almeno due trimestri consecutivi di crescita del PIL negativa.

soltanto verso la metà degli anni 2000 e durare fino al 2007. Fra i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro l'Italia ha registrato il più basso tasso di crescita medio del PIL in termini reali durante la fase espansiva che ha preceduto la grande recessione. Più recentemente la Germania è stato il solo paese per cui è stato individuato un breve periodo di espansione economica immediatamente successivo alla crisi economico-finanziaria degli anni 2008-2009.

Nel periodo precedente la crisi finanziaria, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro è stato in media neutro³. Quanto alle differenze tra i vari paesi, l'orientamento di bilancio, definito come la variazione del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo, è stato sostanzialmente neutro in Spagna, Italia e Francia, lievemente restrittivo nei Paesi Bassi e maggiormente anticiclico in Germania⁴ (cfr. tavola A). Poiché anche la crescita del prodotto interno lordo è stata considerevole, il rapporto fra debito e PIL è diminuito in maniera significativa in Spagna e nei Paesi Bassi. Per contro, esso è aumentato in Francia, non da ultimo per via di un saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo persistentemente negativo durante l'intera fase espansiva. È opportuno osservare che nel periodo di espansione economica compreso tra il 1996 e il 2000 l'Italia ha

³ L'orientamento delle politiche di bilancio misura l'effetto delle politiche pubbliche sul saldo di bilancio. Il saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo (cioè il saldo complessivo al netto della spesa per interessi e della componente ciclica) è la principale metrica utilizzata per misurare tale effetto. Esso potrebbe tuttavia fornire una misura imperfetta degli sforzi profusi a livello governativo, dati l'incertezza legata alla misurazione dell'output gap e il fatto che tale stessa metrica potrebbe essere influenzata da elementi al di fuori del controllo statale. Fra questi figurano le entrate pubbliche e i contributi sociali, i quali dipendono da fattori che spesso seguono un'evoluzione lievemente diversa da quella del PIL, per cui le elasticità fiscali standard non si applicano. Recentemente la valutazione dello sforzo di risanamento è stata integrata da un'analisi bottom-up che fornisce una quantificazione più dettagliata dello sforzo profuso dal governo in termini di misure dal lato delle entrate e delle spese. Per una trattazione del tema, cfr. l'articolo *La valutazione dello sforzo di risanamento delle finanze pubbliche* nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

⁴ Un orientamento di bilancio compreso tra il -0,2 per cento e lo 0,2 per cento è in genere considerato sostanzialmente neutro. L'analisi condotta in questo riquadro utilizza dati ex post. È opportuno rilevare che, rispetto ai dati in tempo reale, i dati ex post mostrano, nei paesi dell'area dell'euro, un deterioramento dei saldi di bilancio primari corretti per il ciclo riconducibile a revisioni al ribasso ex post del prodotto potenziale durante la fase espansiva compresa tra il 1996 e il 2007. Ciò significa che i dati in tempo reale avrebbero mostrato un orientamento maggiormente anticiclico rispetto a quanto indicato dai dati effettivi ex post.

Tavola A

Orientamento delle politiche di bilancio e andamenti della finanza pubblica durante le fasi espansive

	Orientamento medio annuo delle politiche di bilancio	Saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo		Debito delle amministrazioni pubbliche		Saldo primario	Crescita del PIL in termini reali	Output gap
		inizio	fine	inizio	fine			
Fasi espansive	(in percentuale del PIL)					Media (valori percentuali)		
area dell'euro								
1° trim. 1996 - 1° trim. 2008	0,0	0,5	0,7	70,8	64,9	1,4	2,4	0,6
Germania								
1° trim. 1996 - 2° trim. 2001	0,6	0,4	3,3	54,8	58,9	1,3	1,9	0,0
2° trim. 2005 - 1° trim. 2008	0,6	0,0	1,8	64,8	63,7	1,1	2,6	-0,1
1° trim. 2011 - 3° trim. 2012	1,5	-0,6	1,2	80,9	79,8	1,9	2,5	0,5
Francia								
1° trim. 1996 - 1° trim. 2008	-0,1	-0,7	-1,7	55,8	64,3	0,2	2,3	0,8
Italia								
1° trim. 1996 - 1° trim. 2001	0,0	3,9	4,0	116,9	105,1	5,0	2,0	0,3
4° trim. 2003 - 1° trim. 2008	0,1	1,5	1,9	100,5	99,8	1,4	1,5	1,4
Spagna								
1° trim. 1996 - 2° trim. 2008	0,2	-0,8	1,9	61,7	35,6	2,0	3,8	1,7
Paesi Bassi								
1° trim. 1996 - 2° trim. 2008	0,3	-2,8	0,8	73,6	42,7	2,4	3,0	0,0

Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le fasi espansive corrispondono ai trimestri successivi al momento in cui il PIL in termini reali torna al livello massimo precedente la contrazione e continua a crescere, fino a raggiungere un nuovo picco. L'orientamento medio annuo delle politiche di bilancio è calcolato come la variazione annuale media del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo. Poiché i dati relativi al saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo sono disponibili a partire dal 1995 e conseguentemente i dati relativi all'orientamento delle politiche di bilancio a partire dal 1996, l'avvio della prima fase espansiva è fissato al 1° trimestre del 1996. Tuttavia, il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha raggiunto il livello massimo pre-crisi nel secondo trimestre del 1994. Gli indicatori si riferiscono a dati di fine anno se la fine della fase espansiva coincide con il periodo dal 3° trimestre in poi. Per la Germania e l'area dell'euro nel 1995 il saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo è rettificato per il considerevole impatto una tantum dovuto all'inserimento, nel bilancio federale tedesco, del Treuhandanstalt (l'ente preposto alla gestione fiduciaria e alla privatizzazione delle imprese di Stato dell'ex Repubblica Democratica Tedesca).

registrato avanzi primari alquanto considerevoli che hanno indotto una sostanziale riduzione del rapporto fra debito e PIL. Tali risultati non si sono tuttavia riprodotti nella successiva fase espansiva tra il 2003 e il 2007, quando la crescita media del PIL in termini reali è stata lievemente più debole e le dimensioni dell'avanzo primario significativamente inferiori. La Germania emerge come il paese con il livello di anticiclicità costantemente più elevato nelle fasi espansive.

Un semplice approccio basato sulla funzione di reazione della politica di bilancio consente di individuare i principali fattori che determinano le politiche discrezionali.

Secondo la letteratura in materia⁵, al momento della scelta dell'orientamento di bilancio da adottare, i responsabili delle politiche possono essere influenzati da: a) il livello del debito, dal momento che percentuali di debito elevate possono rendere necessari interventi di consolidamento per garantire la sostenibilità; b) il livello di partenza del saldo di bilancio primario, poiché più elevato è il livello di

⁵ Cfr. Turrini, A., "Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure", *Economic Papers*, n. 323, 2008 e Checherita-Westphal, C. e Ždarek, V., "Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2036, BCE, 2017. Cfr. inoltre Golinelli, R., Mammi I., Momigliano, S. e Rizza, P., "The Cyclicity of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis" in *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d'Italia, 2017, mimeo.

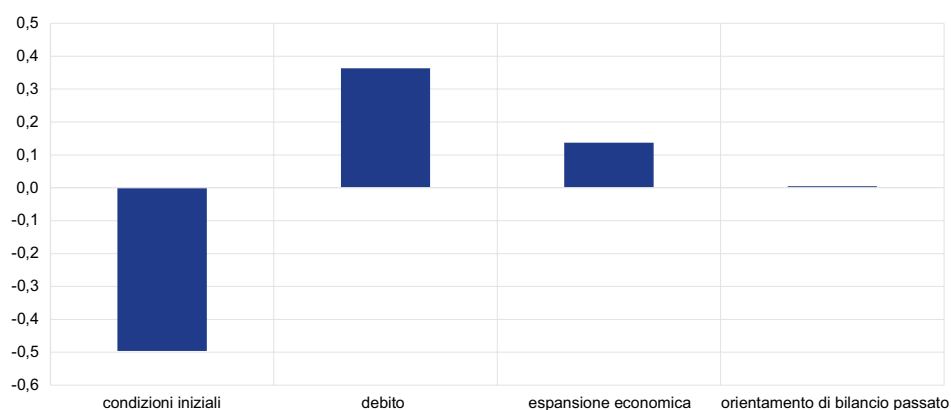
partenza dell'avanzo primario, minore è la necessità di costituire margini di bilancio; c) considerazioni elettorali, in quanto le politiche di bilancio possono essere utilizzate per ottenere consenso elettorale in occasione delle elezioni; e d) il ciclo economico, giacché i governi possono costituire margini di bilancio in periodi di congiuntura economica favorevole per contrastare gli effetti di una successiva recessione.

La stime della funzione di reazione della politica di bilancio sembrano coerenti con le evidenze descrittive presentate nella tavola A. Il grafico B mostra, per il periodo in esame, l'impatto relativo, sull'orientamento di bilancio previsto, delle variabili esplicative statisticamente significative quali ottenute sulla base delle stime della funzione di reazione della politica di bilancio⁶. Esse confermano i risultati ottenuti in letteratura, secondo i quali l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio è influenzato positivamente (cioè in senso restrittivo) dal livello del debito e negativamente (cioè in senso espansivo) dal livello di partenza del saldo primario. Il grafico indica inoltre che durante i periodi di espansione economica, quali definiti nel presente riquadro, anche l'orientamento delle politiche di bilancio tende a essere relativamente più restrittivo.

Grafico B

Contributi all'orientamento delle politiche di bilancio (1996-2017)

(punti percentuali)



Note: gli istogrammi rappresentano l'impatto relativo di ogni variabile esplicativa considerata nelle stime della funzione di reazione della politica di bilancio sull'orientamento di bilancio (cioè sulla variazione del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo). Per ogni variabile, l'impatto relativo è calcolato come il prodotto del coefficiente stimato e del valore medio di tale variabile, inteso come rapporto del valore previsto dell'orientamento di bilancio. Le stime del coefficiente sono ottenute per mezzo di tecniche con dati panel a effetti fissi di una funzione di reazione della politica di bilancio (cfr. nota 6). Fra le ulteriori verifiche condotte per testare la robustezza dei risultati figurano una stima elaborata per mezzo del metodo dei momenti e finalizzata a dar conto della potenziale endogeneità dovuta all'inclusione fra i regressori della variabile dipendente ritardata. Gli strumenti utilizzati sono costituiti da valori ritardati delle variabili endogene. I risultati rimangono validi anche al variare delle specificazioni. Osservazioni = 100. Le condizioni iniziali comprendono il livello ritardato del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo e la costante.

L'orientamento di bilancio lievemente anticiclico o sostanzialmente neutro prevalente durante la fase espansiva che ha preceduto la crisi finanziaria

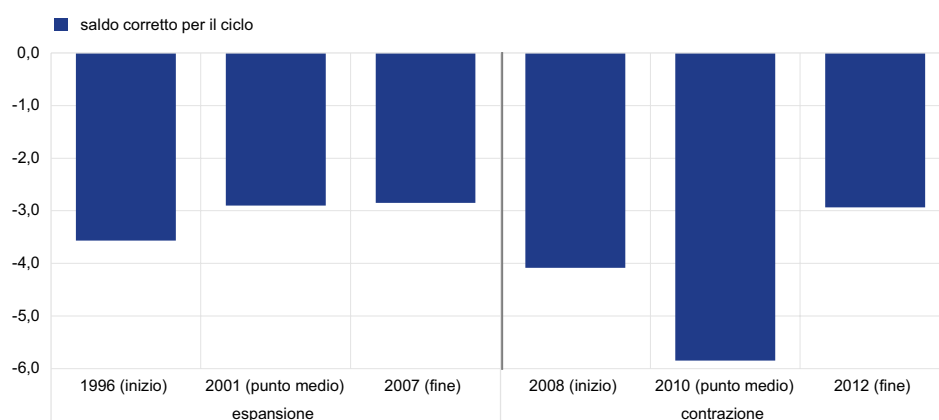
⁶ Secondo l'approccio basato sulla funzione di reazione della politica di bilancio l'orientamento di bilancio (cioè la variazione del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo) è stimato come funzione: a) dell'orientamento di bilancio ritardato; b) del livello ritardato del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo; c) del livello del debito ritardato; e d) di una variabile dummy pari a 1 durante gli anni di espansione economica quale definita nel grafico A e pari a 0 in altri casi. Tale relazione è stimata per un campione composto dai cinque principali paesi dell'area dell'euro durante il periodo compreso tra il 1996 e il 2017. I metodi di stima consistono in tecniche con dati panel a effetti fissi e tecniche con variabili strumentali per tener conto di potenziali problemi di endogeneità. Fra le ulteriori verifiche condotte per testare la robustezza dei risultati figurano una stima per mezzo del metodo dei momenti.

non è stato sufficiente a costituire adeguati margini di bilancio per far fronte alla successiva recessione. Nell'ambito della governance di bilancio dell'UE tutti i paesi dell'Unione devono raggiungere livelli di debito sostenibili garantendo al tempo stesso che nei loro bilanci vi siano spazi di manovra e margini di sicurezza che, in caso di shock negativi, consentano di non violare le norme dell'UE in materia di finanza pubblica⁷. Durante la lunga fase espansiva che ha preceduto la crisi economico-finanziaria del 2008-2009, l'area dell'euro non è riuscita a costituire margini di bilancio sufficienti in quanto ha registrato un saldo di bilancio corretto per il ciclo persistentemente negativo (ossia il saldo di bilancio complessivo al netto della componente ciclica, cfr. grafico C). All'inizio della crisi l'area dell'euro aveva un saldo di bilancio corretto per il ciclo pari al -2,8 per cento. Nel successivo periodo 2008-2010 il saldo di bilancio corretto per il ciclo ha subito un ulteriore deterioramento di quasi 3 punti percentuali di PIL (raggiungendo il -5,8 per cento nel 2010), mentre il rapporto tra debito e PIL è cresciuto di quasi 20 punti percentuali di PIL, secondo i dati della Commissione europea. Sulla base di tale esperienza e alla luce del debito accumulato durante la doppia recessione, sembrano esservi buone ragioni affinché i paesi dell'area dell'euro sfruttino le attuali condizioni economiche favorevoli per ricostituire margini di bilancio sufficienti, in linea con il Patto di stabilità e di crescita. In tale contesto è opportuno ricordare quanto osservato dall'Eurogruppo a novembre 2017, ossia che il limitato aggiustamento strutturale delle finanze pubbliche previsto nel 2018 in alcuni Stati membri destava preoccupazione, in particolare se associato a elevati rischi per la sostenibilità⁸. L'Eurogruppo ha invitato tutti gli Stati membri che secondo la Commissione rischiano di non rispettare i requisiti del Patto a valutare tempestivamente le ulteriori misure di bilancio necessarie a garantire la conformità al disposto del PSC per il 2018.

Grafico C

Il saldo di bilancio corretto per il ciclo dell'area dell'euro nelle precedenti fasi di espansione e contrazione economica

(punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Note: per la definizione di espansione e contrazione dell'economia cfr. le note del grafico A. Per punto medio si intende l'anno a metà

⁷ Dal 2005 tale requisito è stato reso operativo imponendo ai paesi di convergere verso il loro obiettivo di medio termine, ossia il saldo deve essere in pareggio o prossimo al pareggio in termini strutturali. Poiché la presente analisi esamina il periodo precedente all'introduzione del saldo strutturale, il livello del saldo di bilancio corretto per il ciclo alla fine della fase espansiva è utilizzato come indicatore del livello dei margini di bilancio costituiti dai paesi.

⁸ Cfr. il riquadro dal titolo *Un'analisi della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per l'esercizio 2018*, nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

8 La valutazione della Commissione europea per il 2018 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme

a cura di Nico Zorell

La valutazione della Commissione europea per il 2018 sugli squilibri macroeconomici e sui progressi compiuti sul fronte delle riforme conferma che in molti Stati membri dell'UE sono necessari ulteriori sforzi per promuovere la crescita economica e la capacità di tenuta in un'ottica di sostenibilità.

La valutazione della Commissione, pubblicata il 7 marzo 2018, è parte integrante del Semestre europeo e della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM). Il Semestre europeo fornisce un quadro per il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio fra i paesi dell'Unione europea. All'interno di questo quadro, la PSM mira a prevenire l'emergere di pericolosi squilibri macroeconomici negli Stati membri dell'UE, nonché a correggerli ove, sulla base della valutazione effettuata, essi risultino eccessivi. Al termine di un esercizio di analisi condotto ogni autunno sulla base di un insieme standardizzato di indicatori, la Commissione europea individua alcuni Stati membri che sottopone a un esame approfondito (in-depth review, IDR). Se vengono rilevati squilibri, lo Stato membro interessato riceve raccomandazioni di politica economica nell'ambito del meccanismo preventivo della PSM. A fronte di squilibri considerati eccessivi, la Commissione ha la facoltà di intensificare il proprio intervento dando avvio alla procedura per squilibri eccessivi, nel qual caso è previsto che venga trasmessa una raccomandazione al Consiglio dell'Unione europea. In questa fase (braccio correttivo della procedura) lo Stato membro deve presentare un piano di interventi correttivi e possono essere irrogate sanzioni pecuniarie.

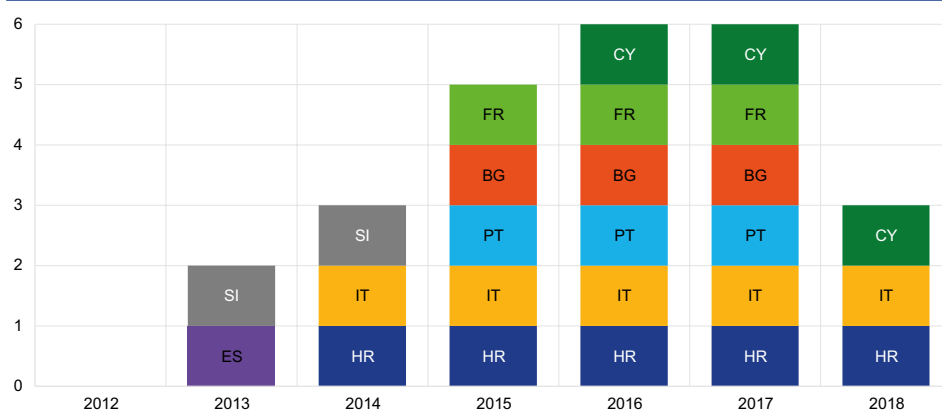
La valutazione della Commissione per il 2018 mira a un graduale riassorbimento degli squilibri macroeconomici negli Stati membri dell'Unione europea. Il numero dei paesi che, in base alla valutazione della Commissione, presentano squilibri eccessivi è diminuito per la prima volta dall'introduzione della PSM nel 2011. Attualmente in questo gruppo rimangono solo tre Stati membri, ovvero Croazia, Italia e Cipro (cfr. grafico A). Negli ultimi tre anni figuravano anche la Bulgaria, la Francia e il Portogallo, che attualmente, grazie ai miglioramenti realizzati, sono giudicati in squilibrio invece che in squilibrio eccessivo (cfr. tavola A). Lo stesso giudizio continua ad applicarsi a Germania, Irlanda, Spagna, Paesi Bassi e Svezia, nonostante i progressi compiuti di recente nel ridurre alcuni degli squilibri. Nel caso della Slovenia, la Commissione ha stabilito che gli squilibri individuati l'anno scorso sono stati assorbiti. Nel complesso, la Commissione non ha rilevato squilibri macroeconomici in 16 Stati membri, ovvero la Slovenia e quei paesi che nella prima fase della PSM erano stati esclusi dall'esame approfondito.

Il recente miglioramento degli squilibri macroeconomici è in parte di natura ciclica, in quanto beneficia della protratta espansione economica nell'UE.

La più vigorosa dinamica espansiva ha fornito sostegno, sia direttamente sia indirettamente, alla correzione degli squilibri. In via diretta, ha facilitato la

Grafico A

Stati membri dell'UE in cui si registrano squilibri eccessivi



Fonte: Commissione europea.

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

Tavola A

Conclusioni della Commissione sulla procedura per gli squilibri macroeconomici per il 2018

(1) Nessuno squilibrio		(2) Squilibri	(3) Squilibri eccessivi	(4) Squilibri eccessivi e applicazione del braccio correttivo (procedura per squilibri eccessivi)
BE	MT	BG	HR	-
CZ	AT	DE	IT	
DK	PL	IE	CY	
EE	RO	ES		
LV	SK	FR		
LT	SI	NL		
LU	FI	PT		
HU	UK	SE		

Fonte: Commissione europea.

Note: i quattro paesi evidenziati sono quelli che nel 2018 la Commissione ha giudicato in miglioramento nella propria classificazione PSM (da "squilibrio eccessivo" a "squilibrio" oppure da "squilibrio" a "nessuno squilibrio"). La Grecia attualmente non è sottoposta alla PSM poiché è inserita in un programma di aggiustamento economico.

riduzione dell'indebitamento da parte di imprese e famiglie, nonché il calo della disoccupazione. In via indiretta, ha aiutato a ridurre gli squilibri nelle variabili di stock, che sono solitamente espressi in relazione al prodotto nazionale. Di conseguenza, nella maggior parte degli Stati membri dell'UE è proseguita la riduzione degli indebitamenti pubblico, privato e verso l'estero. Inoltre, la disoccupazione totale (e quella giovanile in particolare) ha continuato a scendere, anche per effetto delle riforme del mercato del lavoro realizzate in vari paesi negli anni scorsi.

Nonostante questi miglioramenti, la Commissione ha esplicitamente messo in guardia sui rischi connessi con gli alti e generalizzati livelli di squilibrio

nelle variabili di stock. In particolare, in numerosi Stati membri gli indebitamenti pubblico, privato e verso l'estero rimangono su livelli ben più alti rispetto a quelli precedenti la crisi e rappresentano una fonte di vulnerabilità in caso di futuri shock avversi. Questa situazione richiede di continuare a monitorare attentamente questi paesi, anche quando non saranno più considerati in una situazione di squilibrio eccessivo.

Le riforme strutturali sono essenziali per migliorare la crescita economica e la capacità di tenuta in un'ottica di sostenibilità. Tuttavia, nell'anno appena trascorso il ritmo di attuazione delle riforme in molti Stati membri è rimasto piuttosto contenuto. Ciò si desume dall'esame del grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese condotto ogni anno dalla Commissione. Le raccomandazioni coprono un arco temporale che va dai 12 ai 18 mesi e forniscono orientamenti strategici mirati al singolo Stato membro su come rafforzare la crescita economica e la capacità di tenuta, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. Le raccomandazioni attualmente in essere sono state adottate dal Consiglio dell'Unione europea a luglio 2017. Analogamente all'anno scorso, la Commissione ha concluso che per la quasi totalità delle raccomandazioni (oltre il 90 per cento) vi sono stati solo "alcuni progressi" o "progressi limitati" nell'attuare le riforme, mentre soltanto per una raccomandazione (su un totale di quasi 80) si sono registrati "notevoli progressi" e per nessuna si è riscontrata una "piena attuazione" (cfr. tavola B). Nonostante la loro maggiore vulnerabilità, i sei paesi con squilibri eccessivi individuati lo scorso anno non hanno mostrato, nel complesso, un grado di attuazione significativamente più elevato rispetto alla media degli Stati membri dell'UE. Questo si è verificato, in media, anche per i tre paesi che nel 2018 la Commissione ha giudicato in miglioramento nella propria classificazione PSM, portandoli da "squilibrio eccessivo" a "squilibrio".

Tavola B

Valutazione della Commissione sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel 2017

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

Fonte: Commissione europea.

Note: la valutazione relativa alla Raccomandazione 1 esclude la conformità con il Patto di stabilità e crescita, che sarà valutata dalla Commissione europea nella primavera del 2018. "Non valutato" si riferisce ai casi in cui la Raccomandazione 1 riguarda in maniera prevalente o esclusiva l'osservanza del Patto di stabilità e crescita. La Grecia è sottoposta a un programma di aggiustamento economico e non è perciò destinataria di alcuna raccomandazione.

Il pieno ed efficace utilizzo di tutti gli strumenti disponibili nell'ambito della PSM, incluso il braccio correttivo, potrebbe contribuire a rafforzare i programmi di riforma, alla luce delle favorevoli condizioni economiche.

Sebbene nella propria valutazione per il 2018 abbia individuato squilibri eccessivi in tre paesi, la Commissione non ha proposto in nessun caso l'attivazione della procedura per gli squilibri eccessivi (vale a dire il braccio correttivo della PSM). La frammentaria applicazione delle Raccomandazioni evidenzia la difficoltà di migliorare il grado di attuazione delle riforme usando gli strumenti del braccio preventivo della PSM, laddove il braccio correttivo della procedura mette a disposizione un processo ben definito in grado di garantire maggiore impulso all'attuazione delle riforme più necessarie e rilevanti sotto il profilo macroeconomico. Questo rileva in particolare per gli Stati membri più vulnerabili, nell'ottica di migliorare la loro capacità di tenuta e il funzionamento dell'Unione economica e monetaria. Nel complesso, la PSM finora ha dimostrato di essere più efficace nell'individuare gli squilibri macroeconomici che nel correggerli. L'efficacia della PSM potrebbe essere aumentata applicando tutti gli strumenti a disposizione, fra cui l'attivazione del meccanismo correttivo per quei paesi che presentino squilibri eccessivi. Questa misura è stata anche invocata esplicitamente dai cinque presidenti nel loro Rapporto del 2015¹ e più di recente dalla Corte dei conti europea². Anche una maggiore presa in carico da parte dei singoli Stati membri dei programmi di riforma presentati nell'ambito del Semestre europeo potrebbe contribuire ad aumentare l'efficacia della PSM.

¹ Juncker, J.-C. et al., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, giugno 2015.

² Corte dei Conti europea, *Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM)*, Relazione speciale n. 3, 2018.

Articoli

1 Gli effetti reali delle restrizioni all'accesso al credito

a cura di Miguel García-Posada

L'articolo ripercorre la letteratura esistente sulle restrizioni all'accesso al credito e sul loro effetto sugli investimenti. Offre, inoltre, sull'argomento, nuove evidenze tratte dall'analisi di un vasto campione di imprese appartenenti a 12 paesi europei nel periodo 2014-2017. I dati sono desunti dall'indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE), in modo particolare, delle piccole e medie imprese (PMI). Le evidenze disponibili suggeriscono che le restrizioni al credito svolgono un ruolo fondamentale nelle decisioni di investimento delle società non finanziarie.

1 Introduzione

A determinate condizioni, la struttura finanziaria di un'impresa non influenza i suoi investimenti. Il teorema di Modigliani-Miller¹, fondamento della letteratura in materia di finanza aziendale, afferma che, a determinate condizioni, la struttura finanziaria di un'impresa non ha effetti sul valore della stessa. Ciò implica che, in mercati dei capitali perfetti, le decisioni di finanziamento di un'impresa sono indipendenti da quelle di investimento. In tal caso, i fondi interni e quelli esterni sono sostituti perfetti e le decisioni di investimento delle imprese non sono influenzate da fattori finanziari quali la liquidità interna, il rapporto di indebitamento o il pagamento dei dividendi.

Nella pratica, tuttavia, alcuni fattori comportano una maggiore onerosità dei fondi esterni rispetto ai flussi di cassa generati internamente. Fattori quali i costi di transazione, i vantaggi fiscali, i costi derivanti dalle tensioni finanziarie, i costi di agenzia e le asimmetrie informative privano di validità il teorema di Modigliani-Miller². In tale contesto, i fondi interni e quelli esterni sono sostituti imperfetti e ciò comporta l'insorgere di un premio per il finanziamento esterno. Le restrizioni creditizie possono pertanto esercitare un consistente impatto (negativo) sulle variabili reali e, di conseguenza, la disponibilità di finanziamenti esterni può influenzare le decisioni di investimento.

Il presente articolo fornisce una disamina della letteratura esistente e offre nuove evidenze sull'argomento. La sezione 2 passa in rassegna le evidenze empiriche dell'impatto delle restrizioni creditizie sugli investimenti aziendali.

¹ Modigliani, F. e Miller, M.H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, 1958, pagg. 261-297.

² Per una rassegna della ricerca teorica in quest'ambito, cfr. Schiantarelli, F., "Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, n. 2, 1996, pagg. 70-89.

La sezione 3 presenta le nuove evidenze desunte dall'indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE)³, integrate dalle informazioni provenienti dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro⁴. La sezione 4 espone le conclusioni.

2 Rassegna della letteratura

La sezione sintetizza le evidenze micro-econometriche degli effetti delle restrizioni all'accesso al credito sull'economia reale. Allo scopo di fornire un quadro di riferimento per le nuove evidenze presentate nella sezione 3, si esaminano i più interessanti studi della letteratura fondata sull'approccio micro-econometrico⁵.

2.1 Prime fasi della ricerca: dati di bilancio e sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa

Le prime ricerche sulle restrizioni creditizie si basano sui dati di bilancio delle imprese e sulle misure indirette delle limitazioni al finanziamento.

L'approccio standard di questa letteratura consiste nell'utilizzare le misure indirette delle restrizioni creditizie, quali l'andamento della distribuzione dei dividendi, la correlazione con gruppi, le dimensioni, l'età, il regime di proprietà e il rating creditizio dell'impresa, per verificare se la sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa sia superiore in quelle tipologie aziendali con maggiori probabilità di essere soggette a limitazioni al finanziamento⁶.

L'influente lavoro di Fazzari et al.⁷ ha riscontrato che gli investimenti risultano più sensibili ai flussi di cassa nelle imprese soggette a restrizioni creditizie. Secondo gli autori, le società che distribuiscono dividendi contenuti sono quelle che presentano maggiori probabilità di essere soggette a restrizioni al credito: le stesse pagherebbero dividendi contenuti in presenza di un fabbisogno finanziario superiore ai flussi di cassa interni allo scopo di trattenere tutti i fondi generati internamente a un costo più basso. Sarebbe possibile verificare l'esistenza di restrizioni creditizie analizzando la sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa. L'idea è che, se lo svantaggio in termini di costo dei finanziamenti esterni è contenuto (ovvero, non sussistono restrizioni creditizie), le imprese possono impiegare fondi esterni per rimodulare gli investimenti quando le finanze interne sono soggette a fluttuazioni.

³ Informative periodiche sull'indagine [SAFE](#) sono disponibili sul sito Internet della BCE.

⁴ Per maggiori informazioni riguardanti l'indagine sul credito bancario, cfr. Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey. Role, development and use in monetary policy preparation", *Occasional Paper Series*, n. 179, BCE, 2016.

⁵ Esiste anche un'ampia letteratura macro che studia gli effetti delle frizioni finanziarie sulla crescita di lungo periodo e sui cicli economici. Ad esempio, Aghion et al. (Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A. e Manova, K., "Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n. 3, 2010, pagg. 246-265) mostrano che, mediante il loro effetto sulla composizione ciclica degli investimenti, le restrizioni al credito possono indurre sia una maggiore volatilità del prodotto sia una minore crescita media.

⁶ Per una rassegna di tale letteratura, cfr. Schiantarelli, F., op. cit.

⁷ Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. e Petersen, B.C., "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1988, n. 1, 1988, pagg. 141-206.

Se, al contrario, lo svantaggio in termini di costo è significativo (ovvero, sussistono restrizioni creditizie), le imprese possono non avere fonti alternative di finanziamento a basso costo ed è probabile che i loro investimenti siano determinati dalle fluttuazioni dei flussi di cassa. In linea con questa ipotesi, gli autori hanno concluso che gli investimenti effettuati da società che distribuiscono dividendi contenuti sono più sensibili alle fluttuazioni dei flussi di cassa rispetto a quelli effettuati da imprese che pagano dividendi elevati.

La principale critica mossa a tale approccio è che i flussi di cassa potrebbero costituire una misura indiretta di altre determinanti non osservabili, quali le opportunità di investimento. I flussi di cassa possono riflettere la redditività attuale e attesa degli investimenti: nel caso in cui siano elevati, segnalano che l'impresa ha registrato buoni risultati ed è probabile che prosegua nella stessa direzione⁸. Pertanto, le imprese più liquide contano su migliori opportunità di investimento e tendono, di conseguenza, a investire di più. Un modo per aggirare questo problema è tenere conto della redditività attesa degli investimenti quando si stima la loro sensibilità ai flussi di cassa. Ciò può essere fatto mediante l'uso della q media di Tobin⁹ (il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e il costo di sostituzione delle sue attività), che contiene informazioni prospettiche sulla redditività. La teoria prevede che, se le restrizioni al credito sono irrilevanti, la q di Tobin dovrebbe risultare l'unica determinante degli investimenti. Tuttavia, essa è difficile da misurare concretamente e può rivelarsi ben differente dalla q marginale¹⁰, che è la misura pertinente nelle decisioni di investimento delle imprese, a meno che non risultino soddisfatte condizioni molto stringenti. Pertanto, quando la q di Tobin non è una misura adeguata delle opportunità di investimento, la significatività dei flussi di cassa può semplicemente riflettere il loro contenuto informativo sulla redditività futura.

Tale filone della letteratura è stato inoltre messo in discussione da Kaplan e Zingales¹¹, che forniscono evidenze empiriche del fatto che una maggiore sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa non è una misura affidabile delle restrizioni all'accesso al credito. Gli autori conducono un'analisi approfondita delle imprese che pagano dividendi modesti, identificate da Fazzari et al. come soggette a restrizioni creditizie secondo il criterio che lega gli investimenti ai flussi di cassa. In particolare, esaminano il punto di vista dei dirigenti in merito all'accesso al credito da parte delle loro società – così come emerge dai commenti al resoconto annuale o alla relazione “10-K”¹² – integrato da ulteriori informazioni quantitative. Sulla base di tali elementi, valutano in che

⁸ Ad esempio, in Fazzari et al., op. cit., i flussi di cassa corrispondono al reddito al netto di interessi e imposte, sommato alle svalutazioni e agli ammortamenti e diviso per lo stock di capitale. È probabile che tale variabile sia strettamente correlata al rendimento delle attività (reddito netto sul totale delle attività).

⁹ Cfr. Tobin, J., “A General Equilibrium Approach to Monetary Policy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n. 1, 1969, pagg. 15-29.

¹⁰ La q marginale di Tobin è il rapporto tra il valore di mercato di un'unità aggiuntiva di capitale e il suo costo di sostituzione.

¹¹ Kaplan, S. N. e Zingales, L., “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 1, 1997, pagg. 169-215.

¹² Il 10-K è un resoconto annuale, richiesto dalla Securities and Exchange Commission statunitense, che fornisce una sintesi completa dei risultati finanziari di un'impresa.

misura sia probabile che le imprese risentano di restrizioni di tipo creditizio. Le società classificate come meno soggette a restrizioni al finanziamento mostrano, in modo sorprendente, una sensibilità significativamente superiore degli investimenti ai flussi di cassa rispetto a quelle con maggiori vincoli creditizi. Ciò implica che la sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa non sempre aumenta al crescere delle restrizioni al credito.

Un altro studio che ha evidenziato i limiti delle metodologie sopra descritte è stato quello di Farre-Mensa e Ljungqvist¹³. Gli autori, avvalendosi di un vasto campione di imprese quotate statunitensi osservate nel periodo tra il 1989 e il 2011, sostengono che quelle generalmente considerate come soggette a vincoli creditizi¹⁴ non si rivelano effettivamente tali. In particolare, tali imprese non mostrano difficoltà a incrementare la propria quota di debito all'aumentare delle aliquote fiscali (poiché il reddito imponibile potrebbe diminuire per effetto della deducibilità di alcune voci, quali per esempio la spesa per interessi), e utilizzano i proventi delle emissioni azionarie per accrescere le remunerazioni degli azionisti, manifestando di non essere caratterizzate da un'offerta inelastica della curva guadagni/perdite. Secondo gli autori, le misure tradizionali delle restrizioni al credito, anziché cogliere i reali vincoli al finanziamento, individuano aziende giovani e in rapida crescita che ottengono finanziamenti principalmente dal mercato delle azioni e da quello dei prestiti.

2.2 Indicatori delle restrizioni creditizie e dei risultati di impresa tratti dalle indagini campionarie

In virtù dei limiti dimostrati dai precedenti studi basati sulle sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa e sui dati di bilancio, un nuovo filone della letteratura si propone di valutare l'impatto delle restrizioni al finanziamento sulle variabili reali mediante l'utilizzo di dati desunti dalle indagini. L'idea di fondo è pervenire a misure dirette delle restrizioni in materia di finanziamenti chiedendo alle imprese quali problemi riscontrino nell'accesso ai mercati del credito.

Campello et al.¹⁵ impiegano un'indagine condotta a livello mondiale per valutare l'impatto della crisi finanziaria del 2008 sui piani di spesa. A partire da un campione di grandi aziende statunitensi, europee e asiatiche intervistate nel 2008, gli autori rilevano che le imprese soggette a restrizioni avevano pianificato, in media, tagli più consistenti alle spese per tecnologia, investimenti

¹³ Farre-Mensa, J. e Ljungqvist, A., "Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?", *Review of Financial Studies*, vol. 29, n. 2, 2016, pagg. 272-308.

¹⁴ In quanto non possiedono un rating creditizio o distribuiscono dividendi contenuti, oppure sulla base della combinazione lineare di caratteristiche osservabili quali le dimensioni, l'età o la leva finanziaria come negli indici di Kaplan-Zingales, Hadlock-Pierce e Whited-Wu. L'indice utilizzato da Kaplan-Zingales è desunto da Lamont, O., Polk, C. e Saa-Requejo, J., "Financial Constraints and Stock Returns", *Review of Financial Studies*, vol. 14, n. 2, 2001, pagg. 529-554. L'indice di Hadlock-Pierce è contenuto in Hadlock, C. e Pierce, J., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *Review of Financial Studies*, vol. 23, n. 5, 2010, pagg. 1909-1940. L'indice di Whited-Wu è contenuto in Whited, T. e Wu, G., "Financial Constraints Risk", *Review of Financial Studies*, vol. 19, n. 2, 2006, pagg. 531-559.

¹⁵ Campello, M., Graham, J.R e Harvey, C., "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n. 3, 2010, pagg. 470-487.

e marketing e all'occupazione. L'impossibilità di ottenere fondi esterni aveva inoltre spinto molte società soggette a restrizioni a rinunciare a interessanti opportunità di investimento.

Ferrando e Mulier¹⁶ analizzano le conseguenze sugli investimenti e sulla crescita dell'impresa derivanti dall'essere un prenditore sfiduciato (ovvero, un'azienda che necessita di finanziamenti esterni ma che non richiede un prestito bancario nel timore che la domanda sia respinta). Gli autori combinano le risposte dell'indagine SAFE con i dati di bilancio di nove paesi dell'area dell'euro nel periodo 2010-2014. Nell'ambito dell'indagine, i prenditori sfiduciati tendono a coincidere con imprese più rischiose e meno solide rispetto ai prenditori non sfiduciati, come suggerito, tra le altre cose, dal loro più basso punteggio Z^{17} di Altman e dal loro ridotto indice di copertura degli interessi¹⁸. Utilizzando variabili strumentali per tenere conto dell'endogeneità che lega sfiducia e investimenti (in quanto è probabile che i prenditori sfiduciati abbiano peggiori opportunità di investimento), gli autori dimostrano che la sfiducia ha marcati effetti negativi su investimenti, occupazione e crescita degli attivi. Sostengono che tale impatto negativo sia imputabile alla mancanza di accesso ai finanziamenti bancari determinata dalla sfiducia.

Un diverso approccio è adottato da Buca e Vermeulen¹⁹, i quali esaminano l'impatto negativo della stretta creditizia sugli investimenti aggregati. Essi utilizzano le informazioni sui criteri di concessione del credito bancario (per es. quelli relativi all'approvazione dei prestiti), ricavate dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, per costruire gli indici di irrigidimento delle condizioni di offerta in sei paesi europei²⁰ nel periodo 2004-2009. È probabile che criteri più severi provochino l'aumento del numero di imprese soggette a limitazioni creditizie e possano, pertanto, avere conseguenze sull'economia reale. In particolare, gli autori riscontrano che, in seguito a una stretta sul credito bancario, i debitori che dipendono dalle banche (ossia, le imprese con un'elevata quota di debiti bancari sul totale delle attività) riducono gli investimenti in misura di gran lunga superiore rispetto a quanto non facciano i prenditori indipendenti dagli istituti di credito. In considerazione del fatto che durante l'ultima crisi finanziaria si è registrato un notevole irrigidimento dei criteri di concessione del credito, essi sostengono che a tale fenomeno si possa imputare gran parte del calo degli investimenti aggregati da parte delle società non finanziarie avvenuto in quel periodo.

¹⁶ Ferrando, A. e Mulier, K., "The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1842, BCE, 2015.

¹⁷ Il punteggio Z è una combinazione lineare di cinque indici finanziari, ponderata mediante coefficienti. La formula è impiegata per prevedere la probabilità che un'azienda dichiari il fallimento entro i due anni successivi. Cfr. Altman, E.I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, vol. 23, n. 4, 1968, pagg. 589-609.

¹⁸ L'indice di copertura degli interessi è definito come il rapporto tra gli utili e il pagamento degli interessi, ove gli utili sono misurati al lordo di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti.

¹⁹ Buca, A. e Vermeulen, P., "Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis," *Journal of Banking & Finance*, vol. 78, maggio 2017, pagg. 164-180.

²⁰ Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Portogallo.

Tutti questi studi, tuttavia, concordano sulla possibile endogeneità delle restrizioni creditizie. Il fatto che le componenti non osservate delle opportunità d'investimento possano essere correlate con gli indicatori delle restrizioni in materia di credito e che si possa tenere conto solo in maniera imprecisa delle opportunità di investimento e della loro domanda, compromette un'interpretazione causale delle stime. Ad esempio, società aventi situazioni di bilancio critiche possono evidenziare sia ridotte opportunità di investimento sia elevate probabilità di essere soggette a restrizioni creditizie e, pertanto, la relazione tra queste due variabili potrebbe avere natura endogena.

2.3 Gli effetti reali della crisi del debito sovrano

Un altro filone della letteratura studia, infine, gli effetti reali della crisi del debito sovrano. In particolare, la crisi del debito sovrano verificatasi nell'area dell'euro tra il 2010 e il 2012 potrebbe aver causato una stretta creditizia e influenzato negativamente gli investimenti delle imprese e la creazione di posti di lavoro, per effetto del razionamento del credito da parte delle banche in difficoltà per la crisi del debito sovrano, ovvero a causa del cosiddetto nesso fra banche ed emittenti sovrani.

Ferrando et al.²¹ mostrano che la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro ha notevolmente ridotto l'accesso al credito. Gli autori, che utilizzano i dati dell'indagine SAFE su 11 paesi nel periodo 2009-2012, rilevano che la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro ha comportato una consistente restrizione dell'offerta di credito, a causa del nesso fra banche ed emittenti sovrani. In particolare, dopo l'inizio della crisi e tenendo conto della qualità dei debitori, per le imprese dei paesi sottoposti a tensioni²² sono aumentate le probabilità di vedere rifiutata la loro richiesta di finanziamento, di subire un razionamento del credito e di corrispondere tassi di interesse più elevati.

Inoltre, Acharya et al.²³ sostengono che la crisi europea del debito sovrano abbia prodotto notevoli effetti negativi sull'economia reale attraverso il canale del credito bancario. Secondo questo studio sul mercato europeo dei prestiti sindacati nel periodo 2006-2012, la stretta del credito seguita alla crisi del debito ha generato importanti conseguenze negative sull'economia reale, in quanto la contrazione dei prestiti offerti dalle banche interessate dalla crisi ha frenato gli investimenti, la creazione di posti di lavoro e l'aumento delle vendite da parte delle imprese collegate a tali banche. Secondo le stime degli autori, la stretta creditizia ha determinato tra un quinto e la metà degli effetti reali negativi complessivi subiti dalle imprese prenditrici europee durante la crisi. Tale fenomeno è stato principalmente connesso alle perdite sui titoli pubblici detenuti in portafoglio dalle banche dei paesi in difficoltà e ai conseguenti incentivi, per le banche con bassi livelli di patrimonializzazione, a operare un trasferimento dei rischi mediante l'acquisto

²¹ Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G.F., "Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey," *Journal of Banking & Finance*, vol. 81, n. C, 2017, pagg. 65-80.

²² Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo.

²³ Acharya, V., Eisert, T., Eufinger, C. e Hirsch, C., "Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans", *CEPR Discussion Paper*, n. DP10108, 2014.

di un quantitativo persino maggiore di titoli di Stato nazionali a discapito dei prestiti alle imprese.

3 Impatto delle restrizioni creditizie sugli investimenti: nuove evidenze desunte dalle indagini.

La presente sezione fornisce nuove evidenze sulla relazione tra le restrizioni al credito cui è soggetta un'impresa e i suoi investimenti²⁴. I risultati suggeriscono che le restrizioni creditizie esercitano un forte impatto negativo sugli investimenti aziendali.

3.1 Campione e statistiche descrittive

L'analisi è basata sui dati dell'indagine SAFE relativa a 12 paesi europei nel periodo 2014-2017. Il campione è costituito esclusivamente da società non finanziarie e non include le aziende del settore agricolo e la pubblica amministrazione. La maggior parte delle imprese è intervistata una sola volta, eccetto un piccolo gruppo di imprese intervistate a rotazione a ogni nuova edizione²⁵. Il campione, per la disponibilità di alcune variabili chiave, è limitato alle edizioni dell'indagine dalla undicesima alla sedicesima (da aprile-settembre 2014 a ottobre 2016-marzo 2017) ed è costituito da 7.506 osservazioni relative a 4.863 imprese provenienti da 12 paesi europei²⁶.

La variabile chiave è una misura delle restrizioni creditizie complessive.

Le restrizioni al credito sono valutate con riferimento ai finanziamenti bancari (prestiti e linee di credito), al credito commerciale e alle altre tipologie di finanziamento (azioni e titoli di debito, leasing, factoring, prestiti intersocietari, ecc.). Si considera soggetta a restrizioni di tipo creditizio l'impresa che subisce limitazioni rispetto a qualunque forma di finanziamento. In particolare, la variabile relativa alle restrizioni di credito è pari a 1 se, per qualche tipologia di finanziamento, si verifica una delle seguenti circostanze: a) la richiesta di finanziamento esterno presentata dall'impresa è stata respinta; b) l'impresa ha ricevuto solo una parte (ossia, meno del 75 per cento) del finanziamento richiesto (razionamento dell'importo); c) l'impresa ha rifiutato l'offerta di finanziamento esterno in relazione ai costi del finanziamento eccessivamente elevati (razionamento delle condizioni); d) l'impresa non ha richiesto un finanziamento esterno per il timore di vedere respinta la sua domanda (prenditore sfiduciato)²⁷. La variabile è pari a 0 (assenza di restrizioni) se l'impresa ha ottenuto

²⁴ Un esame complementare degli effetti delle restrizioni al credito sugli investimenti mediante l'utilizzo di dati SAFE è contenuto nel riquadro *Gli andamenti recenti degli investimenti: indicazioni provenienti da un'indagine congiunturale presso le imprese* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

²⁵ Cfr. il rapporto "Survey on the access to finance of enterprises. Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset".

²⁶ Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovacchia e Finlandia.

²⁷ Indicatori simili sono stati elaborati nella letteratura precedente ma solo in riferimento al credito bancario. Cfr., ad esempio, Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G.F., "Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Micro-evidence from the Eurozone", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2018, di prossima pubblicazione; Ferrando, A. e Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", *Economic and Social Review*, vol. 46, n. 1, 2015, pagg. 87-117.

il finanziamento esterno richiesto. Le imprese che non hanno fatto domanda di finanziamenti esterni sono escluse dal campione. Secondo tale indicatore, il 24 per cento delle società del campione è soggetto a restrizioni in relazione a qualche forma di finanziamento²⁸.

La distribuzione delle imprese soggette a restrizioni varia a seconda della categoria di impresa, evidenziando il ruolo delle asimmetrie informative e del rischio di credito. I grafici dall'1 al 3 mostrano la percentuale di imprese soggette a restrizioni suddivise per categoria. In linea con la letteratura precedente, sussiste una relazione negativa tra la probabilità di subire restrizioni creditizie e le dimensioni dell'impresa (cfr. grafico 1a)²⁹. Inoltre³⁰, la quota di imprese mature (aventi dieci o più anni) soggette a restrizioni è di molto inferiore rispetto a quella delle imprese relativamente giovani (aventi meno di cinque anni), sebbene anche la percentuale delle imprese molto giovani sia leggermente più bassa di quest'ultima (cfr. grafico 1b). Coerentemente con la letteratura secondo cui l'appartenenza a un gruppo aziendale allenta i vincoli al finanziamento³¹, la quota di imprese soggette a restrizioni tra le filiali o le controllate è significativamente inferiore rispetto a quella delle società autonome (cfr. grafico 2a). Un ruolo rilevante è inoltre svolto dall'assetto proprietario, in quanto le imprese individuali e quelle familiari presentano maggiori probabilità di risentire di limitazioni rispetto alle società quotate (cfr. grafico 2b). Vi è anche una percentuale significativa di imprese soggette a restrizioni tra quelle controllate da società di venture capital, poiché queste ultime tendono a finanziare progetti nuovi e rischiosi per i quali spesso non sono disponibili tipologie di finanziamento convenzionali. Le società esportatrici hanno minori probabilità di subire restrizioni creditizie rispetto alle aziende non esportatrici in quanto tendono a essere più competitive e produttive (cfr. grafico 3a)³². Infine, la quota di imprese soggette a restrizioni creditizie è maggiore nei paesi vulnerabili agli shock economici e finanziari rispetto a quella nei paesi meno vulnerabili³³ (cfr. grafico 3b).

²⁸ Il dato è significativamente superiore a quelli contenuti nei rapporti della BCE sull'indagine SAFE. Si possono identificare due motivi alla base di tale differenza. In primo luogo, l'indicatore presente nei rapporti considera soltanto i prestiti bancari. In secondo luogo, lo stesso ha come denominatore tutte le PMI interessate dai prestiti bancari, mentre l'indicatore del presente articolo ha al denominatore soltanto le aziende che hanno richiesto un finanziamento esterno.

²⁹ Cfr. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. e Maksimovic, V., "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?", *Journal of Finance*, vol. 60, n. 1, pagg. 137-177; Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. e Maksimovic, V., "The determinants of financing obstacles", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, n. 6, 2006, pagg. 932-952; Artola, C. e Genre, V., "Euro Area SMEs under Financial Constraints: Belief or Reality?", *CESifo Working Paper*, n. 3650, 2011.

³⁰ Ferrando, A. e Griesshaber, N., "Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most?", *Working Paper Series*, n. 1293, BCE, 2011. Ferrando, A. e Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", op. cit.

³¹ Cfr., ad esempio, Hoshi, T., Kashyap, A. e Scharfstein, D., "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 1, 1991, pagg. 33-60.

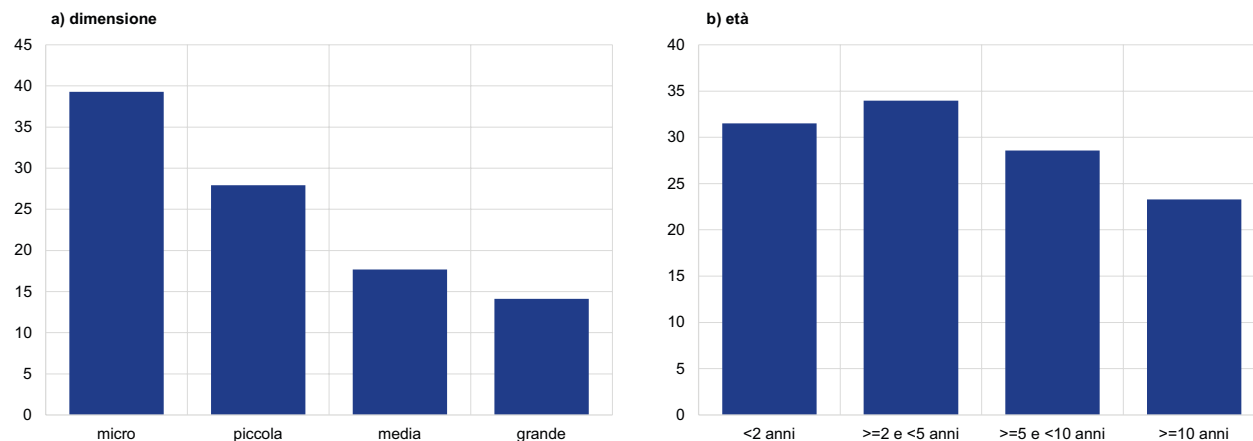
³² Correa-López, M. e Doménech, R., "The Internationalisation of Spanish Firms", *BBVA Research Working Papers*, n. 12/30, 2012.

³³ L'espressione "paesi vulnerabili" si riferisce a Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Portogallo e Slovacchia, mentre i "paesi meno vulnerabili" includono i restanti paesi facenti parte del campione.

Grafico 1

Percentuale delle imprese soggette a restrizioni suddivise per dimensione ed età

(percentuali ponderate)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

Note: un'impresa è soggetta a restrizioni se si verifica una delle seguenti circostanze: a) la sua richiesta di finanziamento esterno è stata respinta; b) ha ricevuto solo una parte (ossia, meno del 75 per cento) del finanziamento richiesto; c) ha rifiutato l'offerta di finanziamento esterno in relazione ai costi del finanziamento eccessivamente elevati; d) non ha richiesto un finanziamento esterno per il timore di vedere respinta la domanda presentata. Sono presi in considerazione i seguenti strumenti di finanziamento: prestiti bancari, linee di credito, credito commerciale, altre tipologie di finanziamento (azioni e titoli di debito, leasing, factoring, prestiti intersocietari, ecc.).

Le osservazioni sono ponderate utilizzando pesi di campionamento. I pesi ristabiliscono le proporzioni del peso economico (in termini di numero degli occupati) di ogni categoria dimensionale, attività economica e paese. Il numero delle osservazioni è pari a 7.506.

Paesi: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovacchia e Finlandia.

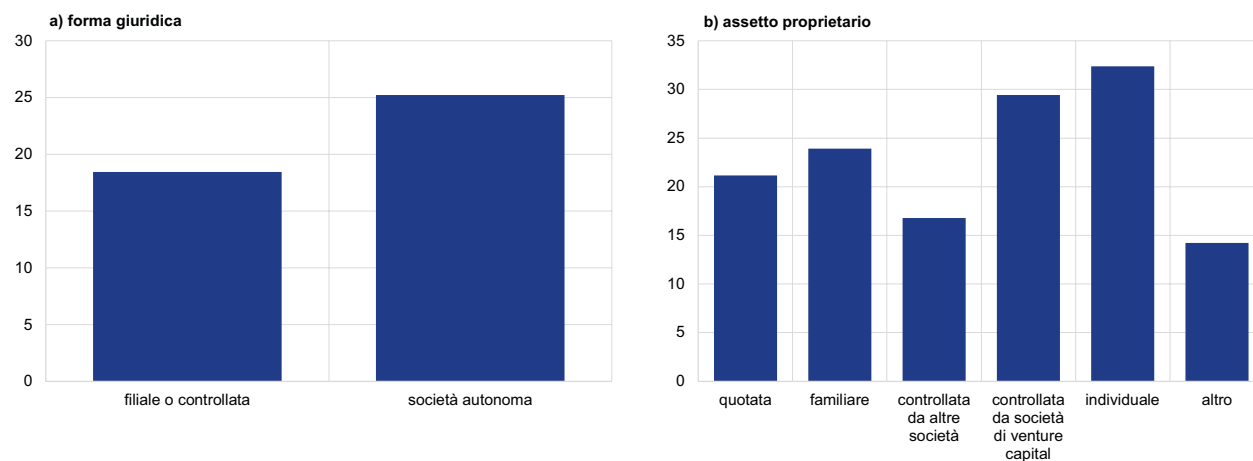
Periodo: dalla 11^a alla 16^a edizione dell'indagine SAFE (da aprile-settembre 2014 a ottobre 2016-marzo 2017).

Le categorie dimensionali basate sul numero degli occupati sono micro: meno di 10; piccola: tra 10 e 49; media: tra 50 e 249; grande: 250 e oltre.

Grafico 2

Percentuale delle imprese soggette a restrizioni suddivise per forma giuridica e assetto proprietario

(percentuali ponderate)



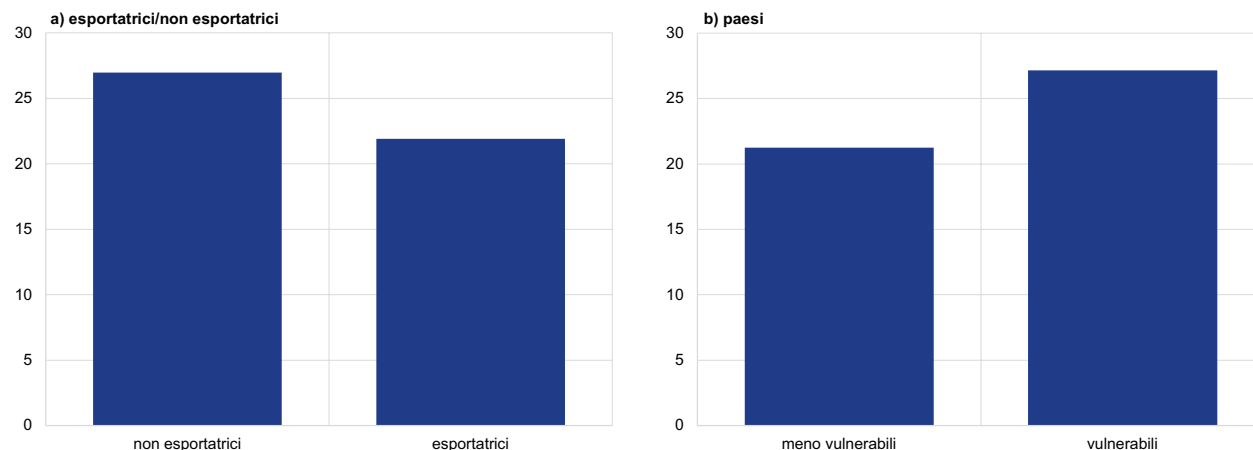
Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

Note: cfr. grafico 1.

Grafico 3

Percentuale delle imprese soggette a restrizioni suddivise tra esportatrici/non esportatrici e per paese

(percentuali ponderate)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

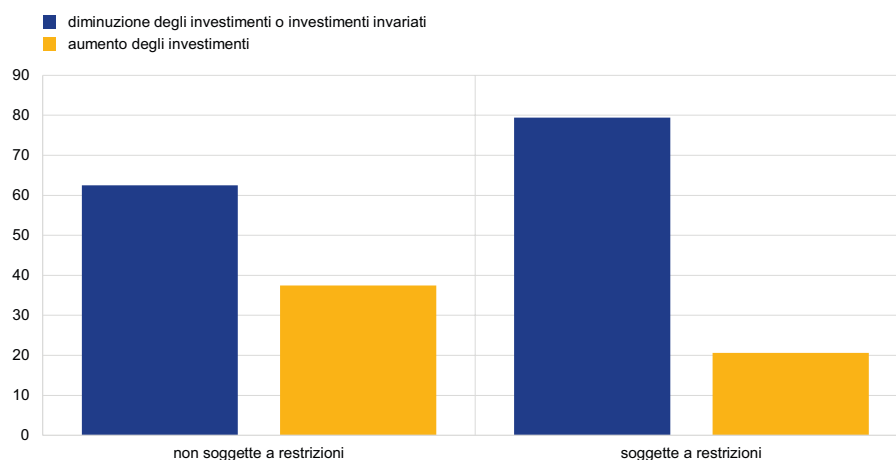
Note: cfr. grafico 1. L'espressione "paesi vulnerabili" si riferisce a Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Portogallo e Slovacchia, mentre i "paesi meno vulnerabili" includono i restanti paesi facenti parte del campione.

Le evidenze descrittive suggeriscono l'esistenza di una relazione negativa tra le restrizioni creditizie e gli investimenti aziendali. Nell'ambito dell'indagine, alle imprese viene chiesto se nell'ultimo semestre i rispettivi investimenti siano diminuiti, rimasti invariati o cresciuti. Per esaminare la possibilità che vi sia un legame tra restrizioni creditizie e investimenti, il grafico 4 mostra la distribuzione di questi ultimi nel caso in cui le imprese siano soggette o meno a restrizioni. La percentuale di imprese che hanno dichiarato un calo o il permanere su livelli invariati degli investimenti è significativamente maggiore (di circa 15 punti percentuali) per il gruppo di imprese soggette a restrizioni creditizie³⁴.

Grafico 4

Investimenti e restrizioni al credito

(percentuali ponderate)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

Note: cfr. grafico 1.

³⁴ La differenza è statisticamente significativa all'1 per cento.

3.2 Analisi econometrica

Una verifica più formale degli effetti delle restrizioni creditizie sugli investimenti può essere compiuta con l'analisi di regressione. L'analisi impiega modelli di probabilità lineare. La variabile dipendente è rappresentata dagli *investimenti*, una variabile dummy che è pari a 1 se gli investimenti sono aumentati e pari a 0 se sono diminuiti o rimasti invariati. Tale variabile è regredita sull'indicatore relativo alle restrizioni al credito, su un ampio insieme di variabili di controllo a livello di impresa e a livello di paese e sugli effetti fissi temporali.

La principale difficoltà risiede nell'individuazione della distorsione prodotta dalle variabili omesse. Le imprese dotate di scarse opportunità di investimento tendono a investire meno e hanno maggiori probabilità di essere soggette a restrizioni creditizie. Pertanto, il coefficiente dell'indicatore relativo alle limitazioni creditizie può essere influenzato da endogeneità.

Per far fronte a questo problema, l'analisi segue due approcci: uno che utilizza misure approssimative delle opportunità di investimento e l'altro che impiega metodi connessi alle variabili strumentali. Il primo approccio si fonda sull'uso di minimi quadrati ordinari e di un vasto insieme di covariate per tenere conto delle opportunità di investimento delle imprese. La principale misura delle opportunità di investimento è un indicatore delle variazioni della prospettiva specifica dell'impresa, come in Ferrando e Mulier³⁵. In particolare, alla società viene chiesto di valutare l'evoluzione della propria prospettiva, con riferimento alle vendite e alla redditività o al piano aziendale, nel semestre precedente. L'analisi include anche un indicatore dei cambiamenti del fatturato dell'impresa come misura approssimativa delle opportunità di crescita, come in Gomes³⁶. Riguardo alle restanti variabili di controllo a livello di impresa, le dimensioni e l'età, insieme al settore di attività costituiscono le tradizionali determinanti delle opportunità di investimento (cfr. Petersen e Rajan³⁷)³⁸.

Tuttavia, essendo impossibile tenere conto perfettamente delle opportunità di investimento delle imprese, si impiegano anche variabili strumentali. L'approccio fondato sulle variabili strumentali si propone di rimuovere ogni restante correlazione tra il termine di errore della regressione e l'indicatore delle restrizioni di credito. Gli strumenti proposti, i *criteri corretti di concessione del credito*, corrispondono a due variabili che misurano il livello dei criteri (corretti) di concessione del credito in ciascun paese, in relazione, rispettivamente, alle grandi imprese e alle PMI. Le variabili, tratte dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, misurano la componente dei criteri di concessione del credito (ossia, relativi all'approvazione di prestiti da parte delle banche) dal lato della sola offerta, influenzata da fattori quali il

³⁵ Ferrando, A. e Mulier, K., "The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area", op. cit.

³⁶ Gomes, J.F., "Financing Investment", *American Economic Review*, vol. 91, n. 5, 2001, pagg. 1263-1285.

³⁷ Petersen, M.A. e Rajan, R.G., "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, vol. 49, n. 1, 1994, pagg. 3-37.

³⁸ Sono incluse anche altre variabili di controllo a livello di azienda. Cfr. le note della tavola 1.

costo del finanziamento, le pressioni concorrenziali e la tolleranza al rischio³⁹. I criteri corretti di concessione del credito non dovrebbero essere correlati a fattori dal lato della domanda come la prospettiva macroeconomica e specifica del settore, il merito di credito dei prenditori e i rischi legati alle garanzie richieste. Tuttavia, al fine di escludere la possibilità che lo strumento stia semplicemente catturando il ciclo economico e, di conseguenza, le opportunità di investimento a livello macro, sono state introdotte le seguenti variabili macroeconomiche di controllo: il PIL in termini reali, il clima di fiducia dei consumatori e il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni.

I risultati suggeriscono che le restrizioni creditizie hanno notevoli ripercussioni sugli investimenti. La tavola 1 presenta i risultati dei modelli di probabilità lineare stimati mediante minimi quadrati ordinari e minimi quadrati a due stadi, in cui la variabile dipendente è rappresentata dagli *investment*⁴⁰. La colonna 1, contenente le stime basate sui minimi quadrati ordinari, mostra una forte correlazione negativa tra il regressore endogeno, *soggetta a restrizioni*, e la variabile dipendente *investimenti*. Tuttavia, per stabilire una relazione di causalità è necessario ricorrere all'utilizzo delle variabili strumentali. In prima istanza, viene impiegata una sola variabile strumentale, costituita dai criteri corretti di concessione del credito nei prestiti alle PMI (colonna 2). Secondo tali stime, la presenza di restrizioni al credito riduce la probabilità di aumento degli investimenti di 67 punti percentuali, ma la stima dell'effetto è imprecisa e risulta statisticamente significativa solo al 10 per cento. Per incrementare l'accuratezza delle stime viene utilizzata una seconda variabile strumentale, rappresentata dai criteri corretti di concessione del credito nei prestiti alle grandi imprese⁴¹. Il risultato, contenuto nella colonna 3, è molto potente e preciso: le restrizioni al credito riducono la probabilità di un aumento degli investimenti di 92 punti percentuali e il coefficiente è significativo al 5 per cento⁴².

L'analisi non considera altri canali potenzialmente rilevanti come il margine estensivo. I risultati sono misure prudenti dell'impatto complessivo delle restrizioni al credito sull'economia reale poiché l'analisi non tiene conto del margine estensivo, ossia delle imprese che hanno chiuso l'attività per mancanza di credito e delle imprese che non sono entrate nel mercato per non aver ottenuto i finanziamenti necessari a intraprendere i propri progetti di investimento.

³⁹ Per costruire tali variabili, viene effettuata una regressione dei criteri di concessione del credito sui fattori dal lato della domanda: "situazione dell'attività economica generale", "situazione specifica del settore o dell'impresa/merito di credito del prenditore" e "rischio legato alle garanzie richieste". I residui di tali regressioni sono le variabili relative ai criteri corretti di concessione del credito. Per ulteriori dettagli sulla costruzione delle variabili, cfr. García-Posada, M., "Credit constraints, firm investment and growth: evidence from survey data," *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

⁴⁰ Tutte le variabili di controllo che cambiano nel tempo sono ritardate di un periodo, mentre il regressore endogeno, *soggetta a restrizioni*, e gli strumenti relativi ai criteri corretti di concessione del credito sono inclusi contemporaneamente.

⁴¹ Si noti, inoltre, che gli strumenti non si rivelano deboli, in quanto la statistica F al primo stadio è superiore a 10, valore di riferimento suggerito dalla letteratura. La specificazione supera anche il test J di Sargan-Hansen (valore p = 0,291), ossia non è possibile rifiutare la validità nulla delle restrizioni sovraidentificative.

⁴² È possibile che l'effetto medio celi una notevole eterogeneità, dato che l'impatto delle restrizioni al credito potrebbe rivelarsi molto forte per alcune tipologie di impresa e debole o assente per altre. In particolare, avvalendosi del medesimo campione, García-Posada, M., op. cit., rileva che la maggior parte dell'impatto causale delle restrizioni al credito sugli investimenti delle aziende è trainato dalle vecchie PMI.

Tavola 1

Impatto sugli investimenti delle restrizioni all'accesso al credito

(coefficienti, errori standard tra parentesi)	1	2	3
Soggetta a restrizioni	-0,096*** (0,019)	-0,668* (0,387)	-0,917** (0,360)
Strumento di stima	OLS	2SLS	2SLS
Strumenti		criteri di concessione del credito alle PMI	criteri di concessione del credito alle PMI criteri di concessione del credito alle grandi aziende
test F (primo stadio)		11,711	11,510

Fonti: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese ed elaborazioni della BCE.

Note: la variabile dipendente è rappresentata dagli *investimenti*, una dummy che è pari a 1 se gli investimenti sono aumentati e a 0 se sono diminuiti o rimasti invariati.

Soggetta a restrizioni è una dummy che è pari a 1 se l'azienda è soggetta a restrizioni in materia di credito e a 0 in caso contrario. Le variabili strumentali sono costituite dai criteri corretti di concessione del credito nei prestiti alle PMI e dai criteri corretti di concessione del credito nei prestiti alle grandi imprese.

Tutte le specificazioni includono dummy relative ai paesi, dummy temporali, variabili di controllo a livello macro, variabili di controllo a livello azienda e altre variabili di controllo a livello azienda.

Le variabili di controllo a livello macro sono rappresentate dal PIL in termini reali depurato da trend, dal clima di fiducia dei consumatori e dal rendimento dei titoli di Stato a dieci anni.

Le variabili di controllo a livello azienda sono dummy relative a settore, dimensione (in termini di numero di dipendenti e fatturato), età, forma giuridica, assetto proprietario e appartenenza alla categoria di esportatrice/non esportatrice.

Le altre variabili di controllo a livello azienda sono dummy relative ad aumento/diminuzione del fatturato, utili, costo del lavoro, altri costi, rapporto fra debito e attività, spese per interessi e dummy relative a miglioramento/deterioramento della prospettiva specifica dell'impresa, del capitale proprio e dei precedenti creditizi.

Tutte le variabili di controllo che cambiano nel tempo sono ritardate una volta (t-1).

Errori standard robusti a cluster tra parentesi. Livelli cluster: paese-edizione dell'indagine. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Il test F (primo stadio) è il Kleibergen-Paap Wald rk F statistic.

OLS (ordinary least squares) indica i minimi quadrati ordinari. 2SLS (two-stage least squares) indica i minimi quadrati a due stadi. Le stime sono ponderate utilizzando pesi di campionamento. I pesi ristabiliscono le proporzioni del peso economico (in termini di numero degli occupati) di ogni categoria dimensionale, attività economica e paese.

Il numero delle osservazioni è pari a 7.506.

Paesi: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovacchia e Finlandia.

Periodo: edizioni dalla 11 alla 16 dell'indagine SAFE (da aprile-settembre 2014 a ottobre 2016-marzo 2017).

4 Osservazioni conclusive

L'influenza esercitata dalle restrizioni al credito sugli investimenti aziendali non è chiara a priori. Nei mercati dei capitali perfetti e privi di frizioni, il teorema di Modigliani-Miller implica che le decisioni di finanziamento di un'impresa siano indipendenti da quelle di investimento, in quanto i fondi interni e quelli esterni sono sostituiti perfetti. Nella pratica, tuttavia, diversi fattori li rendono sostituiti imperfetti, consentendo così alle restrizioni creditizie di avere conseguenze importanti sugli investimenti aziendali. Il presente articolo ha ripercorso la letteratura esistente e fornito nuove evidenze fondate su un vasto campione di imprese europee.

Le evidenze disponibili suggeriscono che le restrizioni al credito hanno notevoli ripercussioni sulle decisioni di investimento delle società non finanziarie, sottolineando l'importanza del ruolo svolto dalla politica monetaria nel ridurre gli effetti. A fronte della recente crisi finanziaria, la banche centrali di tutto il mondo hanno adottato misure straordinarie per ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ridurre, di conseguenza, le restrizioni creditizie subite da famiglie e imprese⁴³. Tali

⁴³ La quota di imprese soggette a restrizioni di tipo creditizio è in calo dal 2012. Cfr. il riquadro intitolato *Gli andamenti recenti degli investimenti: indicazioni provenienti da un'indagine congiunturale presso le imprese* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

azioni, a loro volta, potrebbero aver stimolato gli investimenti attraverso il canale del credito e il loro effetto sul premio per il finanziamento esterno pagato dalle imprese. Tuttavia, occorre cautela nel trarre conclusioni sulle conseguenze macroeconomiche degli studi esposti, che sono fondati su evidenze micro-econometriche e si affidano ad analisi di equilibrio parziale, avvalendosi spesso di dati qualitativi desunti dalle indagini campionarie.

L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche

a cura di **Carolyn Nerlich e Joachim Schroth**

Questo articolo esamina le implicazioni macroeconomiche e fiscali dell'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro e analizza le modalità attraverso le quali le riforme pensionistiche possono contribuire a risolvere i problemi a esso collegati. Secondo le ultime proiezioni dell'Eurostat, l'invecchiamento della popolazione dell'area proseguirà, intensificandosi ulteriormente, nei prossimi decenni. È opinione diffusa che il processo in atto, la cui origine è da rintracciarsi nell'allungamento dell'aspettativa di vita e nei bassi tassi di fertilità, condurrà a un calo dell'offerta di lavoro e a una perdita di produttività, oltre che a mutamenti comportamentali, e avrà probabilmente un effetto avverso sulla crescita potenziale. Il processo di invecchiamento inoltre avrà verosimilmente un impatto al ribasso sui tassi di interesse per un protratto periodo di tempo, per via dell'aumento del risparmio precauzionale. L'invecchiamento della popolazione implica inoltre variazioni dei prezzi relativi, derivanti principalmente da un aumento della domanda di servizi. Per di più, si prevede che, con il progressivo invecchiamento della popolazione, nei paesi dell'area dell'euro si verifichino ulteriori pressioni al rialzo della spesa pubblica per pensioni, sanità e assistenza di lungo periodo.

Sebbene molti paesi dell'area abbiano attuato riforme pensionistiche in seguito alla crisi del debito sovrano, si ritiene siano necessarie ulteriori riforme al fine di assicurare la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo. A questo proposito, l'introduzione di misure che innalzino l'età pensionabile potrebbe contrastare gli effetti macroeconomici avversi dell'invecchiamento poiché eserciterebbe un impatto favorevole sull'offerta di lavoro e sui consumi interni. Per contro, l'aumento delle aliquote di contribuzione o la riduzione del tasso di sostituzione potrebbero avere implicazioni macroeconomiche meno favorevoli.

1 Introduzione

L'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro espone a una serie di sfide economiche. Con ogni probabilità, il processo in atto eserciterà una pressione al ribasso sulla crescita potenziale, sull'offerta di lavoro e sul tasso di interesse di equilibrio. Allo stesso tempo, le economie soggette a invecchiamento saranno verosimilmente esposte a costi di bilancio più elevati e, presumibilmente, a rischi per la sostenibilità dei conti pubblici. Dato che l'invecchiamento della popolazione può modificare i profili di consumo, potrebbero inoltre riscontrarsi effetti sui prezzi relativi che, a loro volta, influirebbero sulla trasmissione della politica monetaria. La combinazione di tutti questi fattori va a incrementare il numero di sfide per la politica monetaria.

Il presente articolo analizza una serie di importanti implicazioni macroeconomiche dell'invecchiamento della popolazione ed esamina le modalità attraverso cui le riforme pensionistiche possono contribuire ad

attutirne l'impatto. Partendo da un esame delle ultime proiezioni demografiche dell'Eurostat e delle relative determinanti principali, passa ad analizzare le implicazioni macroeconomiche dell'invecchiamento per la crescita potenziale, focalizzando l'attenzione sull'offerta di lavoro, sugli investimenti fissi e sulla produttività totale dei fattori. L'impatto negativo sulla crescita viene inoltre esaminato attraverso l'impiego di modelli altamente stilizzati. Nell'articolo vengono discussi anche gli effetti sui saldi di bilancio e sulla sostenibilità del debito, mentre all'impatto sui prezzi relativi dovuto alle variazioni dei profili di consumo è dedicato un apposito riquadro. La sezione finale analizza il ruolo delle riforme pensionistiche e i relativi effetti macroeconomici, e include un riquadro che riporta simulazioni effettuate sulla base di modelli. Anche le implicazioni per la politica monetaria, in particolare per effetto delle variazioni del tasso di interesse reale di equilibrio, vengono discusse in un riquadro a parte.

2 Andamenti demografici nell'area dell'euro

I paesi dell'area dell'euro sono esposti a notevoli sfide in ambito demografico, le cui implicazioni economiche potrebbero rivelarsi rilevanti.

In base alle proiezioni formulate dall'Eurostat nel 2015¹, la popolazione totale dell'area dell'euro dovrebbe aumentare dai 340 milioni del 2016 a circa 352 milioni nel 2040, per poi scendere a 345 milioni nel 2070. Anche la struttura per età della popolazione dovrebbe registrare variazioni e l'invecchiamento della popolazione dovrebbe proseguire, intensificandosi ulteriormente. Le principali determinanti di tali andamenti sono da identificarsi nei bassi tassi di natalità e nell'ulteriore allungamento dell'aspettativa di vita; d'altra parte, in media, i flussi migratori netti attenueranno solo in parte l'impatto dell'invecchiamento della popolazione. Si verificheranno inoltre notevoli effetti di coorte, con l'intera generazione del "baby boom" (ovvero quella significativa fetta di popolazione dei nati negli anni '50 e '60) che raggiungerà l'età pensionabile nei prossimi 20 anni. Va tuttavia notato che l'invecchiamento della popolazione non è un fenomeno circoscritto all'area dell'euro ma è al contrario diffuso a livello mondiale tra le economie avanzate (e in alcune economie emergenti) e particolarmente pronunciato in Giappone².

L'invecchiamento della popolazione è trainato da una serie di tendenze demografiche.

Il tasso di fertilità medio dell'area dell'euro si colloca al momento a 1,6, ovvero a un livello significativamente inferiore rispetto a quello di sostituzione naturale (il livello considerato necessario per mantenere costante la popolazione totale), che è intorno a 2,1. Sebbene secondo l'Eurostat i tassi di natalità siano destinati a crescere, essi resterebbero, in media, ben al di sotto del livello di sostituzione. Di conseguenza, la percentuale di giovani rispetto alla

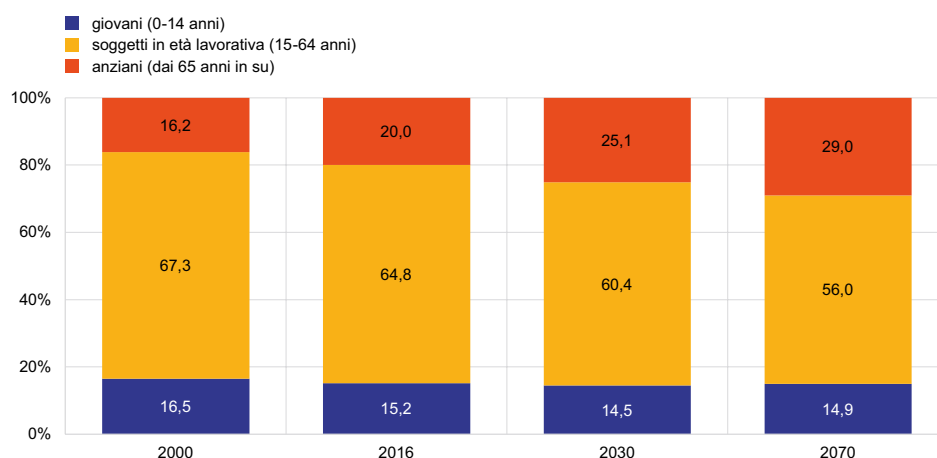
¹ Cfr. le [proiezioni sulla popolazione dell'Eurostat 2015](#). Le proiezioni dell'Eurostat per l'area dell'euro sono paragonabili alle più recenti proiezioni sulla popolazione delle Nazioni Unite, sebbene queste ultime siano lievemente più sfavorevoli in termini di grado di invecchiamento della popolazione.

² Cfr. OCSE, *Pensions at a Glance 2017*, 2017. Nel caso del Giappone, l'azione di risanamento necessaria a stabilizzare il debito pubblico dovrebbe corrispondere al 30-40 per cento del consumo totale. Cfr. anche Hansen, G. e Imrohoroglu, S., "Fiscal reform and government debt in Japan: A neoclassical perspective", *Review of Economic Dynamics*, vol. 21, 2016.

popolazione totale è destinata a diminuire in futuro (cfr. grafico 1). L'aspettativa di vita dovrebbe continuare ad allungarsi, anche se più lentamente rispetto agli ultimi decenni³. Entro il 2070, l'aspettativa di vita residua all'età di 65 anni sarà pari, in media, a 23,6 anni per gli uomini e 26,9 anni per le donne, allungandosi di circa cinque anni rispetto a oggi. L'allungamento dell'aspettativa di vita e gli effetti di coorte dovuti all'invecchiamento della generazione del "baby boom" produrranno un forte incremento della fetta di popolazione rappresentata dagli anziani (ovvero il numero di persone di età superiore o uguale a 65 anni), come mostrato nel grafico 1. Le dimensioni della coorte di popolazione anziana dovrebbero raggiungere il valore massimo, in termini assoluti, attorno al 2050. A livello dell'area dell'euro nel suo complesso, i flussi migratori netti dovrebbero compensare solo parzialmente il calo della popolazione in età lavorativa. Il loro impatto dovrebbe ridursi ulteriormente nel corso del tempo, a causa della riduzione della migrazione netta rispetto alla popolazione totale e dell'invecchiamento dei migranti attuali.

Grafico 1
Coorti di età nell'area dell'euro

(in percentuale della popolazione totale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nell'area dell'euro, l'indice di dipendenza degli anziani, definito come il numero di persone di età superiore o uguale ai 65 anni in percentuale della popolazione in età lavorativa (ovvero i soggetti dai 15 ai 64 anni), dovrebbe aumentare significativamente entro il 2070. In base alle proiezioni dell'Eurostat del 2015, l'indice di dipendenza degli anziani nell'area dell'euro dovrebbe subire un forte incremento, passando da un valore lievemente superiore al 30 per cento nel 2016 al 52 per cento circa nel 2070 (cfr. grafico 2). Tale incremento implica un calo del numero di lavoratori potenzialmente disponibili a occuparsi di ciascun pensionato,

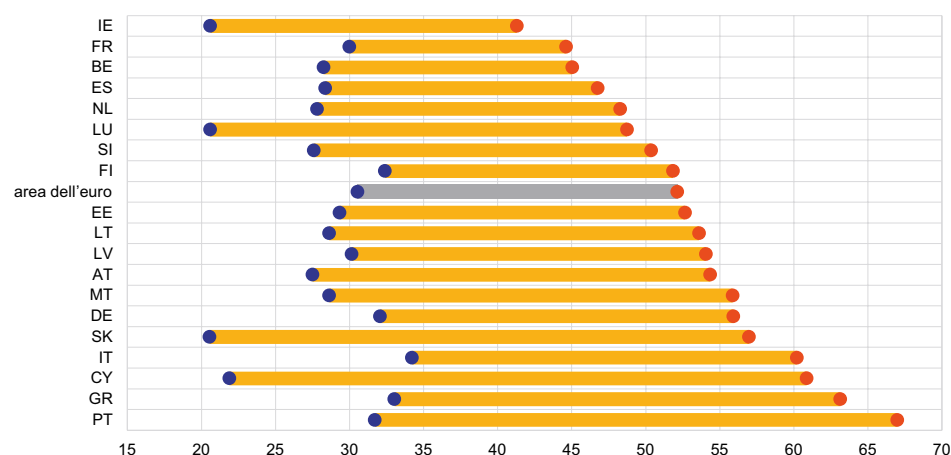
³ Per informazioni più dettagliate su queste proiezioni demografiche, cfr. Commissione europea, "The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies", *Institutional Paper* n. 65, novembre 2017.

in assenza di variazioni dell'età pensionabile⁴. Ciò comporterà un significativo onere fiscale per i paesi interessati, in termini di regimi pensionistici pubblici.

Grafico 2

Indici di dipendenza degli anziani nel 2016 e nel 2070

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra l'indice di dipendenza degli anziani, definito come il numero di persone di età superiore o uguale ai 65 anni in percentuale della popolazione in età lavorativa (ovvero i soggetti dai 15 ai 64 anni) per il 2016 (punti blu) e il 2070 (punti arancioni).

Anche se l'invecchiamento della popolazione interesserà tutti i paesi dell'area dell'euro, la portata di tale sfida demografica varierà considerevolmente da paese a paese.

I paesi con i più alti indici di dipendenza degli anziani sono, al momento, Germania, Grecia, Italia, Portogallo e Finlandia (cfr. grafico 2). I valori relativi agli indici di dipendenza degli anziani dovrebbero aumentare di oltre 35 punti percentuali entro il 2070 a Cipro, in Portogallo e in Slovacchia; se così fosse, in Portogallo si raggiungerebbe un indice del 67 per cento, il valore più alto dell'area. Sono previsti indici pari o superiori al 60 per cento anche per Grecia, Italia e Cipro. Per contro, nel 2070 l'Irlanda dovrebbe rappresentare il paese dell'area dell'euro con il più basso indice di dipendenza, mentre in Belgio, in Spagna e in Francia dovrebbero verificarsi gli incrementi più esigui.

Anche le determinanti dell'invecchiamento della popolazione previste variano da paese a paese.

La questione sul se, e in quale misura, l'invecchiamento sia determinato dai bassi tassi di fertilità e/o dall'allungamento dell'aspettativa di vita ha importanti conseguenze sulle dinamiche di invecchiamento della popolazione e sulle sue implicazioni economiche e di bilancio. Secondo l'Eurostat, l'aspettativa di vita dovrebbe allungarsi in tutti i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia gli incrementi attesi tendono a essere più consistenti nei paesi in cui l'aspettativa di vita è attualmente più bassa, primi fra tutti Lettonia e Slovacchia. Inoltre, sempre secondo l'Eurostat, il tasso di fertilità dovrebbe crescere lievemente in tutti i paesi a eccezione della Francia

⁴ L'indice di dipendenza degli anziani utilizzato in questo articolo fa riferimento alla dipendenza demografica, un concetto diverso da quello di dipendenza economica, che tiene in considerazione anche altri fattori, quali l'occupazione dei lavoratori in età più avanzata e le differenze dei profili di reddito fra coorti di età. Nell'interpretazione dell'indice di dipendenza degli anziani, è importante tenere a mente che l'età pensionabile effettiva di un paese potrebbe essere superiore o inferiore ai 65 anni.

(che comunque continuerà ad avere il tasso più alto dell'area dell'euro). Le proiezioni relative alla migrazione netta rivelano un elevato grado di eterogeneità fra paesi. Per alcuni di essi, le proiezioni prevedono addirittura flussi di emigrazione, che potrebbero aggravare il problema dell'invecchiamento.

Ciò detto, occorre cautela nel valutare tendenze demografiche di lungo periodo. Le proiezioni sulla popolazione sono fortemente dipendenti dalle ipotesi sottostanti riguardanti i tassi di fertilità, l'aspettativa di vita e i flussi migratori. Sebbene un certo grado di incertezza caratterizzi tutte e tre le componenti, quella relativa ai flussi migratori è di gran lunga la più incerta. Di conseguenza, le proiezioni sulla popolazione sono storicamente soggette ad ampi margini di errore per quel che riguarda le previsioni e a frequenti revisioni⁵. Anche le variazioni metodologiche hanno svolto un ruolo nella revisione di tali previsioni. Al fine di ovviare, almeno parzialmente, al problema dell'incertezza, le proiezioni sulla popolazione sono spesso accompagnate da un'analisi di sensibilità⁶.

3 L'impatto economico dell'invecchiamento

3.1 Implicazioni per la crescita potenziale

L'invecchiamento della popolazione, che trae origine dall'allungamento dell'aspettativa di vita e dai bassi tassi di fertilità, potrebbe esercitare una pressione al ribasso su tutte le componenti della crescita potenziale. Tuttavia, i mutamenti comportamentali e le scelte pubbliche in relazione all'invecchiamento potrebbero servire a contrastare parzialmente questi effetti.

Ci si attende che l'invecchiamento riduca l'offerta di lavoro nel tempo, poiché diminuiranno i giovani lavoratori che entrano a far parte della forza lavoro e i lavoratori in età più avanzata tenderanno ad avere tassi di partecipazione più bassi. I bassi tassi di fertilità riducono le dimensioni delle coorti più giovani, fattore che, in ultima analisi, può condurre a una contrazione dell'offerta di lavoro e del PIL pro capite⁷. Un minor numero di figli a carico comporta un iniziale aumento, in termini relativi, della popolazione in età lavorativa in percentuale della popolazione totale. Tuttavia, una volta raggiunta l'età lavorativa da parte di queste coorti più piccole, si verifica un impatto negativo sulla popolazione in età lavorativa, sia in termini assoluti sia in percentuale della popolazione totale. L'allungamento dell'aspettativa di vita comporterà un aumento del numero di lavoratori che raggiungono l'età pensionabile, producendo un incremento dell'indice di

⁵ Cfr. Maddaloni, A. et al., "Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 51, BCE, agosto 2006, nonché Clements, B. et al., "The fiscal consequences of shrinking populations", *Staff Discussion Notes*, n. 15/21, FMI, ottobre 2015.

⁶ Cfr., ad esempio, Commissione europea, "[The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies](#)", op. cit., in cui l'analisi di sensibilità viene utilizzata per tutte e tre le componenti (tassi di fertilità, aspettativa di vita e flussi migratori) nella formulazione di proiezioni a lungo termine relative alla crescita potenziale.

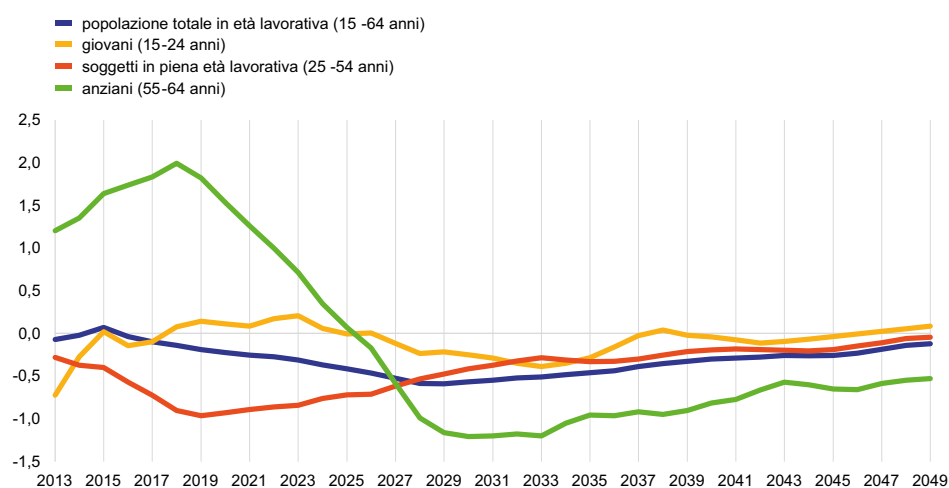
⁷ Per contro, il vigore della popolazione giovane che ha fatto il suo ingresso nel mercato del lavoro è stato uno dei fattori alla base del "miracolo della crescita" delle economie asiatiche emergenti nel periodo tra il 1965 e il 1990. Cfr. Bloom, D. e Williamson, J., "Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia", *The World Bank Economic Review*, vol. 12, n. 3, settembre 1998.

dipendenza degli anziani⁸. Le variazioni nella struttura della popolazione correlate all'invecchiamento hanno anche un impatto sulla componente della manodopera del prodotto potenziale, per via delle differenze dei tassi di partecipazione specifici per età. Di fatto, nel 2016 nell'area dell'euro il tasso di partecipazione dei soggetti in piena età lavorativa (ovvero tra i 25 e i 54 anni) si è collocato intorno all'85 per cento, un valore significativamente più elevato rispetto ai tassi corrispondenti relativi alla popolazione più anziana, tra i 55 e i 64 anni (60 per cento circa) e a quella più giovane, al di sotto dei 25 anni (40 per cento circa). L'impatto di questi fattori sull'offerta di lavoro aggregata dovrebbe variare nel tempo, in stretta dipendenza con la struttura della popolazione. Nell'area dell'euro, un cospicuo numero di soggetti in piena età lavorativa entrerà a far parte della fetta di popolazione più anziana nei prossimi dieci anni, riducendo così la propria partecipazione, mentre un numero più esiguo di giovani andrà a ingrossare le fila dei soggetti in piena età lavorativa (cfr. grafico 3). Di conseguenza, questi ultimi rappresenteranno una percentuale significativamente più piccola della popolazione in età lavorativa, mentre la percentuale relativa ai soggetti più anziani sarà più elevata. In assenza di variazioni dei tassi di partecipazione specifici per età, questo fattore eserciterà una pressione al ribasso sull'offerta di lavoro. Ciò è sostanzialmente in linea con i risultati esposti nel riquadro 1, in cui viene utilizzato un modello stilizzato per mostrare l'impatto dell'invecchiamento della popolazione su diverse variabili macroeconomiche (ad esempio l'occupazione). Ci si attende che la migrazione netta, che in passato ha interessato per lo più persone in età lavorativa, attenui in qualche misura questo impatto al ribasso.

Grafico 3

Variazioni previste della popolazione in età lavorativa per fascia d'età

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

⁸ In senso stretto, il calo dei tassi di mortalità nelle coorti di popolazione in età lavorativa esercita, a parità di altre condizioni, un impatto al rialzo su tale fetta di popolazione. Nell'area dell'euro, tuttavia, i tassi di mortalità relativi alla popolazione in età lavorativa sono già a livelli molto bassi; pertanto, gli effetti positivi su questa porzione di popolazione saranno, in prospettiva, molto limitati.

Riquadro 1

Implicazioni macroeconomiche stilizzate dell'invecchiamento in base a un modello a generazioni sovrapposte

a cura di João Domingues Semeano e Carolin Nerlich

Questo riquadro illustra una serie di implicazioni macroeconomiche dell'invecchiamento sulla base del modello a generazioni sovrapposte (Overlapping Generation, OLG)

sviluppato da Baksa e Munkacsi, parametrizzato per l'area dell'euro⁹. Questo modello prende esplicitamente in considerazione gli effetti di composizione dell'invecchiamento, ovvero le variazioni nella struttura della popolazione conseguenti al calo dei tassi di fertilità e all'allungamento dell'aspettativa di vita, che hanno importanti implicazioni per l'offerta di lavoro, i consumi privati e il debito pubblico. Il vantaggio di questo modello è che consente una valutazione dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione su un'ampia gamma di variabili macroeconomiche in un contesto di equilibrio generale e delle varie implicazioni delle riforme pensionistiche (discusse nella sezione 4).

Le caratteristiche principali del modello di Baksa e Munkacsi possono essere riassunte come segue: si tratta di un modello OLG dinamico di equilibrio generale con un orizzonte temporale infinito. Prende in considerazione un'economia chiusa, caratterizzata da rigidità di prezzo e del mercato del lavoro, la cui politica monetaria si basa sulla regola di Taylor.

Demografia e natura dello shock da invecchiamento: la popolazione totale di ciascun periodo è rappresentata dalla somma della coorte di popolazione in età lavorativa (tra i 20 anni e l'età pensionabile) e la coorte dei pensionati (le persone che hanno raggiunto l'età pensionabile)¹⁰. La popolazione totale si modifica nel corso del tempo, con la nascita di nuovi lavoratori e la morte dei pensionati sulla base di determinate probabilità, che seguono un percorso predefinito. L'invecchiamento è introdotto nella forma di un incremento permanente di dieci punti percentuali dell'indice di dipendenza degli anziani, con un'implementazione graduale nell'arco di un periodo di 30 anni, al termine del quale si presume che i tassi di fertilità e mortalità rimangano costanti. L'incremento dell'indice di dipendenza degli anziani è modellato in modo tale che l'importanza relativa dei tassi di fertilità e mortalità come fattori determinanti riproduca le proiezioni sulla popolazione dell'Eurostat del 2015 per l'area dell'euro (cfr. sezione 2). I valori di equilibrio di "lungo termine" discussi più avanti fanno riferimento a un periodo di 50 anni.

Settore delle famiglie: l'attività economica delle famiglie si divide in due fasi, la fase dell'età lavorativa e la fase del pensionamento. Nella prima fase, le famiglie lavorano (nel qual caso percepiscono un reddito sul quale pagano le tasse) o sono disoccupate (nel qual caso ricevono sussidi di disoccupazione) e utilizzano il proprio reddito netto e i sussidi per i consumi e il

⁹ I modelli OLG sono particolarmente indicati per catturare gli andamenti demografici e l'interazione tra generazioni. Per una descrizione dettagliata del modello di Baksa e Munkacsi, cfr. Baksa, D. e Munkacsi, Z., "A detailed description of OGRE, the OLG model", *Working Paper Series*, n. 31/2016, Lietuvos bankas, 2016. "OGRE" è l'acronimo di "Overlapping Generations and Retirement". Il modello originale teneva conto dell'economia informale, non inclusa in questa analisi per ragioni di semplicità. I dati utilizzati in questo riquadro riguardano il periodo dal 2009 al 2016.

¹⁰ Questo modello non tiene conto della popolazione al di sotto dei 20 anni. La parte demografica del modello si basa su Gertler, M., "Government debt and social security in a life-cycle economy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1999, pagg. 61-110. Essa combina il modello della giovinezza perpetua con elementi legati al ciclo di vita, quali la probabilità di pensionamento e di morte, che possono essere aggregate.

risparmio precauzionale. Nella seconda fase, le famiglie non lavorano ma percepiscono una pensione. A seconda della probabilità di morte nel periodo successivo del modello, spenderanno anche i propri risparmi, in tutto o in parte, per i consumi.

Settore della produzione e rigidità del mercato del lavoro: il modello include due tipi di imprese, che producono rispettivamente beni di capitale fisico e beni di consumo. Tali imprese produttrici di beni assumono personale e utilizzano capitale fisico in base a un processo tecnologico esogeno (che presuppone una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas). Nel processo di fissazione dei prezzi, le imprese tengono conto dei relativi costi di correzione. Il modello presuppone inoltre rigidità del mercato del lavoro dovute ai costi di assunzione e alla contrattazione salariale, che influenzano il livello di disoccupazione.

Settore fiscale: il settore fiscale include varie tipologie di entrate pubbliche (imposte sul reddito delle persone fisiche, contributi previdenziali, IVA ecc.) e spese pubbliche (trattamenti pensionistici, sussidi di disoccupazione e consumi delle amministrazioni pubbliche). Per tenere conto della diversità dei sistemi pensionistici dei paesi dell'area dell'euro, si presume che tre quarti dei trattamenti pensionistici siano basati sul principio di ripartizione e il restante quarto si basi invece su un regime interamente finanziato a capitalizzazione. Nello stato di equilibrio iniziale, che non tiene conto dell'invecchiamento della popolazione, si parte dall'assunto che il sistema pensionistico sia in pareggio. La pubblica amministrazione è in grado di emettere obbligazioni per pareggiare i bilanci pubblici.

I risultati sul lungo termine relativi all'area dell'euro indicano che l'invecchiamento influenza l'economia principalmente attraverso il mercato del lavoro e le variazioni nei profili di consumo e risparmio. La tavola A riassume i risultati stilizzati di equilibrio a lungo termine di uno shock da invecchiamento, partendo dall'assunto che non vengano adottate misure di consolidamento per contrastare l'impatto dello shock sul debito pubblico (scenario di riferimento senza consolidamento). In seguito allo shock da invecchiamento (ovvero all'incremento di dieci punti percentuali dell'indice di dipendenza degli anziani), il rapporto fra lavoratori e pensionati scende. Poiché il numero di lavoratori è relativamente più esiguo, l'offerta di lavoro e l'occupazione registrano un calo. Diminuisce anche il consumo privato pro capite, dal momento che i lavoratori, in particolare, riducono i propri consumi e incrementano contemporaneamente i propri risparmi precauzionali investendo in titoli di Stato, al fine di distribuire i consumi su un periodo più lungo durante il pensionamento. I pensionati attingono ai propri risparmi più gradualmente in ragione dell'allungamento dell'aspettativa di vita. Gli investimenti privati diminuiscono solo marginalmente. Complessivamente, lo shock da invecchiamento induce un calo del PIL pro capite del 4,7 per cento. Il tasso di interesse reale scende con l'aumentare del rapporto capitale/lavoro per effetto della carenza dell'offerta di lavoro. I costi pensionistici totali aumentano a causa dell'incremento del numero di pensionati, mentre le entrate derivanti dall'IVA diminuiscono in seguito a un calo dei consumi. Nello scenario di riferimento, gli strumenti fiscali vengono mantenuti costanti; pertanto la spesa aggiuntiva per le pensioni è finanziata interamente tramite indebitamento. In tal modo, lo shock da invecchiamento induce un incremento del rapporto debito pubblico/PIL di quasi 60 punti percentuali nel lungo periodo (raggiungendo livelli insostenibili in assenza di aggiustamenti di policy). Le variazioni di questo scenario sono esaminate nella sezione 4.

Tavola A

Effetti economici stilizzati a lungo termine dell'invecchiamento (scenario di riferimento)

(variazioni percentuali o variazioni in punti percentuali)

Indicatore	Variazione indotta dallo shock da invecchiamento
PIL pro capite (%)	-4,7
Consumi totali pro capite (%)	-5,6
Rapporto fra consumi dei lavoratori e consumo totale (pp)	-3,6
Occupazione (%)	-5,1
Rapporto fra risparmi dei lavoratori e PIL (pp)	41,7
Rapporto fra investimenti privati e PIL (pp)	-0,3
Rapporto fra capitale e lavoro (pp)	2,3
Rapporto fra debito pubblico e PIL (pp)	59,3
Rapporto fra spesa per le pensioni e PIL (pp)	2,3

Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: basato sul modello sviluppato da Baksa e Munkacsi, calibrato sull'area dell'euro.

Ciononostante, nell'interpretazione di questi risultati è necessario tenere presente che il modello è basato su una serie di ipotesi semplificatrici. Esso presuppone, ad esempio, un'economia chiusa e la presenza di due soli tipi di coorte e di beni prodotti. Inoltre, il modello considera l'area dell'euro nel suo insieme e non tiene conto, quindi, di eventuali eterogeneità fra paesi. Per questo motivo, i risultati esposti non costituiscono una base affidabile da cui partire per la formulazione di raccomandazioni concrete a livello di paese.

L'invecchiamento può anche esercitare un impatto avverso sulla produttività totale dei fattori aggregata, e quindi sul prodotto per occupato. Diversi studi hanno rilevato significativi effetti negativi sulla produttività del lavoro aggregata in conseguenza dell'invecchiamento della forza lavoro¹¹. Un effetto dell'invecchiamento potrebbe concretizzarsi in un indebolimento della crescita della produttività totale dei fattori, che rappresenta l'incremento della produttività generata da processi produttivi più efficienti e dai progressi tecnologici. Ciò potrebbe essere spiegato dalla configurazione a campana della distribuzione della produttività media tra coorti rilevata da alcuni studi, che potrebbe essere correlata a un rallentamento nell'adozione di nuove tecnologie dovuto all'aumentare dell'età (le statistiche mostrano, ad esempio, una ridotta partecipazione a iniziative formative man mano che l'età aumenta) o a un deterioramento delle condizioni di salute di alcuni lavoratori più anziani¹².

¹¹ Cfr., ad esempio, Nagarajan, R. et al., "The Impact of Population Ageing on Economic Growth: An In-depth Bibliometric Analysis", *FEP Working Papers*, n. 505, Università di Porto, 2013, nonché Maestas, N. et al., "The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity", *NBER Working Papers*, n. 22452, 2016, in cui si stima che, per gli Stati Uniti, due terzi del rallentamento della crescita correlato all'età siano riconducibili a un calo della produttività, e il restante terzo a una riduzione dell'offerta di lavoro.

¹² Cfr., ad esempio, Commissione europea, *Population Ageing in Europe – Facts, Implications and Policies*, 2014. Cfr. anche Aiyar, S. ed Ebeke, C., "The Impact of Workforce Aging on European Productivity", *IMF Working Papers*, n. 16/238, 2016, che tiene conto di alcuni di questi fattori e ipotizza che l'invecchiamento possa ridurre di 0,2 punti percentuali all'anno la crescita della produttività dei fattori totale aggregata dell'UE per i prossimi 20 anni. L'effetto frenante stimato sulla crescita del PIL varia da paese a paese a seconda della struttura della popolazione. Ad esempio, è più esiguo in Germania, dove una serie di ampie coorti sono prossime al pensionamento, e più pronunciato in Spagna, dove è previsto nei prossimi 20 anni un forte calo del numero dei soggetti in piena età lavorativa in percentuale della popolazione in età lavorativa totale.

Potrebbero tuttavia manifestarsi forze contrapposte in grado di attenuare gli effetti avversi sulla produttività.

I bassi tassi di fertilità, ad esempio, favoriscono investimenti più ingenti nel capitale umano per ciascun figlio. Inoltre, la scarsità di manodopera, in particolare se accompagnata dall'innalzamento dell'età pensionabile, potrebbe incoraggiare un ritorno all'investimento nel capitale umano, incentivando la formazione nel corso della vita lavorativa di un individuo ("formazione continua"). Infine, nel settore impiegatizio, i benefici dell'esperienza e delle competenze accumulate potrebbero continuare a essere sviluppati nel corso dell'intera vita lavorativa. Pertanto, le modifiche strutturali in direzione dei settori basati sulla conoscenza, nei quali è possibile mantenere elevati livelli di produttività nel corso di tutta la vita lavorativa di un individuo, potrebbero limitare l'impatto al ribasso esercitato dall'invecchiamento sulla produttività futura.

L'effetto dell'invecchiamento sul risparmio privato potrebbe variare nel tempo, in linea con la struttura della popolazione, ma dipenderà anche dalla reazione di famiglie e imprese alla senescenza della società.

Secondo l'ipotesi del ciclo vitale dei risparmi, gli individui distribuiscono i consumi nell'arco della loro vita accumulando risparmi nel corso della vita lavorativa e attingendovi durante il pensionamento. Le variazioni nella struttura della popolazione avranno quindi un impatto meccanico sui risparmi aggregati per via delle differenze nei tassi di risparmio specifici delle varie età. Nell'area dell'euro, l'atteso incremento del numero di pensionati in percentuale della popolazione totale da qui al 2070 implica un passaggio dal risparmio alla spesa che potrebbe avere un impatto al ribasso sui risparmi aggregati nel lungo periodo. Nel corso dei prossimi dieci anni, tuttavia, questo effetto sui risparmi potrebbe non essere visibile a causa della grossa fetta di popolazione della generazione del "baby boom" che entrerà a far parte della categoria dei lavoratori anziani. Poiché questa fascia d'età si caratterizza per il più alto tasso di risparmio, è probabile che i risparmi pro capite aumentino nel breve periodo. Oltre a queste variazioni nelle coorti di età, l'invecchiamento potrebbe comportare anche una modifica del comportamento di risparmio da parte delle famiglie. Con l'allungamento dell'aspettativa di vita, le famiglie potrebbero essere portate a risparmiare di più nel corso della vita lavorativa, in vista della necessità di fare ricorso a tali risparmi per un periodo di tempo più lungo durante il pensionamento. Questa previsione è supportata anche dai risultati del modello nel riquadro 1. Anche i bassi tassi di fertilità potrebbero produrre un effetto positivo sui risparmi della popolazione in età lavorativa, poiché riducono le esigenze di consumo legate alla crescita dei figli¹³. Le politiche fiscali e il tipo di sistema pensionistico potrebbero inoltre svolgere un ruolo attivo nell'incoraggiare la popolazione ad accumulare maggiori risparmi nel corso della propria vita lavorativa.

L'impatto sugli investimenti e sull'accumulazione di capitale dipenderà, tra le altre cose, dalla reattività dei tassi di rendimento, dall'apertura dell'economia e dall'andamento relativo dell'invecchiamento dei singoli paesi.

Ci si attende che la pressione al ribasso esercitata dall'invecchiamento sulla forza lavoro riduca il prezzo del capitale in relazione alla manodopera. Assumendo che capitale e manodopera siano succedanei (almeno in qualche misura), ciò condurrebbe all'aumento dell'intensità di capitale, con il risultato che gli investimenti subirebbero un impatto meno negativo rispetto alla forza lavoro (come si osserva nella simulazione del riquadro 1). Questo potrebbe essere il risultato, ad esempio, del ridimensionamento delle famiglie in

¹³ Cfr., ad esempio, Prskawetz, A. e Lindh, T. (a cura di), "The Relationship between Demographic Change and Economic Growth in the EU", Research Report 32, Istituto demografico di Vienna, 2007.

conseguenza dell'invecchiamento, che vedrà il numero di famiglie e la necessità di investimenti in edilizia rimanere sostanzialmente invariati¹⁴. L'aumento dell'intensità di capitale eserciterà una pressione al ribasso sul rendimento del capitale stesso. Tuttavia, nelle economie aperte, prive di controlli sui movimenti di capitali, i risparmi non devono essere investiti internamente e possono essere assorbiti da esportazioni di capitali, riducendo così la pressione sui rendimenti interni dei capitali¹⁵. Di fatto, diversi studi hanno dimostrato l'esistenza di flussi di capitale dai paesi con una popolazione più anziana a quelli con una situazione demografica più favorevole¹⁶. Il riquadro 4 riporta una discussione più dettagliata basata su un modello, che esamina quanta parte della pressione al ribasso sul tasso di interesse reale di equilibrio dell'area dell'euro sia attribuibile a fattori demografici e alle riforme pensionistiche per il periodo fino al 2030.

3.2 Equilibrio e sostenibilità dei conti pubblici

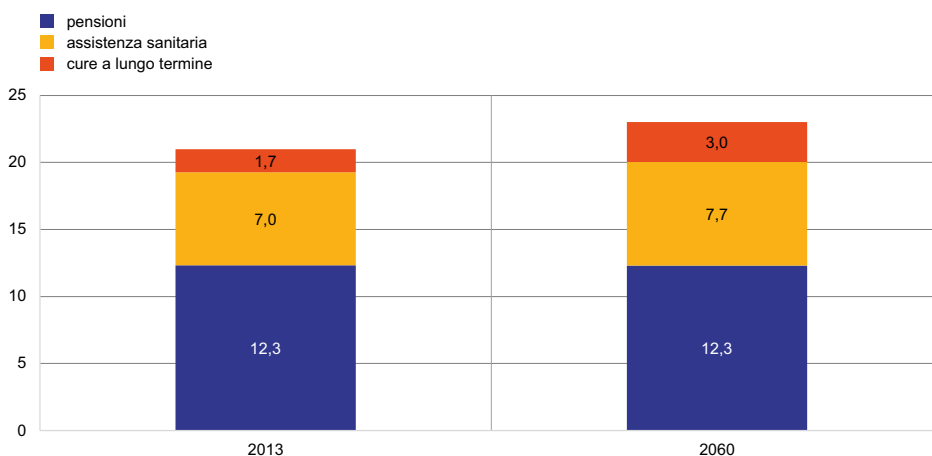
Le dinamiche demografiche comporteranno ulteriori pressioni al rialzo sui livelli già elevati di spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione.

Secondo le previsioni del rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione pubblicato dalla Commissione europea, la spesa pubblica per pensioni, assistenza sanitaria e cure a lungo termine aumenterebbe dal 21 per cento del PIL nel 2013 al 23 per cento nel 2060 (cfr. grafico 4)¹⁷. Tali previsioni tengono conto del futuro

Grafico 4

Spesa pubblica connessa all'invecchiamento nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

¹⁴ Cfr., ad esempio, Goodhart, C. e Pradhan, M., "Demographics will reverse three multi-decade global trends", *BIS Working Papers*, n. 656, agosto 2017.

¹⁵ Cfr. Leibfritz, W. e Röger, W., "The Effects of Aging on Labor Markets and Economic Growth", in Hamm, I. et al. (a cura di), *Demographic Change in Germany*, 2008.

¹⁶ Cfr., ad esempio, Börsch-Supan, A., Ludwig, A. e Winter, J., "Aging, Pension Reform, and Capital Flows: A Multi-country Simulation Model", *NBER Working Papers*, n. 11850, dicembre 2005.

¹⁷ Cfr. Commissione europea, "The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)", *European Economy*, n. 3, 2015. Sebbene il rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione sarà disponibile nei prossimi mesi, le proiezioni aggiornate verosimilmente non muteranno in maniera sostanziale la valutazione dei rischi per la sostenibilità dei conti pubblici nell'insieme dell'area dell'euro.

impatto delle riforme attuate in passato nel campo delle pensioni, della sanità e della lungodegenza, pertanto non sono direttamente confrontabili con i risultati del modello stilizzato illustrato nel riquadro 1.

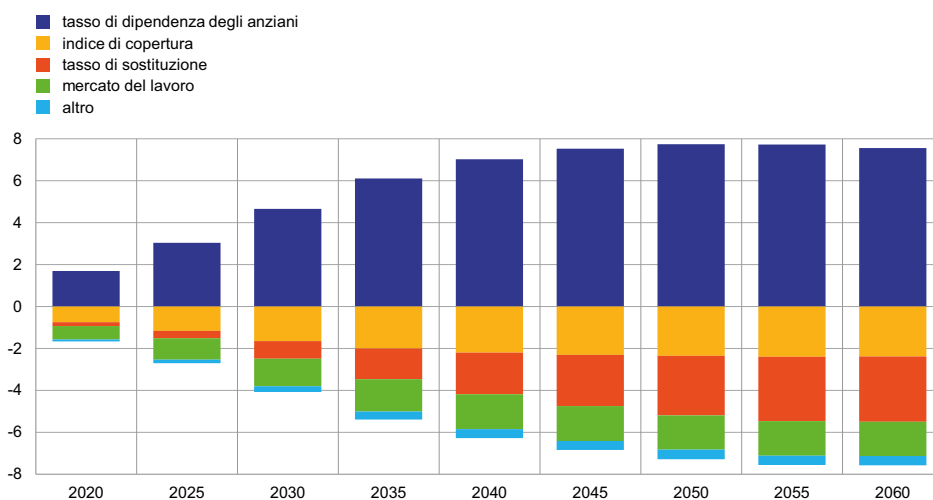
Risentiranno delle dinamiche demografiche soprattutto i sistemi pensionistici a ripartizione.

Con l'invecchiamento della popolazione, il numero di beneficiari dei sistemi pensionistici pubblici aumenterà, mentre è attesa una diminuzione del numero dei contribuenti, che, se i parametri non vengono adeguati, genererà un disavanzo. Nel periodo 2013-2060, le sole dinamiche demografiche dovrebbero di fatto far salire la spesa pensionistica in media del 7,6 per cento del PIL nell'area dell'euro (cfr. grafico 5). Questo effetto, comunque, dovrebbe essere quasi completamente compensato dalle variazioni apportate ad altri importanti fattori di spesa pensionistica, come la diminuzione dell'indice di copertura o del tasso di sostituzione¹⁸. Questi cambiamenti riflettono le misure di riforma varate in vari paesi dell'area dell'euro e derivano anche da ipotesi macroeconomiche favorevoli¹⁹. Si prevede che nell'area dell'euro la spesa pensionistica si manterrà sostenuta nel lungo periodo, restando al suo attuale livello, superiore 12 per cento del PIL, stante un elevato grado di eterogeneità tra paesi²⁰.

Grafico 5

Fattori di cambiamento nella spesa pensionistica

(punti percentuali del PIL; variazioni rispetto al 2013)



Fonti: rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

¹⁸ L'indice di copertura è definito come il numero di pensionati rispetto al numero di persone di età pari o superiore a 65 anni. Questo tasso potrebbe essere ridotto, ad esempio, limitando la possibilità di accesso ai regimi di prepensionamento. Il tasso di sostituzione, invece, è definito dal rapporto tra l'assegno pensionistico medio e la retribuzione media e cala quando il trattamento pensionistico diviene meno generoso.

¹⁹ Le proiezioni del rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione si basano su ipotesi macroeconomiche abbastanza ottimistiche. Ad esempio, si ipotizza che il tasso di disoccupazione strutturale dei vari paesi converga verso la media UE, e ciò implica in alcuni casi forti riduzioni. Inoltre, si presume che la crescita annuale della produttività totale dei fattori si porti all'1 per cento del PIL in tutti i paesi dell'UE. Per un'analisi critica delle ipotesi sottostanti, cfr. il riquadro *Rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione: i costi dell'invecchiamento demografico in Europa*, nel numero 4/2015 di questo Bollettino. Le ipotesi macroeconomiche sulle quali si basa il rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione sono molto diverse da quelle integrate nel modello illustrato nel riquadro 1.

²⁰ Secondo il rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione, in alcuni paesi come Germania, Lussemburgo, Malta, Slovenia e Slovacchia, dovrebbero verificarsi pressioni significative sulla spesa pubblica per le pensioni, mentre ci si attende che tali pressioni diminuiscano notevolmente in Francia, in Italia e in Lettonia.

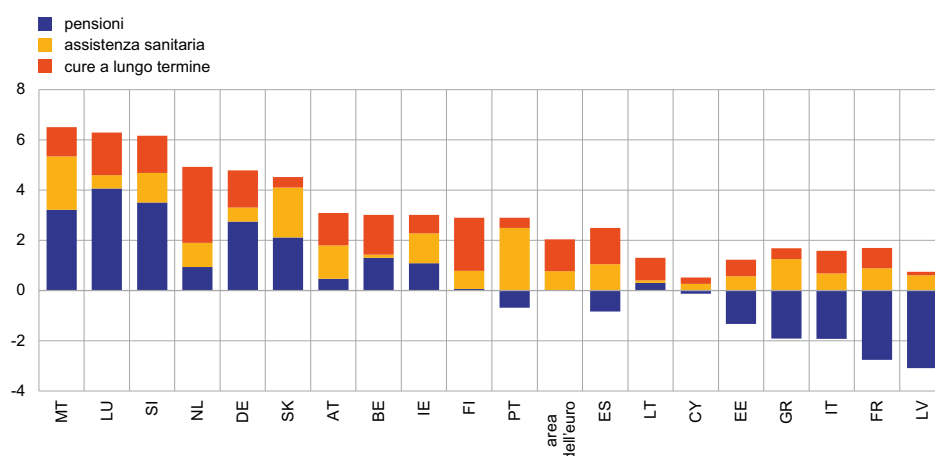
L'invecchiamento della popolazione farà crescere anche la spesa per l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine.

Secondo le proiezioni contenute nel rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione, la spesa in percentuale del PIL per la sanità e la lungodegenza dovrebbe crescere rispettivamente di 0,7 e 1,3 punti percentuali nel periodo 2013-2060 (cfr. grafico 6). In effetti, i soggetti più anziani tendono ad usare con maggiore probabilità i servizi sanitari, che in Europa sono erogati principalmente dal settore pubblico. Occorre notare, tuttavia, che l'invecchiamento della popolazione è solo uno dei fattori alla base dei costi dell'assistenza sanitaria e non è necessariamente il più significativo²¹. Al contempo, dovrebbe aumentare anche la spesa per le cure a lungo termine, in quanto tali cure sono fornite sempre più spesso da figure professionali, anziché dai familiari, anche a causa della maggior partecipazione femminile al mercato del lavoro. Infine, la spesa pubblica per l'istruzione dovrebbe diminuire a causa del graduale calo percentuale della popolazione giovanile, compensando in parte l'aumento della spesa sopra richiamato²².

Grafico 6

Variazioni della spesa pubblica connesse all'invecchiamento della popolazione

(in punti percentuali del PIL; variazioni nel periodo 2013-2060)



Fonti: rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per il Belgio riportati nel presente grafico contengono informazioni aggiornate rese disponibili dopo la pubblicazione del rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione.

Le proiezioni dell'aumento nella spesa pubblica collegata all'invecchiamento della popolazione registrano differenze fra i vari paesi e sono soggette a un notevole grado di incertezza. Le variazioni previste nelle diverse voci di spesa pubblica connesse all'andamento demografico variano in funzione della generosità e dell'indice di copertura esistente nei sistemi pubblici in questione. Per la spesa pubblica previdenziale, l'età pensionabile effettiva è un parametro determinante. Il grafico 7 fornisce un'illustrazione approssimativa della relativa generosità dei sistemi pensionistici comparando i costi

²¹ I costi della sanità sono determinati, tra le altre cose, dal progresso tecnologico, dalla domanda per servizi di assistenza sanitaria di maggior qualità e dall'aumento del PIL pro capite (nell'ipotesi di un'elasticità della domanda di servizi sanitari al reddito superiore a uno). Cfr. anche Commissione europea, "The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)", op. cit.

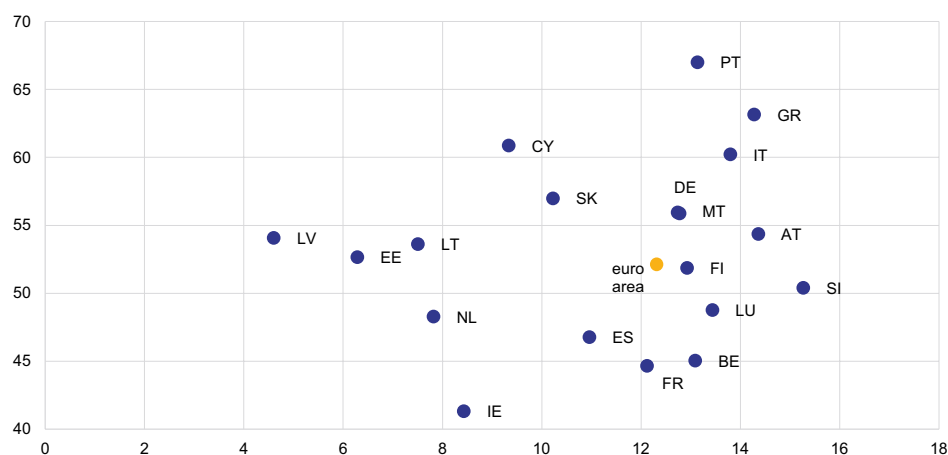
²² Al tempo stesso, in presenza di una limitata forza lavoro, i governi potrebbero, in linea di principio, subire pressioni affinché vengano effettuati maggiori investimenti nell'istruzione e nella formazione continua. Cfr. Maddaloni, A. e al., "Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area", op. cit. In tal caso, la spesa per l'istruzione potrebbe non subire alcun calo.

pensionistici e gli indici di dipendenza degli anziani dei vari paesi. Rispetto al parametro di riferimento fornito dalla media dell'area dell'euro, si possono considerare piuttosto generosi i sistemi pensionistici dei paesi raffigurati nell'angolo in basso a destra, caratterizzati da una popolazione di età anziana relativamente ridotta.

Grafico 7

Indici di dipendenza degli anziani e costi pensionistici pubblici previsti nel 2060

(asse delle ascisse: costi pensionistici in percentuale del PIL; asse delle ordinate: indice di dipendenza degli anziani)



Fonti: Eurostat, rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

L'impatto dell'invecchiamento sulle entrate pubbliche non permette di trarre conclusioni definitive, per via dei profili temporali diversificati e della parziale compensazione reciproca operata dalle diverse basi imponibili.

Da un lato, ipotizzando aliquote costanti, la riduzione della forza lavoro farà probabilmente diminuire il gettito proveniente dalle imposte sul reddito delle persone fisiche. Anche le entrate provenienti dall'IVA dovrebbero diminuire, visto che probabilmente l'invecchiamento della popolazione avrà un effetto negativo sui consumi privati²³. Inoltre, come evidenziato nel riquadro 2 dedicato all'effetto delle dinamiche demografiche sui prezzi relativi, dall'invecchiamento della popolazione potrebbe derivare anche uno spostamento verso l'alto della domanda di alcuni servizi specifici. Ove tali servizi beneficiano di esenzioni fiscali, come attualmente accade ai servizi sanitari di molti paesi, il gettito proveniente dall'IVA probabilmente calerà ulteriormente come conseguenza della dinamica demografica. D'altra parte, a causa dell'allungamento dell'aspettativa di vita (o in caso di transizione verso sistemi pensionistici finanziati interamente a capitalizzazione), è probabile che la maggior propensione al risparmio generi un aumento delle entrate prodotte dalle imposte sul capitale. La consistenza economica delle modifiche al gettito fiscale riconducibili alla riduzione del risparmi successiva al pensionamento, comunque, è più difficile da prevedere e richiede un esame più attento delle disposizioni fiscali dei singoli paesi.

Nel complesso, si prevede che l'invecchiamento della popolazione gravi sulla sostenibilità dei conti pubblici. Maggiori disavanzi primari connessi all'evoluzione demografica potrebbero contribuire a un aumento dei rapporti fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL. Il valore attuale della spesa ulteriore prevista

²³ Cfr. anche la tavola A nel riquadro 1.

in relazione alla dinamica demografica fornisce un'indicazione delle passività implicitamente provocate dall'invecchiamento e dell'entità del risanamento dei conti pubblici necessario per soddisfare il vincolo di adattamento intertemporale²⁴. In altre parole, per impedire che i livelli di debito pubblico aumentino a causa dell'invecchiamento della popolazione, occorrono risparmi pubblici ulteriori. L'andamento del debito dipende inoltre in maniera significativa dal differenziale tra tasso di crescita e tasso di interesse. Nella misura in cui la dinamica demografica incide negativamente sulla crescita del PIL reale, come suggerito nella sezione precedente, diventerà più difficile sostenere gli attuali livelli di debito pubblico. Laddove invece l'invecchiamento comporti anche una flessione del tasso di interesse reale di equilibrio, come si evince dal riquadro 4, questa dovrebbe rendere il debito più sostenibile. Pertanto, l'impatto complessivo della dinamica demografica dipende da quale di questi effetti contrastanti risulterà prevalente. L'invecchiamento demografico potrebbe rendere più difficile assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche se i tassi di interesse diminuissero meno della crescita economica reale.

Riquadro 2

Effetto dell'invecchiamento della popolazione sui prezzi relativi

a cura di Eliza Lis

I dati mostrano che il profilo dei consumi delle persone più anziane si discosta da quello delle coorti di età inferiore. Pertanto, l'invecchiamento demografico potrebbe influenzare i prezzi relativi di beni e servizi, specie qualora le variazioni nella domanda non si traducano in corrispondenti aggiustamenti dell'offerta. Le variazioni dei prezzi relativi sono considerate lo strumento tipico per orientare l'allocazione delle risorse e possono quindi assumere un ruolo fondamentale nei cambiamenti strutturali in vari settori dell'economia.

Le evidenze empiriche suggeriscono che, in termini relativi, la popolazione anziana spende di più delle coorti di età inferiore nei servizi, e in particolare nei servizi non commerciabili²⁵.

Il grafico A mostra in che modo la struttura della spesa per consumi familiari vari tra gruppi di età diversa all'interno dell'area dell'euro, mettendo in evidenza che la spesa della popolazione anziana per servizi abitativi e assistenza sanitaria è maggiore e quella per abbigliamento e trasporti è minore²⁶

²⁷. Tali mutamenti nei profili di consumo possono derivare tanto da abitudini di consumo che restano

²⁴ Secondo il [Debt Sustainability Monitor 2017](#) della Commissione europea, nei paesi appartenenti all'area dell'euro è necessario un aggiustamento strutturale dello 0,4 per cento del PIL l'anno in ragione dell'invecchiamento demografico per conseguire nel medio termine un rapporto tra debito pubblico e PIL del 60 per cento (indicatore "S1") e un aggiustamento dell'1,3 per cento del PIL per assicurare che il debito pubblico si stabilizzi in modo permanente sui livelli correnti (indicatore "S2").

²⁵ Cfr. ad esempio: Lührmann, M., "Population aging and the demand for goods & services", *MEA Discussion Papers*, n. 95-2005, University of Mannheim, 2005; Börsch-Supan, A., "Labor market effects of population aging", *Labour*, vol. 17, supplemento S1, 2003, pagg. 5-44; e van Ewijk, C. e Volkerink, M., "Will ageing lead to a higher real exchange rate for the Netherlands?", *De Economist*, vol. 160, 2012, pagg. 59-80.

²⁶ Questo grafico potrebbe variare tra i diversi paesi dell'area dell'euro, a seconda delle preferenze culturali, dei risultati economici, e degli assetti politici e istituzionali. È da notare che, a differenza dei risultati evidenziati dalla letteratura, nell'area dell'euro la spesa per arredamento e attrezzature di uso domestico non ha andamenti molto differenziati fra gruppi di età diversa.

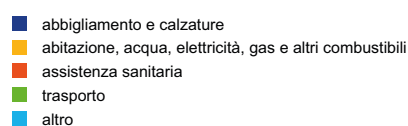
²⁷ I dati aggregati relativi alle famiglie potrebbero non coprire tutti i cambiamenti nei profili di consumo, dal momento che non considerano la ragguardevole spesa pubblica per la sanità e le cure a lungo termine. Cfr. Groneck, M. e Kaufmann, C., "Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 79, 2017, pagg. 319-347.

statiche (ad esempio, i costi abitativi restano invariati dopo il pensionamento e rappresentano una quota più ingente del totale per effetto della flessione del reddito disponibile), quanto da variazioni dinamiche della domanda di consumi (ad esempio, i costi di trasporto diminuiscono perché non occorre più raggiungere il posto di lavoro oppure per effetto dell'invecchiamento stesso si rendono necessarie più cure sanitarie). Più in generale, le variazioni nella composizione della domanda di consumo dipenderanno dall'elasticità rispetto al reddito delle varie voci, che potrebbe variare molto con l'invecchiamento dei consumatori. Ad esempio, l'assistenza sanitaria si potrebbe rendere più necessaria con l'invecchiamento della popolazione (riduzione dell'elasticità) mentre i trasporti potrebbero diventare più voluttuari (aumento dell'elasticità).

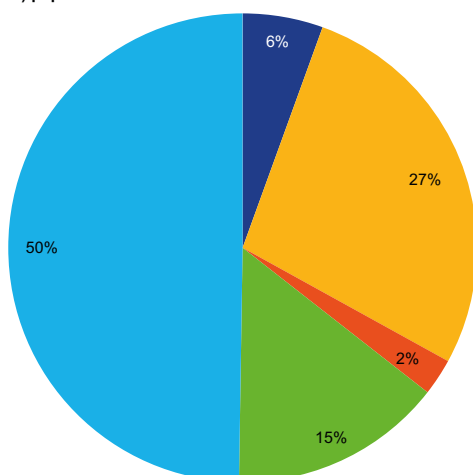
Grafico A

Struttura della spesa per consumi per gruppi di età

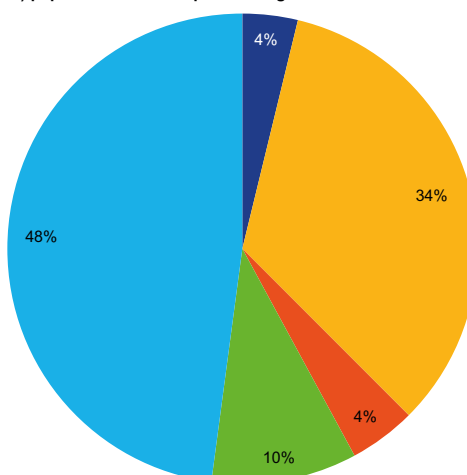
(valori percentuali)



A) popolazione di età inferiore ai 60 anni



b) popolazione di età superiore o uguale ai 60 anni



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono basati sulla indagine del 2010 sui bilanci delle famiglie di Eurostat (l'ultima disponibile) e rappresentano medie ponderate per l'area dell'euro. I dati nel diagramma di sinistra sono medie semplici dei dati riferiti da diverse fasce di età inferiori a 60 anni. "Altro" comprende le voci che non presentano notevoli differenze tra le due fasce di età.

Comportando la crescita complessiva del consumo di servizi rispetto ai beni, l'invecchiamento potrebbe influenzare i prezzi alla produzione nel settore dei servizi rispetto all'industria.

In effetti, i prezzi relativi dei servizi aumenteranno se l'offerta non cresce in linea con la domanda. Questo, a sua volta, dipenderà dall'elasticità dell'offerta nel reagire alle variazioni di prezzo, che è determinata, tra l'altro, dalla misura in cui i fattori di produzione necessari siano prontamente disponibili o mobili. In ultima istanza, quindi, sarà l'interazione tra l'elasticità della domanda rispetto all'età e l'elasticità dell'offerta rispetto ai prezzi a determinare il collocamento dei prezzi relativi.

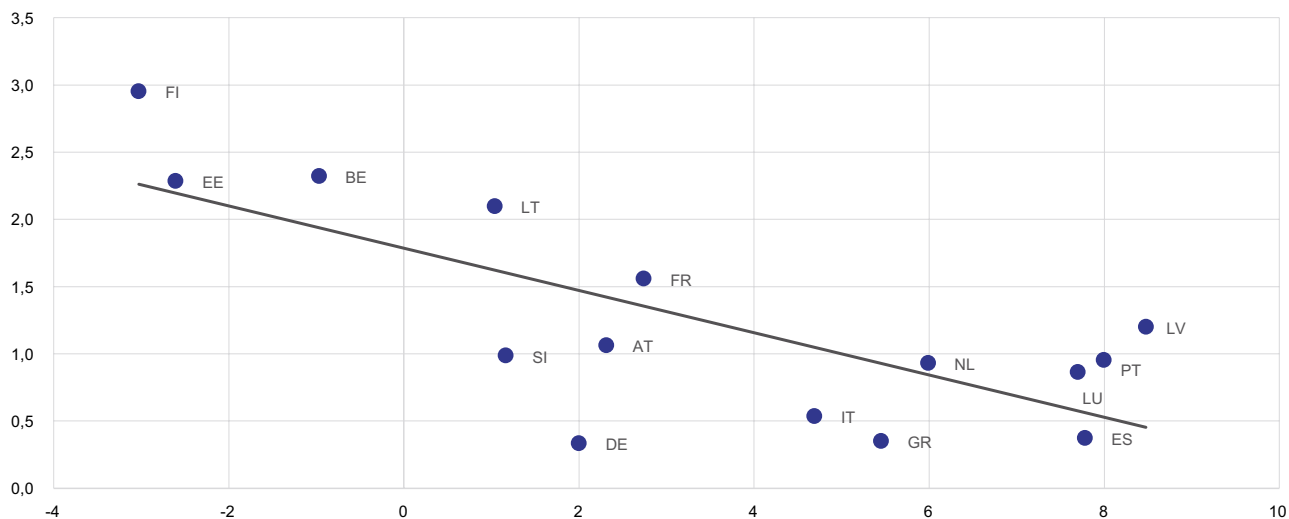
Sulla sola base dei dati rilevati, il grafico B mostra che, a partire dal 1995, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, i prezzi dei servizi sono mediamente aumentati rispetto a quelli dei beni industriali, a seguito di un aumento nella quota di valore aggiunto ascrivibile

ai servizi²⁸. Il grafico C mostra che in alcuni paesi dell'area dell'euro l'aumento dei prezzi alla produzione nel settore dei servizi rispetto all'industria ha coinciso con l'incremento del tasso di dipendenza degli anziani. Queste semplici correlazioni non tengono conto di altri fattori, quali gli

Grafico B

Prezzi relativi e quote dei servizi, 1995-2016

(asse delle ascisse: variazione in punti percentuali della quota dei servizi; asse delle ordinate: variazione percentuale media annua nei prezzi dei servizi rispetto ai beni industriali)



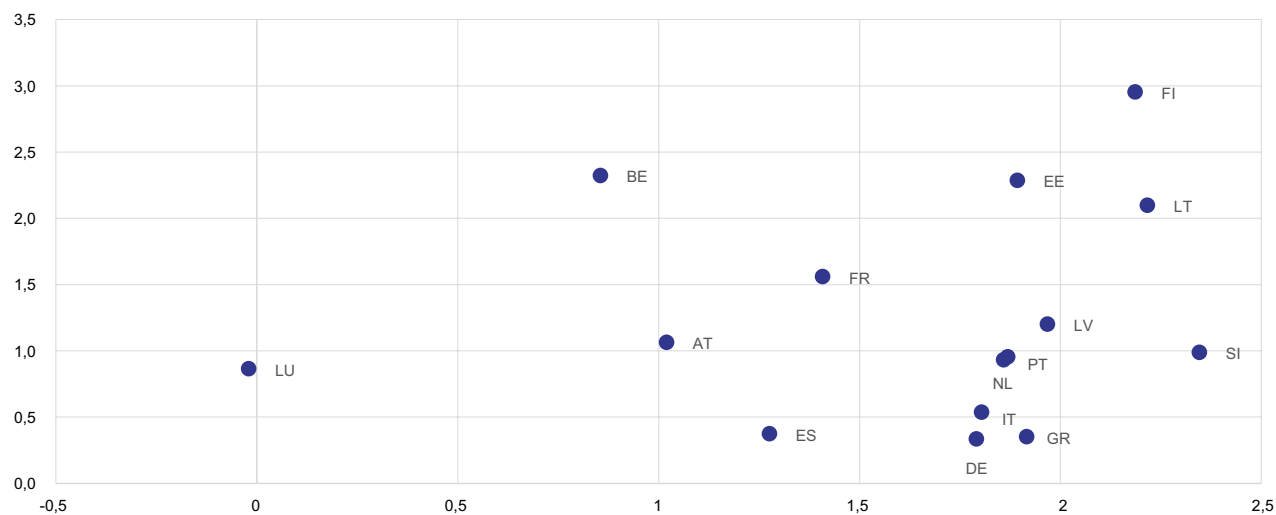
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi dei servizi rispetto ai beni industriali sono dati dal rapporto tra il deflatore dei servizi e quello dell'industria al netto delle costruzioni. Tali deflatori sono calcolati come rapporto del valore aggiunto a prezzi correnti rispetto al valore aggiunto a prezzi costanti. La quota dei servizi è data dalla quota dei servizi sul valore aggiunto complessivo.

Grafico C

Prezzi relativi e tassi di dipendenza degli anziani, 1995-2016

(asse delle ascisse: variazione percentuale media annua nel tasso di dipendenza degli anziani; asse delle ordinate: variazione percentuale media annua nei prezzi dei servizi rispetto ai beni industriali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi dei servizi rispetto ai beni industriali sono dati dal rapporto tra il deflatore dei servizi e quello dell'industria al netto delle costruzioni. Tali deflatori sono calcolati come rapporto del valore aggiunto a prezzi correnti rispetto al valore aggiunto a prezzi costanti.

²⁸ Idealmente, si dovrebbero usare i prezzi al consumo, piuttosto che i prezzi alla produzione. Tuttavia, per poter usare una serie temporale più lunga, in questa sede vengono utilizzati i prezzi alla produzione. Lo stesso approccio è adottato in letteratura.

impatti differenziali esercitati sui prezzi dei servizi e dei beni industriali dai cambiamenti epocali e dalla concorrenza internazionale, ma concordano con i risultati recentemente ottenuti in letteratura. Groneck e Kaufmann²⁹, ad esempio, tenendo conto nelle loro stime di diverse variabili esplicative, mostrano che un incremento del tasso di dipendenza degli anziani comporta un aumento dei prezzi relativi dei servizi non commerciabili.

Nell'area dell'euro i prezzi dei servizi inclusi nello IAPC sono generalmente cresciuti negli ultimi decenni a un ritmo più sostenuto rispetto ai prezzi dei beni industriali non energetici.

Al tempo stesso, i servizi hanno inciso in misura crescente sul totale dell'economia. Sebbene alla base di questi andamenti vi siano una serie di elementi, quali i differenziali in termini di andamento della produttività settoriale o l'effetto della concorrenza a livello mondiale, essi potrebbero altresì riflettere un aumento della domanda relativa legato all'invecchiamento della popolazione³⁰. Con l'intensificarsi delle dinamiche demografiche, queste tendenze potrebbero rafforzarsi negli anni a venire.

4 Il ruolo delle riforme pensionistiche

4.1 Le riforme pensionistiche nell'area dell'euro

Negli ultimi anni molti paesi dell'area dell'euro hanno attuato riforme pensionistiche. La crisi del debito sovrano e l'aumento dei livelli di debito pubblico hanno fatto crescere l'esigenza di riformare i sistemi previdenziali pubblici³¹. Gli interventi previdenziali sono stati particolarmente intensi nei paesi sottoposti ai programmi di aggiustamento, quali Grecia, Spagna, Cipro e Portogallo. Questi interventi hanno implicato un ampio insieme di provvedimenti, che hanno inciso sulle regole del sistema e sui parametri pensionistici. In genere, le recenti riforme parametriche dei regimi pensionistici hanno inteso soprattutto elevare l'età effettiva di pensionamento; vari paesi hanno inoltre ridotto la generosità dei loro sistemi pensionistici. Ad esempio, alcuni paesi hanno introdotto delle regole di valutazione meno generose per trasformare le retribuzioni pensionabili in diritti pensionistici, hanno aumentato il numero di anni di lavoro necessari in sede di calcolo della retribuzione pensionabile, o sono passati da sistemi caratterizzati dall'indicizzazione delle prestazioni ai salari a sistemi in cui l'indicizzazione è legata ai prezzi³². Alcuni paesi hanno inoltre adottato meccanismi di aggiustamento automatico, collegando i parametri pensionistici fondamentali all'allungamento dell'aspettativa di vita per rendere più sostenibili i propri sistemi previdenziali pubblici. Tra i paesi dell'area dell'euro, tuttavia, nell'ultimo decennio le riforme

²⁹ Cfr. Groneck, M. e Kaufmann, C., "Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change", op. cit.

³⁰ Cfr. il riquadro *Perché nell'area dell'euro l'inflazione dei servizi è più elevata di quella dei beni?* Nel numero di gennaio 2009 del Bollettino mensile della BCE.

³¹ I sistemi previdenziali pubblici includono tutti gli schemi di natura obbligatoria e gestiti da amministrazioni pubbliche, in linea con la definizione usata nei rapporti sull'invecchiamento della popolazione. Di conseguenza, la spesa per le pensioni pubbliche influisce sui conti pubblici.

³² Per una descrizione dettagliata delle recenti riforme previdenziali nell'UE, cfr. Carone, G. e al., "Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead", *European Commission Discussion Papers*, n. 42, 2016. Per maggiori dettagli sulle riforme pensionistiche nei paesi dell'OCSE, cfr. OCSE, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

sistemiche delle pensioni che promuovevano un passaggio totale o parziale da sistemi a ripartizione a sistemi finanziati interamente a capitalizzazione sono state di portata abbastanza limitata³³.

Nonostante i recenti progressi, sussiste il rischio di un atteggiamento di eccessiva fiducia. Queste recenti riforme dei sistemi previdenziali pubblici potrebbero non essere sufficienti ad affrontare in modo esaustivo le sfide connesse all'evoluzione demografica dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Tali riforme hanno certamente contribuito a migliorare la sostenibilità finanziaria dei sistemi previdenziali pubblici ma sono indispensabili sforzi aggiuntivi per contenere o ridurre ulteriormente la spesa pensionistica, relativamente elevata in termini di PIL. Tuttavia, di recente la rapidità di attuazione delle riforme sembra essere diminuita. Una delle possibili cause di questo rallentamento è il fatto che, con la ripresa economica in atto e il venir meno della crisi del debito sovrano, i governi ora subiscono minori pressioni ad adottare riforme previdenziali³⁴. Di fatto, vi sono evidenze empiriche a sostegno dell'opinione secondo cui le riforme pensionistiche sono determinate più dagli andamenti del ciclo economico che non da timori relativi alla sostenibilità finanziaria dei sistemi previdenziali³⁵. La propensione dei governi per l'adozione di riforme previdenziali sembra diminuire durante i periodi di congiuntura economica favorevole, per effetto dei costi politici di tali riforme, rilevanti nel breve termine. In questo quadro, sarebbe opportuno da parte dei paesi dotarsi di una riserva finanziaria. Non si può indulgere nell'autocompiacimento in proposito, perché le pressioni pensionistiche potrebbero rivelarsi più forti del previsto, ad esempio se gli andamenti economici dovessero rivelarsi meno favorevoli di quelli ipotizzati nelle proiezioni sui costi pensionistici (cfr. anche la sezione 3.2). Pertanto, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero approfittare del contesto economico favorevole odierno per varare politiche di lungo periodo più adatte ad affrontare le sfide poste dall'invecchiamento della popolazione³⁶.

Le esigenze di riforma nell'area dell'euro variano considerevolmente tra i diversi paesi. Tali differenze riguardano sia l'entità delle riforme che il tipo di interventi necessari in ciascun paese. Per individuare le riforme più opportune per i diversi paesi occorrerebbe un'analisi che tenga conto della varietà e della complessità dei sistemi pensionistici dei paesi. Tale analisi esula dal tema del presente articolo. Le medie per l'area dell'euro possono servire come valore di riferimento approssimativo per le singole misure. Tuttavia, nell'elaborazione delle specifiche riforme è importante adottare una prospettiva più ampia, data la forte interconnessione dei parametri pensionistici. Ad esempio, ridurre le prestazioni pensionistiche modificando le regole

³³ Nei primi anni 2000, alcuni paesi dell'Europa orientale hanno introdotto schemi pensionistici privati obbligatori, che nel frattempo sono stati in gran parte abbandonati.

³⁴ Cfr. anche OCSE, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

³⁵ Cfr. Beetsma, R., Romp, W. e van Maurik, R., "What drives pension reform measures in the OECD? Evidence based on a new comprehensive dataset and theory", *CEPR Discussion Papers*, n. 12313, settembre 2017.

³⁶ La BCE ha sottolineato l'importanza delle riforme previdenziali in varie occasioni. Cfr., ad esempio: l'articolo *Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro*, nel numero di luglio 2000 del Bollettino mensile della BCE; l'articolo *La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione*, nel numero di aprile 2003 del Bollettino mensile della BCE; e l'articolo *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro*, nel numero di febbraio 2007 del Bollettino mensile della BCE.

di valutazione e indicizzazione delle pensioni potrebbe essere opportuno nel caso di un sistema pensionistico molto generoso rispetto alla media dell'area dell'euro. Tuttavia, tale riduzione potrebbe essere meno rilevante in presenza di altre disposizioni già intese ad assicurare la sostenibilità di bilancio, quali un'elevata età effettiva di pensionamento. È chiaro, quindi, che la decisione in merito a quale tipo di riforma previdenziale sia più adeguata dipende molto dallo specifico paese. Pertanto, una classifica di tali misure in termini di impatto potenziale sui conti pubblici è di limitata utilità nella formulazione di raccomandazioni specifiche per paese.

Alcune considerazioni di economia politica pongono in evidenza il ruolo del consenso sociale per le riforme pensionistiche e la tempistica per la loro adozione.

Le riforme previdenziali esplicheranno i propri benefici solo con ritardo, mentre i loro costi politici devono essere sostenuti immediatamente. Pertanto, per assicurare un ampio sostegno a tali riforme, i paesi non dovrebbero far gravare tutto l'onere dell'aggiustamento su una singola componente, ma portare avanti il necessario adeguamento combinando diversi elementi di riforma. Se, ad esempio, le esigenze di aggiustamento fossero soddisfatte solo attraverso una repentina riduzione delle prestazioni pensionistiche, questa potrebbe, in casi estremi, mettere a repentaglio l'adeguatezza delle pensioni. Basandosi su un approccio più equilibrato, è possibile ripartire più ampiamente i costi di aggiustamento tra la popolazione, permettendo una ripartizione più equa di tali oneri tra le generazioni più anziane e quelle più giovani. Inoltre, procrastinando l'introduzione delle riforme previdenziali, i loro costi politici tendono ad aumentare. Dal momento che aumenta l'età dell'elettore mediano, è probabile che il costo politico di adottare riforme pensionistiche, al pari dell'onere dell'aggiustamento per la generazione più giovane, aumenti nel corso del tempo³⁷.

4.2 Gli effetti macroeconomici delle riforme pensionistiche

Le riforme pensionistiche non solo sono necessarie alla sostenibilità a lungo termine dei conti pubblici, ma in generale possono contribuire anche a limitare gli effetti macroeconomici negativi dell'invecchiamento della popolazione.

L'impatto concreto che le riforme del sistema pensionistico pubblico hanno sulle variabili macroeconomiche, come la forza lavoro, l'occupazione o il debito pubblico, dipende molto dagli interventi di riforma adottati. Ne consegue che è possibile confrontare le varie opzioni di riforma in base alle rispettive implicazioni macroeconomiche, ignorando le differenze strutturali specifiche dei vari paesi³⁸. Il riquadro 3 presenta i principali risultati di un esercizio di simulazione applicato a tre diversi tipi di riforma previdenziale, basato sul modello stilizzato introdotto nel riquadro 1.

³⁷ Cfr., ad esempio, Sinn, H.-W. e Uebelmesser, S., "Pensions and the path to gerontocracy in Germany", *European Journal of Political Economy*, vol. 19, n. 1, 2003. Per una rassegna della letteratura essenziale, cfr. Tepe, M. e Vanhuysse, P., "Are aging OECD welfare states on the path to gerontocracy?: evidence from 18 democracies, 1980-2002", *Journal of Public Policy*, vol. 29, n. 1, 2009.

³⁸ Gli studi empirici trovano evidenze del fatto che quando vengono coniugati elementi di diverso tipo, le riforme previdenziali hanno implicazioni macroeconomiche più favorevoli. Ciò è confermato dai risultati ottenuti applicando a Lussemburgo, Portogallo e Finlandia il modello a generazioni sovrapposte (overlapping generation, OLG), riassunti in Dieppe, A. e Guarda, P. (a cura di.), "Public debt, population ageing and medium-term growth", *Occasional Paper Series*, n. 165, BCE, 2015. Cfr. anche Karam, P.D. et al., "Macroeconomic effects of public pension reforms", *IMF Working Papers*, n. 10/297, 2010, che riscontra effetti indiretti positivi trasmessi dalle riforme pensionistiche. L'impatto positivo sulla crescita potrebbe quindi crescere in modo significativo se diversi paesi adottassero contestualmente riforme pensionistiche di questo tipo.

Si prevede che l'aumento dell'età di pensionamento obbligatoria ed effettiva, in linea con l'allungamento dell'aspettativa di vita, avrà un impatto positivo forte sull'offerta di lavoro e sulla crescita economica. L'estensione della vita lavorativa (ad esempio attraverso la riduzione del prepensionamento o l'aumento dell'età di pensionamento obbligatoria) è uno strumento efficace per aumentare la dimensione della forza lavoro attiva rispetto al numero di titolari di pensioni³⁹. Inoltre, se l'incremento dell'età di pensionamento si accompagna all'adozione di opportune misure per il mercato del lavoro, difficilmente gli ulteriori lavoratori in età più anziana sostituiranno quelli più giovani⁴⁰. L'estensione della vita lavorativa prevista aumenterà anche gli incentivi per la formazione continua e l'accumulo di capitale umano, che rappresentano entrambi fattori di crescita. Inoltre, ci si può attendere che una vita lavorativa più estesa, facendo aumentare i contributi pensionistici, riduca la pressione sul finanziamento dei sistemi previdenziali pubblici. Questo implicherà anche diritti pensionistici maggiori per la prossima generazione, e ci si può attendere che contribuisca a migliorare l'adeguatezza dei regimi pensionistici.

Si ritiene che gli aumenti nelle aliquote contributive abbiano implicazioni economiche meno favorevoli. L'aumento delle aliquote contributive potrebbe migliorare il finanziamento dei sistemi pensionistici contributivi; queste misure, tuttavia, possono di fatto esacerbare gli effetti macroeconomici dell'invecchiamento della popolazione, anziché ridurli. In particolare, gli effetti distorsivi sull'offerta di lavoro e sull'occupazione di aliquote contributive più elevate possono indebolire la crescita economica⁴¹.

Analogamente, anche la riduzione del tasso di sostituzione, a parità di altre condizioni, può essere potenzialmente meno vantaggiosa rispetto all'aumento dell'età di pensionamento. Ridurre i diritti pensionistici può avere effetti macroeconomici negativi per via della riduzione della domanda interna. Probabilmente i pensionati reagirebbero alla riduzione degli assegni pensionistici comprimendo i consumi. La popolazione in età da lavoro potrebbe, a sua volta, aumentare i risparmi precauzionali in vista della riduzione dei diritti pensionistici futuri.

Riquadro 3

Effetti macroeconomici stilizzati delle riforme dei sistemi pensionistici pubblici

a cura di João Domingues Semeano e Carolin Nerlich

Il modello a generazioni sovrapposte (overlapping generations, OLG) sviluppato da Baksa e Munkacsì illustrato nel riquadro 1 può essere utilizzato per mostrare gli effetti macroeconomici di lungo periodo delle riforme pensionistiche. A tal fine, la tabella A indica gli esiti di diverse variazioni nello scenario di riferimento (che prevedeva uno shock da invecchiamento e l'assenza di misure di risanamento) in termini di media dell'area dell'euro. Come stabilito nel riquadro 1, la dimensione dei diversi interventi di riforma è determinata, a parità di altre condizioni, dall'obiettivo

³⁹ L'impatto economico positivo del prolungamento della vita lavorativa è più ampio se in questi ulteriori anni si gode di buona salute.

⁴⁰ Carta, F., D'Amuri, F. e von Wachter, T., "Aging workforce, pension reform, and firm's dynamics", mimeo, 2017, trova che le recenti riforme previdenziali in Italia non hanno avuto un impatto negativo sull'occupazione giovanile.

⁴¹ È stato anche riscontrato che gli aumenti nelle aliquote contributive possono influenzare negativamente gli squilibri esterni. Cfr., ad esempio, Castro, G. e al., "Aging and fiscal sustainability in a small euro area economy", *Macroeconomic Dynamics*, vol. 21, n. 7, ottobre 2017.

di prevenire l'impatto negativo sul debito pubblico dell'invecchiamento della popolazione. Questo esercizio cerca di fornire un'indicazione generica dei potenziali effetti macroeconomici di lungo periodo di tre diversi tipi di riforma del sistema pensionistico pubblico, valutandole una alla volta. Tuttavia, non viene affrontato il problema di stabilire quali siano le riforme più opportune per i vari paesi dell'area, dal momento che questo dipende molto dalle caratteristiche specifiche dei paesi. I tre tipi di riforma previdenziale in rassegna prevedono la variazione dell'età pensionabile, delle aliquote contributive e del tasso di sostituzione. Inoltre, l'esercizio considera un aumento delle imposte sul reddito delle persone fisiche teso a compensare gli effetti dell'invecchiamento sul debito pubblico.

Tavola A

Effetti macroeconomici stilizzati di lungo periodo delle diverse riforme delle pensioni pubbliche e di altre misure pubbliche

(variazioni percentuali)

Misure di consolidamento	PIL pro capite	Consumo pro capite	Occupazione
	Variazione rispetto allo scenario di riferimento		
Aumenti dell'età pensionabile	3,6	4,1	3,8
Riduzione del tasso di sostituzione	0,1	-0,1	0,0
Aumento delle aliquote contributive a carico del datore di lavoro	-0,3	-0,3	-0,3
Aumento nelle imposte sul reddito delle persone fisiche	-0,6	-0,8	-0,8
Per memoria: scenario di riferimento	-4,7	-5,6	-5,1

Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: basato sul modello sviluppato da Baksa e Munkacsi, calibrato sull'area dell'euro.

I risultati di questo esercizio indicano differenze considerevoli in termini di effetti

macroeconomici delle tre tipologie di riforme pensionistiche.

Queste simulazioni suggeriscono che aumentare l'età pensionabile può ridurre considerevolmente l'impatto negativo dell'invecchiamento sulla crescita. In termini concreti ciò significa che il PIL pro capite diminuisce del 3,6 per cento in meno rispetto allo scenario di riferimento (cfr. tavola A)⁴². Al contrario, il semplice aumento delle aliquote contributive o delle imposte sul reddito delle persone fisiche finisce col rafforzare l'impatto macroeconomico avverso rispetto allo scenario di riferimento, invece di ridurlo, soprattutto a causa dei maggiori effetti negativi sul consumo pro capite e sull'occupazione. Infine, una riduzione del tasso di sostituzione tale da evitare l'impatto negativo dell'invecchiamento sul debito fa sì che la riduzione del PIL pro capite sia solo marginalmente inferiore rispetto allo scenario di riferimento. Pertanto, sulla base di questo modello, possiamo concludere che le riforme pensionistiche che cercano di prolungare la vita lavorativa sembrano capaci di affrontare almeno in parte gli effetti macroeconomici negativi dell'invecchiamento.

La conversione dei sistemi pensionistici a ripartizione in sistemi finanziati interamente a capitalizzazione può contribuire a rendere più sostenibili gli accordi pensionistici, ma comporta rischi per i bilanci delle famiglie. I sistemi finanziati interamente a capitalizzazione svolgono ancora un ruolo limitato nell'area dell'euro, con la notevole eccezione dei Paesi Bassi. Di fatto, i pagamenti pensionistici derivanti dai fondi pensionistici privati rappresentano solo il 6 per cento circa della spesa pensionistica

⁴² In termini generali, questo risultato è sostenuto anche da altri studi empirici che usano modelli diversamente specificati. Cfr., ad esempio, Karam, P.D. et al., "Macroeconomic effects of public pension reforms", op. cit.; e Vogel, E. et al., "Aging and Pension Reform: Extending the Retirement Age and Human Capital Formation", *MEA Discussion Papers*, n. 06-2012, Università di Mannheim, giugno 2012.

totale nell'area dell'euro⁴³. Il passaggio a sistemi pensionistici finanziati interamente a capitalizzazione renderebbe più trasparenti i limiti pensionistici. Questo potrebbe incoraggiare l'aumento del risparmio privato, che potrebbe anche rivelarsi benefico per le risorse di mercato. Tuttavia, una rimodulazione verso livelli di finanziamento obbligatorio più elevati comporta in genere un doppio peso per le generazioni che contribuiscono ancora ai sistemi a ripartizione per i pensionati esistenti e al contempo devono accantonare i loro risparmi pensionistici. Inoltre, i sistemi pensionistici finanziati interamente a capitalizzazione possono porre dei rischi per i bilanci delle famiglie in un contesto di rendimenti dei risparmi bassi o negativi, per esempio in presenza di bassi tassi di interesse di equilibrio⁴⁴. Costi di amministrazione e strategie di investimento rischiose possono ulteriormente erodere i benefici dei regimi a capitalizzazione.

Infine, ci si può attendere che le forze che riguardano l'invecchiamento e le riforme pensionistiche svolgano un ruolo significativo rispetto alla politica monetaria.

Come sottolineato nelle sezioni precedenti, queste forze influenzeranno il tasso di interesse di equilibrio reale dell'area dell'euro nel futuro prevedibile. Inoltre, possono anche influenzare gli obiettivi della banca centrale. Il riquadro 4 discute gli aspetti rilevanti da una prospettiva di politica monetaria.

Riquadro 4

Le implicazioni dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche per la politica monetaria

a cura di Leopold von Thadden

Le forze connesse all'invecchiamento della popolazione e alla riforma dei sistemi pensionistici influenzano la politica monetaria sia dal punto di vista positivo che da quello normativo, poiché possono incidere sul margine di variazione dei tassi di interesse e sugli obiettivi delle banche centrali. Questo riquadro presenta una descrizione generale dei diversi aspetti rilevanti in proposito⁴⁵.

Le forze connesse all'invecchiamento della popolazione e alle riforme previdenziali rappresentano una determinante che agisce lentamente sul tasso di interesse reale di equilibrio, una variabile importante nel valutare l'orientamento della politica monetaria rispetto a un determinato obiettivo inflazionistico⁴⁶. Come diversi studi hanno sottolineato, nell'area dell'euro le forze demografiche passate e future esercitano lentamente delle pressioni al ribasso sul tasso di interesse reale di equilibrio, in linea con le dinamiche osservate in molte altre giurisdizioni. Kara e Thadden offrono delle simulazioni a lungo termine per l'area dell'euro per il periodo compreso tra il 2008 e il 2030 sulla base di un modello neo-keynesiano su piccola scala ampliato in modo da tener conto della struttura demografica. Tali simulazioni permettono di scomporre gli effetti probabili distinguendo quelli attribuibili alle forze demografiche "pure" e

⁴³ Cfr. OCSE, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

⁴⁴ Cfr. anche Boeri, T. et al., *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*, 2006.

⁴⁵ Per una descrizione generale degli aspetti rilevanti, cfr. Bean, C., "Global demographic change: some implications for central banks", FRB Kansas City Annual Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2004.

⁴⁶ Per una discussione dettagliata di questo concetto, cfr. il riquadro intitolato *I tassi di interesse reali nell'area dell'euro: una prospettiva di più lungo periodo*, nel numero di luglio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

quelli legati alle diverse caratteristiche dei regimi pensionistici⁴⁷. Lo studio conferma il contributo indipendente alla riduzione del tasso di interesse reale di equilibrio di due dinamiche demografiche principali: il calo del tasso di crescita della popolazione in età lavorativa e l'allungamento dell'aspettativa di vita⁴⁸. La prima dinamica è coerente con le previsioni di lungo periodo elaborate nell'ambito dei modelli di crescita standard⁴⁹, mentre la seconda si esplica attraverso gli effetti del ciclo vitale sul risparmio e sul consumo, come tipicamente delineati dai modelli OLG⁵⁰. Lo studio mostra che l'intensità della seconda forza dipende in maniera cruciale dal modo in cui i sistemi pensionistici rispondono ai cambiamenti demografici, dal momento che i regimi pensionistici, sia quelli attuali che quelli futuri, interagiscono in modo diretto con il risparmio connesso al ciclo vitale. Tali contributi vengono quantificati attraverso due scenari diametralmente opposti⁵¹. In primo luogo, assumendo un'età di pensionamento invariata e un limite all'importo da redistribuire dai lavoratori ai titolari di pensione finanziato con la tassazione, l'effetto cumulativo di lungo periodo sul tasso di interesse reale di equilibrio sarà più pronunciato in uno scenario in cui l'aumento nel tasso di dipendenza degli anziani incoraggia un maggior risparmio privato da parte dei lavoratori. In questo scenario, che rafforza gli elementi finanziati privatamente, la riduzione complessiva fino al 2030 assomma a circa 110 punti base. Al contrario, questo effetto sarebbe significativamente ridotto nel secondo scenario in cui si assume che le pensioni continuino a essere finanziate da sistemi a ripartizione, facendo aumentare la redistribuzione dai lavoratori ai pensionati finanziata attraverso la tassazione. In questo scenario alternativo (che riduce, a parità di altri elementi, gli incentivi al risparmio per i lavoratori), il calo cumulativo assomma a circa 50 punti base⁵².

⁴⁷ Cfr. Kara, E. e von Thadden, L., "Interest rate effects of demographic changes in a New Keynesian life-cycle framework", *Macroeconomic Dynamics*, vol. 20, n. 1, 2016, pagg. 120-164. Questo testo usa un modello OLG dalla struttura simile a quello usato da Baksa e Munkacsi, con previsioni quantitative simili. Il modello offre un'estensione semplificata applicabile a un'economia chiusa di un quadro politico monetario neo-keynesiano, arricchito in modo da tener conto della struttura demografica e prevede una popolazione in età produttiva e una di pensionati, simile a quella adottata in Gertler, M., "Government debt and social security in a life-cycle economy", op. cit.

⁴⁸ Vista l'attenzione alle dinamiche di lungo periodo, il tasso di interesse di equilibrio è influenzato dalle variazioni del tasso capitale/lavoro.

⁴⁹ In modo analogo, il modello di crescita di Solow prevede che, in una comparazione statica, un calo della crescita della popolazione porterà, a parità di altri fattori, a una diminuzione del tasso di interesse reale di equilibrio.

⁵⁰ La seconda forza tende a sostenere che esista la possibilità di ripresa nel tasso di interesse di equilibrio quando gli effetti di riduzione del risparmio cominciano a dominare, prima di svanire allorché le variabili demografiche si assestano nuovamente su valori di lungo periodo stabili. Adottando una prospettiva mondiale, questo effetto inverso è stato sottolineato, soprattutto, da Goodhart, C. e Pradhan, M., "Demographics will reverse three multi-decade global trends", op. cit.

⁵¹ I risultati quantitativi riassunti in questo riquadro sono simili per dimensioni a quelli riportati in: Miles, D., "Modelling the impact of demographic change upon the economy", *The Economic Journal*, vol. 109, 1999, pagg. 1-36; Börsch-Supan, A. et al., "Ageing, pension reform and capital flows: a multi-country simulation model", *Economica*, vol. 73, 2006, pagg. 625-658; e Krueger, D. e Ludwig, A., "On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pagg. 49-87. Tutti questi studi partono da modelli OLG per valutare gli effetti combinati delle variazioni demografiche e delle diverse riforme pensionistiche sui tassi di interesse di equilibrio. Per stime di un modello con dati panel dinamico coerenti con questi risultati, cfr. Ferrero, G. et al., "On secular stagnation and low interest rates: demography matters", *Working Paper Series*, n. 2088, BCE, 2017. Per un'analisi più ampia incentrata sulle variazioni demografiche orientata al punto di vista dell'equilibrio strutturale generale delle variazioni, cfr., in particolare, Gagnon, E. et al., "Understanding the New Normal: The Role of Demographics", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 80, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016, che si concentra soprattutto sugli Stati Uniti.

⁵² Lo studio guarda anche alle opzioni politiche intermedie nella definizione del sistema pensionistico. Ad esempio, nel primo scenario, l'effetto sarebbe mitigato se l'età pensionabile crescesse in maniera commisurata all'aumento dell'aspettativa di vita, controbilanciando l'effetto del ciclo vitale che sostiene il maggior risparmio privato.

I tassi di interesse di equilibrio risentono anche di molti altri fattori al di là delle forze connesse all'invecchiamento e alle riforme pensionistiche. La letteratura recente illustra un certo numero di canali strutturali complementari per spiegare il calo del tasso di interesse di equilibrio da una prospettiva di equilibrio generale. Le prove documentate in letteratura sottolineano, tra l'altro, gli elementi legati alla produttività come la stagnazione secolare, la lentezza del risanamento di bilancio nella fase successiva alla crisi finanziaria e la mancanza di attività sicure. Inoltre, l'apertura di un'economia condiziona l'influenza quantitativa di tutti questi canali⁵³.

Il menzionato impatto cumulativo sui tassi di interesse reale di equilibrio si esplicherà lentamente nel tempo, vista la lentezza connaturata ai cambiamenti demografici. Tuttavia, è importante che esso venga tenuto in considerazione dai responsabili delle politiche monetarie. A titolo illustrativo, Kara e Thadden considerano uno scenario con prezzi vischiosi in cui la funzione di reazione della politica monetaria è caratterizzata da una regola di Taylor. Se tale regola non riesce a incorporare la pressione al ribasso sul tasso di interesse di equilibrio in modo sufficientemente tempestivo, si rischia di incorrere in un orientamento troppo restrittivo della politica monetaria e di esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione. Tuttavia, in linea con il principio di neutralità di lungo periodo della moneta, lo studio mostra anche che questa pressione viene meno se i prezzi sono flessibili, un assunto tipicamente impiegato nell'analisi delle dinamiche di lungo periodo illustrate in questo riquadro⁵⁴.

Se dovesse rimanere a livelli bassi per un periodo lungo, il tasso di interesse di equilibrio influirebbe sulla gestione della politica monetaria. A parità di obiettivo inflazionistico, la politica monetaria probabilmente dovrebbe affrontare con maggiore frequenza le criticità legate all'esistenza di un limite inferiore ai tassi di interesse nominali. Come è inevitabile, questo richiederebbe di integrare con maggior frequenza che in passato i canali solitamente usati per influenzare il tasso di interesse con strumenti di politica monetaria come le indicazioni prospettiche e le misure non

⁵³ Per una discussione esplicativa, cfr.: Eggertsson, G. e Mehrotra, N., "A model of secular stagnation", *NBER Working Papers*, n. 20574, 2014; Rogoff, K., "Debt supercycle, not secular stagnation", in *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press, 2016, pagg. 19-28; Summers, L., "Reflections on the new secular stagnation hypothesis", in *Secular stagnation: facts, causes and cures*, *Vox*, 2014, pagg. 27-40; e Caballero, R. e Farhi, E., "The Safety Trap", *Review of Economic Studies*, in via di pubblicazione.

⁵⁴ Questo studio conferma che, coerentemente con la neutralità della moneta nel lungo periodo, la pressione al ribasso sull'inflazione può emergere in un ambiente caratterizzato dalla viscosità dei prezzi (al contrario di quanto avviene in presenza di prezzi flessibili). Inoltre, la pressione svanirà se la banca centrale riesce a identificare correttamente in tempo reale il calo del tasso di interesse di equilibrio. Questo studio mostra numericamente in che modo affrontare tale spinta rispondendo con maggior vigore alle deviazioni dell'inflazione osservata dall'obiettivo inflazionistico della banca centrale, quando questa dinamica non sia stata identificata preventivamente. Per maggiori dettagli su un lavoro che identifica lo scostamento al ribasso dell'inflazione che si verifica quando le banche centrali tengono in considerazione l'impatto esercitato nel tempo dai processi demografici sul tasso di equilibrio, cfr. Bielecki, M. et al., "The demographic transition and monetary policy in a small open economy", mimeo, 2018. Inoltre, sono emersi di recente un certo numero di studi empirici che, discostandosi dall'assunto della neutralità di lungo periodo della moneta, suggeriscono che potrebbero esserci legami persistenti tra invecchiamento e inflazione. Tuttavia, questi studi, a seconda del paese e del periodo considerati, individuano effetti di segno diverso sull'inflazione aggregata. Ad esempio, sia Yoon, J.-W. et al., "Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy", *IMF Working Papers*, n. 14/210, 2014, che Bobeica, E. et al., "Demographics and inflation", *Working Paper Series*, n. 2006, BCE, 2017, riscontrano una relazione tra invecchiamento della popolazione e spinte deflazionistiche. Contemporaneamente, Juselius, M. e Takats, E. in "Can demography affect inflation and monetary policy?", *BIS Working Papers*, n. 485, 2015, individuano una relazione con le pressioni inflazionistiche. Questi diversi risultati potrebbero, ovviamente, derivare da vari altri fattori, come la definizione dei campioni, dei modelli o dei controlli impiegati.

convenzionali⁵⁵. Infine, gli strumenti macroprudenziali potrebbero assumere maggiore importanza nel caso in cui l'uso più frequente di strumenti non convenzionali di politica monetaria fosse percepito come foriero di rischi per la stabilità finanziaria che invece si intendeva limitare.

Per quanto riguarda gli aspetti normativi, gli obiettivi di una banca centrale possono adeguarsi alla struttura demografica dell'economia e alla sua interazione con la definizione del regime pensionistico. È tradizionalmente riconosciuto che per le società più "anziane"

la stabilità dei prezzi rappresenta un obiettivo preordinato alla stabilità della produzione e dell'occupazione, sia in termini di livello dell'obiettivo inflazionistico di lungo periodo che in termini di velocità di aggiustamento in caso di scostamenti da tale livello in risposta a degli shock. Questi risultati riflettono il fatto che le coorti possono temere l'inflazione in misura diversa nel corso della loro vita, ad esempio a causa della diversa esposizione ai redditi del mercato del lavoro a seconda dell'età. Risultati più sfumati emergono se si tiene in considerazione anche il ruolo della specifica composizione del portfolio detenuto dalle diverse fasce di età e del crescente affidamento sui rendimenti provenienti dalla ricchezza accumulata solitamente riposto dalle persone man mano che invecchiano. Le società anziane, quindi, sviluppano tipicamente una preferenza più marcata per la stabilità finanziaria, in particolare laddove il processo di invecchiamento è accompagnato dal rafforzamento degli elementi dei sistemi pensionistici finanziati privatamente ⁵⁶.

5 Osservazioni conclusive

Secondo il presente articolo le dinamiche demografiche avranno implicazioni macroeconomiche e fiscali fondamentali per l'area dell'euro. In particolare,

l'invecchiamento comporterà un calo dell'offerta di lavoro e avrà probabilmente effetti negativi sulla produttività; le implicazioni per il risparmio e per gli investimenti subiranno variazioni nel tempo, a seconda della dimensione relativa delle diverse coorti e dei cambiamenti comportamentali. Le simulazioni basate su modelli confermano in sostanza questi risultati. L'invecchiamento demografico comporterà anche dei cambiamenti nei prezzi relativi, per motivi principalmente riconducibili a spostamenti della domanda, in particolare con incrementi della domanda di servizi. Ci saranno anche ulteriori pressioni al rialzo sulla spesa pubblica per pensioni, assistenza sanitaria e cure a lungo termine. Ciò renderà problematico per i paesi dell'area ridurre il consistente onere del loro debito e assicurare la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo.

In questo quadro, molti paesi hanno adottato riforme pensionistiche a seguito della crisi del debito sovrano, benché la rapidità di attuazione di tali riforme sia recentemente diminuita. L'implementazione di ulteriori riforme in questa area

⁵⁵ Cfr. l'articolo intitolato *La forward guidance della BCE*, nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE, e l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

⁵⁶ Per una discussione più dettagliata, cfr. Miles, D., "Should monetary policy be different in a greyer world?", in Auerbach, A. e Herrmann, H. (a cura di), *Ageing, financial markets and monetary policy*, Springer, 2002.

si rivela essenziale e non deve essere differita, anche in vista di considerazioni di economia politica.

Mentre le riforme previdenziali concorreranno a ridurre l'effetto fiscale dell'invecchiamento della popolazione, le loro implicazioni macroeconomiche precise potrebbero variare considerevolmente a seconda della natura specifica di questi provvedimenti di riforma. In particolare, l'aumento dell'età

di pensionamento potrebbe ridimensionare gli effetti macroeconomici negativi dell'invecchiamento, grazie all'effetto favorevole sull'offerta di lavoro e sul consumo interno. Al contrario, la riduzione del tasso di sostituzione tenderà a contrastare in misura molto limitata tali effetti macroeconomici, mentre l'aumento delle aliquote contributive tenderà di fatto ad esacerbarli. Questi risultati sono confermati da simulazioni basate su modelli. Ciò detto, questi risultati rappresentano, per costruzione, soltanto una valutazione generica degli effetti macroeconomici delle riforme pensionistiche e non consentono di trarre conclusioni relative ai piani di riforma dei singoli paesi. Al tempo stesso, le forze connesse all'invecchiamento della popolazione e alle riforme previdenziali influenzano il tasso di interesse reale di equilibrio lentamente e devono essere tenute in considerazione da una politica monetaria che intenda perseguire la stabilità dei prezzi.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	.	2,3	1,7	1,6	6,9	2,3	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 1° trim.	0,9	0,3	0,2	0,3	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2° trim.	1,0	0,8	0,3	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
3° trim.	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
4° trim.	.	0,6	0,4	0,1	1,6	0,6	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2017 set.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
ott.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5
dic.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori e su informazioni preliminari per i prezzi dell'energia.

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,5
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,2	3,1	6,6
2017 1° trim.	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	1,9	1,1	2,3
2° trim.	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,2	51,6	0,3	1,6	-0,6
3° trim.	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,6	1,0	2,0
4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,6	1,3
2017 set.	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,9	53,3	51,5	1,6	1,0	2,0
ott.	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	0,8	0,3	1,1
nov.	53,2	54,5	55,0	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,2	0,8	1,5
dic.	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,3	53,1	52,5	1,4	1,6	1,3
2018 gen.	53,6	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,6	53,2	53,2	.	.	.
feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,9	54,5	52,5	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 ago.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
set.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
ott.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
dic.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 gen.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 ago.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
set.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
ott.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
dic.	-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 gen.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65

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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 ago.	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2
set.	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4
ott.	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1
dic.	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 gen.	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7

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⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2017 feb.	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	5,09	5,72	6,17	2,42	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85	
mar.	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85	
apr.	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87	
mag.	0,06	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87	
giu.	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87	
lug.	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88	
ago.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91	
set.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89	
ott.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88	
nov.	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87	
dic.	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83	
2018 gen. ^(p)	0,04	0,44	0,35	0,72	6,15	16,88	5,07	6,02	6,45	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84	

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	
2017 feb.	0,06	0,10	0,53	2,63	2,57	2,79	2,36	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82
apr.	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81
mag.	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76
giu.	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76
lug.	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74
ago.	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75
set.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73
ott.	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73
nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72
dic.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71
2018 gen. ^(p)	0,04	0,06	0,47	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,11	1,38	1,61	1,67

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														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
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 lug.	1.296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32
ago.	1.302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25
set.	1.314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29
ott.	1.287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36
nov.	1.276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25
dic.	1.222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29
A lungo termine														
2014	15.129	4.048	3.161	.	993	6.285	643	226	65	49	.	16	86	10
2015	15.247	3.785	3.288	.	1.056	6.481	637	217	68	47	.	13	81	9
2016	15.399	3.695	3.235	.	1.185	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 lug.	15.400	3.616	3.237	.	1.152	6.762	633	269	74	93	.	22	76	4
ago.	15.326	3.590	3.178	.	1.148	6.776	634	127	29	35	.	3	54	5
set.	15.364	3.568	3.181	.	1.176	6.804	634	233	56	64	.	17	90	5
ott.	15.338	3.579	3.160	.	1.182	6.777	640	242	76	50	.	21	85	10
nov.	15.369	3.595	3.125	.	1.187	6.819	643	222	55	56	.	23	79	8
dic.	15.343	3.560	3.135	.	1.187	6.819	642	198	52	72	.	14	54	6

Fonte: BCE.

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

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
Consistenze											
2014	16.449,3	4.590,6	3.291,5	.	1.051,5	6.822,7	693,0	6.016,3	591,3	850,5	4.574,6
2015	16.516,5	4.301,8	3.435,1	.	1.117,9	6.959,2	702,4	6.814,3	584,3	985,2	5.244,9
2016	16.639,8	4.213,3	3.371,1	.	1.243,8	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1
2017 lug.	16.696,1	4.130,2	3.389,2	.	1.239,2	7.238,8	698,8	7.718,2	663,1	1.197,5	5.857,6
ago.	16.627,8	4.105,8	3.333,3	.	1.233,0	7.250,5	705,2	7.638,4	630,8	1.174,6	5.832,9
set.	16.678,6	4.098,0	3.341,8	.	1.257,2	7.282,0	699,6	7.937,7	657,7	1.237,3	6.042,6
ott.	16.625,6	4.108,4	3.315,2	.	1.265,8	7.233,9	702,3	8.168,2	649,6	1.301,3	6.217,3
nov.	16.644,9	4.121,8	3.272,5	.	1.267,3	7.279,9	703,5	8.010,7	638,4	1.257,5	6.114,8
dic.	16.565,9	4.078,8	3.273,3	.	1.256,4	7.257,5	699,8	7.959,5	628,5	1.251,2	6.079,8
Tasso di crescita											
2014	-0,6	-8,0	1,1	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 lug.	1,8	-1,1	3,6	.	9,5	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1
ago.	1,6	-1,5	2,2	.	9,2	2,0	-0,3	0,8	6,1	1,4	0,2
set.	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
ott.	1,0	-1,0	-0,5	.	7,3	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1
nov.	1,1	-0,8	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
dic.	1,2	-0,6	0,0	.	6,4	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,7	88,3	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,0	89,5	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	.	.	.	112,0	90,5
2017 1° trim.	93,8	89,1	89,6	83,4	79,5	88,3	108,6	88,1
2° trim.	95,3	90,3	91,0	84,7	79,1	89,3	110,1	89,0
3° trim.	98,6	93,2	93,8	87,7	81,3	92,1	114,5	92,3
4° trim.	98,6	93,1	93,5	.	.	.	115,0	92,5
2017 set.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,0	92,7
ott.	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
nov.	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,5
dic.	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,6
2018 gen.	99,4	93,9	93,9	-	-	-	116,1	93,2
feb.	99,6	93,9	93,9	-	-	-	117,3	94,1
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2018 feb.	0,2	0,1	0,0	-	-	-	1,0	0,9
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2018 feb.	6,6	5,7	5,1	-	-	-	8,5	7,2

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 1° trim.	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2° trim.	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
3° trim.	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
4° trim.	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2017 set.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
ott.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
dic.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 gen.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2018 feb.	-0,4	0,1	-0,5	0,0	0,8	-1,5	0,1	0,1	0,1	1,2	-1,5	1,2
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2018 feb.	6,7	-0,1	-6,3	0,1	1,0	10,9	-3,3	3,7	3,2	4,9	8,3	16,0

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>												
2016 4° trim.	23.995,3	24.798,1	-802,8	10.690,9	8.633,5	7.864,0	10.583,9	-56,3	4.789,0	5.580,6	707,6	13.795,5
2017 1° trim.	25.224,7	25.780,6	-555,9	11.113,0	8.955,8	8.256,5	10.868,6	-61,5	5.190,3	5.956,2	726,6	14.252,2
2° trim.	24.681,2	25.242,2	-560,9	10.845,7	8.841,2	8.198,2	10.636,9	-46,7	5.001,4	5.764,1	682,7	13.826,2
3° trim.	24.507,7	25.014,4	-506,8	10.552,7	8.562,7	8.354,3	10.665,4	-58,8	4.984,6	5.786,3	674,8	13.700,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2017 3° trim.	221,5	226,1	-4,6	95,4	77,4	75,5	96,4	-0,5	45,1	52,3	6,1	123,8
<i>Transazioni</i>												
2017 1° trim.	655,0	585,6	69,4	204,8	206,7	174,8	75,5	23,2	254,6	303,4	-2,3	-
2° trim.	195,6	133,2	62,4	27,2	18,4	171,4	145,4	-2,3	0,9	-30,6	-1,6	-
3° trim.	91,2	-71,1	162,2	-139,9	-155,8	190,9	42,5	-10,7	50,2	42,2	0,5	-
4° trim.	38,0	-80,5	118,5	-2,8	19,5	85,2	-26,1	-1,1	-45,3	-73,9	2,0	-
2017 lug.	-2,1	-58,8	56,7	-163,0	-168,4	68,4	39,7	-2,7	100,4	69,9	-5,2	-
ago.	61,8	24,3	37,5	9,6	17,2	73,9	-16,1	-5,1	-15,9	23,2	-0,7	-
set.	31,4	-36,6	68,0	13,5	-4,5	48,7	18,9	-2,9	-34,2	-50,9	6,4	-
ott.	183,2	145,9	37,3	33,2	4,9	22,9	-23,8	-0,2	130,0	164,7	-2,7	-
nov.	58,5	22,9	35,6	-0,4	16,8	50,9	18,1	0,5	1,1	-12,0	6,3	-
dic.	-203,6	-249,2	45,6	-35,6	-2,1	11,5	-20,5	-1,4	-176,4	-226,6	-1,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2017 dic.	979,8	567,3	412,6	89,4	88,8	622,3	237,4	9,0	260,4	241,1	-1,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2017 dic.	8,8	5,1	3,7	0,8	0,8	5,6	2,1	0,1	2,3	2,2	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna							Saldo con l'estero ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	10.515,6	10.030,7	5.753,8	2.169,4	2.078,3	1.016,3	638,3	418,0	29,3	484,9	4.847,0	4.362,1
2016	10.789,7	10.312,7	5.891,5	2.220,1	2.190,4	1.052,1	674,9	457,8	10,7	477,0	4.937,2	4.460,2
2017	11.165,5	10.674,8	6.073,2	2.272,4	2.298,0	1.112,1	712,7	467,8	31,2	490,6	5.276,5	4.785,9
2017 1° trim.	2.748,2	2.632,1	1.504,4	562,3	560,7	273,2	172,2	113,9	4,8	116,2	1.296,8	1.180,6
2° trim.	2.781,3	2.662,8	1.515,3	565,9	572,1	275,9	175,2	119,7	9,4	118,5	1.308,9	1.190,3
3° trim.	2.809,6	2.677,0	1.522,2	570,1	572,8	279,8	179,6	111,9	12,0	132,6	1.325,4	1.192,9
4° trim.	2.834,0	2.693,5	1.531,8	574,0	580,5	283,9	182,1	113,0	7,2	140,6	1.357,0	1.216,5
<i>in percentuale del PIL</i>												
2017	100,0	95,6	54,4	20,4	20,6	10,0	6,4	4,2	0,3	4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 1° trim.	0,6	0,1	0,5	0,2	0,2	1,4	0,7	-3,5	-	-	1,3	0,2
2° trim.	0,7	1,0	0,5	0,4	1,7	0,5	1,6	4,9	-	-	1,2	1,8
3° trim.	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,2	0,9	2,4	-6,7	-	-	1,6	0,6
4° trim.	0,6	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7	1,3	0,6	-	-	1,9	1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,4	2,0	1,8	4,6	2,5	5,5	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,3	2,0	1,6	1,2	3,5	3,3	5,2	1,4	-	-	4,9	4,4
2017 1° trim.	2,1	1,9	1,6	1,0	4,1	3,3	3,6	7,0	-	-	4,7	4,7
2° trim.	2,4	2,3	1,9	1,1	3,4	4,0	4,3	1,1	-	-	4,5	4,5
3° trim.	2,7	2,0	1,9	1,3	2,4	3,3	5,8	-4,3	-	-	5,8	4,4
4° trim.	2,7	1,5	1,5	1,4	2,5	3,6	6,2	-5,0	-	-	6,1	3,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 1° trim.	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,5	-	-
2° trim.	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
3° trim.	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,5	-	-
4° trim.	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2017	2,3	1,9	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	-	-
2017 1° trim.	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
2° trim.	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,3	0,2	-	-
3° trim.	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
4° trim.	2,7	1,4	0,8	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,2	1,3	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.443,4	153,9	1.900,3	468,6	1.782,2	433,1	464,0	1.073,1	1.026,1	1.811,6	330,4	1.072,2
2016	9.680,3	151,6	1.936,9	489,1	1.830,9	451,3	454,0	1.100,6	1.071,0	1.857,5	337,5	1.109,4
2017	10.010,5	164,4	2.001,8	513,5	1.906,9	467,5	451,8	1.132,1	1.121,5	1.905,6	345,3	1.155,0
2017 1° trim.	2.464,5	40,5	490,8	125,8	469,1	115,1	112,7	279,7	275,0	470,6	85,2	283,7
2° trim.	2.493,8	40,8	498,2	127,9	476,1	116,7	112,7	282,0	278,9	474,5	86,0	287,5
3° trim.	2.519,6	41,3	504,6	129,5	479,6	117,8	113,6	284,6	283,0	478,8	86,9	290,1
4° trim.	2.540,6	41,9	510,9	131,5	483,5	118,6	112,9	286,0	285,9	482,1	87,4	293,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2017 1° trim.	0,7	1,6	0,0	1,3	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,5	0,2	0,1	0,4
2° trim.	0,7	0,0	1,1	0,9	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
3° trim.	0,7	0,2	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
4° trim.	0,6	0,3	1,2	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	1,0	2,8	2,6	2,9	4,4	0,1	1,4	3,5	1,3	1,0	2,6
2017 1° trim.	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,5	1,2	3,5	1,1	0,8	2,6
2° trim.	2,4	0,4	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,8	3,0
3° trim.	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,6	4,0	1,5	1,3	2,6
4° trim.	2,7	2,1	3,8	3,7	3,1	4,2	0,9	1,6	4,0	1,4	1,4	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2017 1° trim.	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 1° trim.	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2° trim.	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
3° trim.	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
4° trim.	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 4° trim.	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 1° trim.	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
2° trim.	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
3° trim.	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 4° trim.	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 1° trim.	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
2° trim.	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
3° trim.	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 1° trim.	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
2° trim.	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
3° trim.	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3

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		81,8		18,3		52,2		47,8			
2015	160,600	4,6	17,472	10,9	5,6	14,305	9,8	3,167	22,3	9,263	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	161,877	4,3	16,252	10,0	5,0	13,290	9,0	2,962	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	.	.	14,773	9,1	.	12,096	8,1	2,677	18,8	7,648	8,7	7,125	9,5	1,9
2017 1° trim.	161,635	4,3	15,384	9,5	4,8	12,611	8,5	2,773	19,6	7,960	9,1	7,424	9,9	1,9
2° trim.	162,214	4,2	14,862	9,1	4,5	12,159	8,2	2,703	19,1	7,688	8,8	7,174	9,6	1,9
3° trim.	163,330	4,0	14,602	9,0	4,2	11,957	8,0	2,645	18,6	7,574	8,6	7,028	9,3	1,9
4° trim.	.	.	14,243	8,7	.	11,657	7,8	2,585	18,1	7,368	8,4	6,875	9,1	2,0
2017 ago.	.	.	14,607	9,0	.	11,961	8,0	2,646	18,5	7,590	8,7	7,017	9,3	-
set.	.	.	14,487	8,9	.	11,846	8,0	2,641	18,5	7,502	8,5	6,985	9,3	-
ott.	.	.	14,364	8,8	.	11,743	7,9	2,621	18,3	7,431	8,5	6,933	9,2	-
nov.	.	.	14,243	8,7	.	11,662	7,8	2,581	18,1	7,362	8,4	6,881	9,1	-
dic.	.	.	14,121	8,6	.	11,567	7,8	2,554	17,9	7,311	8,3	6,810	9,0	-
2018 gen.	.	.	14,111	8,6	.	11,577	7,8	2,535	17,7	7,312	8,3	6,799	9,0	-

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 2010 ¹⁾	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	3,0	1,7	4,0	2,4	8,8
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	4,1	3,6	1,6	0,8	2,6	7,7	2,4	1,5	3,3	1,0	5,6
2017 1° trim.	1,3	1,2	2,2	1,3	-0,5	1,9	1,9	5,5	2,1	1,3	2,7	1,9	4,8
2° trim.	2,7	2,8	3,8	2,4	1,7	1,6	3,6	6,7	2,7	2,4	3,3	1,6	6,0
3° trim.	3,7	4,0	4,9	4,7	2,0	0,6	3,0	9,1	2,6	1,4	4,1	0,4	5,5
4° trim.	4,2	5,0	5,5	5,9	3,1	-1,0	1,9	9,6	2,0	0,9	3,0	0,1	6,3
2017 ago.	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,7	2,1	9,0	1,8	0,9	3,3	-0,3	6,9
set.	3,4	3,9	4,6	4,5	2,3	-1,0	3,6	10,7	3,9	2,3	5,7	0,5	5,3
ott.	3,9	4,6	5,3	3,5	5,3	-2,0	2,3	8,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	5,9
nov.	3,7	4,5	4,7	6,7	0,4	-1,9	2,9	10,6	3,7	1,8	5,6	0,4	8,7
dic.	5,2	5,9	6,6	7,6	3,6	0,6	0,5	9,3	2,1	1,2	3,0	0,1	4,4
2018 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	0,8	3,8	0,2	6,4
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 ago.	1,5	1,7	1,2	3,4	0,3	0,8	-0,1	3,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,9	2,9
set.	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	0,2	-1,0	0,3	1,1	1,0	1,2	0,8	-0,1	1,5
ott.	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,2	0,1	-0,4	0,3	-1,1	-1,5	-1,3	-0,4	-3,1
nov.	1,3	1,5	1,1	3,5	0,2	0,8	0,2	1,7	2,0	1,2	2,8	0,8	5,2
dic.	0,4	0,2	1,4	-1,1	0,9	1,3	0,1	2,0	-1,0	-0,4	-1,4	-0,5	0,4
2018 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1

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

1) Per le vendite al dettaglio, l'anno di riferimento è il 2015.

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	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 1° trim.	107,5	1,1	82,6	-5,5	-10,7	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2° trim.	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
3° trim.	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
4° trim.	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2017 set.	112,5	6,7	-	-1,2	-1,5	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
ott.	113,5	8,0	83,8	-1,1	0,5	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
nov.	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
dic.	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 gen.	114,9	9,0	84,4	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
feb.	114,1	8,0	-	0,1	4,2	4,3	17,5	-	58,6	59,6	56,2	57,1

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
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,1	4,6	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,6	1,9	1,4	3,3	2,6	32,6	6,0	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,8	5,9	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	6,0	1,9
2016 4° trim.	12,1	93,3	1,4	1,8	6,5	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	5,5	1,9
2017 1° trim.	12,1	93,0	1,6	1,8	10,2	4,6	4,6	33,4	7,6	133,6	4,4	9,5	2,2
2° trim.	12,1	93,1	1,3	2,0	5,4	4,9	4,8	33,1	6,9	132,8	4,1	10,0	2,2
3° trim.	12,0	93,0	1,6	2,1	6,2	5,0	5,4	33,3	7,0	131,4	4,2	4,1	2,3

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 1° trim.	959,3	868,2	91,1	558,6	479,3	206,1	188,4	167,6	143,9	27,0	56,6	7,4	17,7
2° trim.	965,0	884,1	80,9	559,9	477,3	207,8	190,4	170,8	146,1	26,4	70,3	7,0	17,2
3° trim.	991,0	866,9	124,2	575,7	477,1	210,8	184,6	177,9	139,2	26,7	65,9	6,5	8,4
4° trim.	982,7	887,5	95,2	582,8	495,1	211,5	191,9	161,4	135,6	26,9	64,8	11,6	7,7
2017 lug.	326,1	288,1	38,0	188,0	159,0	69,8	61,5	59,4	44,9	8,9	22,7	2,5	2,7
ago.	333,0	289,5	43,5	191,6	159,5	70,2	61,2	62,1	48,3	9,1	20,6	1,9	2,6
set.	331,9	289,3	42,7	196,0	158,7	70,8	61,9	56,4	46,1	8,7	22,6	2,1	3,1
ott.	317,4	287,0	30,3	187,7	161,4	69,2	62,3	52,1	42,5	8,3	20,8	3,0	1,6
nov.	329,4	294,5	35,0	195,5	165,0	70,0	64,6	55,3	42,7	8,7	22,1	2,8	1,8
dic.	335,9	306,0	29,9	199,7	168,7	72,3	65,0	54,1	50,4	9,8	21,8	5,9	4,4
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 dic.	3.898,0	3.506,6	391,4	2.277,0	1.928,9	836,2	755,3	677,7	564,9	107,0	257,6	32,6	51,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2017 dic.	34,9	31,4	3,5	20,4	17,3	7,5	6,8	6,1	5,1	1,0	2,3	0,3	0,5

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	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 1° trim.	11,0	13,9	539,5	258,7	110,1	161,2	449,2	486,0	279,1	78,5	120,4	344,4	59,8
2° trim.	5,4	9,9	544,7	257,0	112,6	162,7	455,6	486,7	275,3	80,6	123,3	353,1	52,2
3° trim.	6,0	7,8	547,0	256,8	114,1	164,3	459,5	484,8	272,7	80,3	122,8	354,2	48,3
4° trim.	6,2	7,2	562,9	.	.	.	471,6	498,0	.	.	.	357,3	.
2017 lug.	5,9	9,1	178,7	83,9	36,8	53,8	149,7	161,2	90,5	26,5	40,9	117,6	15,8
ago.	6,9	9,0	183,3	86,1	38,1	55,5	154,2	162,4	91,4	27,0	41,1	119,4	16,0
set.	5,2	5,5	185,1	86,9	39,2	55,0	155,6	161,2	90,8	26,8	40,8	117,2	16,5
ott.	9,1	10,4	181,6	86,6	36,5	54,1	152,0	162,4	92,2	26,5	41,3	118,7	17,6
nov.	8,5	8,6	189,0	90,2	38,6	56,4	158,2	167,0	94,8	26,9	42,2	119,6	19,5
dic.	1,0	2,5	192,3	.	.	.	161,4	168,5	.	.	.	119,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2017 1° trim.	6,5	3,2	121,0	121,4	118,8	124,4	120,5	110,3	111,3	108,3	110,2	112,3	109,4
2° trim.	1,6	2,2	122,5	121,3	121,7	125,5	122,1	112,6	112,7	111,9	114,1	115,8	104,5
3° trim.	3,8	3,4	124,1	122,1	124,5	128,1	124,2	114,4	114,1	114,7	114,4	117,7	100,2
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 giu.	1,8	1,8	122,9	120,8	122,1	125,3	122,5	112,5	112,2	109,9	114,8	115,1	106,3
lug.	3,4	3,8	121,2	119,5	119,5	125,6	120,8	113,6	113,5	111,6	113,8	116,1	101,8
ago.	4,9	5,1	124,9	122,5	125,5	129,9	125,1	115,5	115,3	117,3	114,7	119,6	100,6
set.	3,2	1,4	126,2	124,2	128,5	128,8	126,6	114,1	113,4	115,2	114,8	117,4	98,3
ott.	7,2	7,3	123,5	123,1	120,4	126,4	123,4	114,4	114,4	113,7	115,5	118,8	102,5
nov.	7,0	3,7	128,1	127,2	125,7	132,9	128,2	114,9	114,1	113,1	117,1	118,0	104,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni 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	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2017 1° trim.	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
2° trim.	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3	
3° trim.	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,3	1,5	1,1	
4° trim.	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,0	1,5	1,2	
2017 set.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1	1,6	1,0	
ott.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1	
nov.	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2	
dic.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2	
2018 gen.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,1	0,1	1,8	0,1	1,2	1,8	
feb. ³⁾	102,0	1,2	1,0	.	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,2	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 1° trim.	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
2° trim.	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
3° trim.	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
4° trim.	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2017 set.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9
ott.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
nov.	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4
dic.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4
2018 gen.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
feb. ³⁾	1,1	2,4	-0,9	.	0,7	2,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima basata su dati nazionali provvisori e su informazioni preliminari per i prezzi dell'energia.

4 Prezzi e costi

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

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

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

1) Solo vendite interne.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,1	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,1	17,2
2017 1° trim.	107,4	0,8	1,5	1,6	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2° trim.	107,9	1,2	1,5	1,4	1,1	1,4	2,4	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
3° trim.	108,3	1,3	1,6	1,3	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,7	13,0
4° trim.	108,6	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,7	5,9
2017 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,6	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,6	-12,2	-1,2	-4,7	-9,2	0,4
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,9	-15,3	-0,5	-6,3	-12,7	1,2
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	.	.	.	.	.	.

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 1° trim.	9,0	5,4	6,4	-3,5	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
2° trim.	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
3° trim.	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
4° trim.	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2017 set.	10,5	6,1	8,0	4,5	11,4	64,0	56,3	55,2	51,8
ott.	8,7	8,4	8,6	8,1	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
nov.	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
dic.	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 gen.	12,4	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
feb.	12,6	7,0	9,5	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9

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	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,4
2017	.	.	.	.	.	.	1,5
2017 1° trim.	100,5	1,4	1,3	1,6	1,3	1,7	1,6
2° trim.	111,2	1,8	2,1	0,8	1,9	1,4	1,5
3° trim.	104,2	1,6	1,7	1,6	2,0	0,9	1,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	2,2	0,0	-0,5	1,1	0,1	2,0	4,3	0,8	1,2	1,3
2016 4° trim.	106,0	0,8	3,8	-0,5	-0,4	1,0	-0,6	2,4	4,9	1,0	1,2	1,4
2017 1° trim.	106,3	0,9	0,8	0,4	0,0	0,4	-1,0	1,8	4,2	1,8	1,6	1,8
2° trim.	106,3	0,8	0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	5,9	2,4	1,7	2,3
3° trim.	106,5	0,7	-0,1	-1,0	-0,2	0,5	1,1	0,0	4,0	2,0	1,3	1,9
Redditi per occupato												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	1,5	1,3	1,4	1,4	0,6	2,2	3,4	0,8	1,2	1,5
2016 4° trim.	110,2	1,4	1,5	1,4	0,9	1,6	0,6	2,2	3,4	0,9	1,5	1,9
2017 1° trim.	110,6	1,4	0,2	1,4	0,9	1,4	0,6	1,8	3,5	2,1	1,6	1,5
2° trim.	111,0	1,6	0,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	5,1	2,2	1,8	1,4
3° trim.	111,5	1,6	1,0	1,5	0,6	1,8	2,4	1,2	3,5	2,8	1,7	1,2
Produttività del lavoro per occupato												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,0	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,3	1,9	0,3	0,6	0,2	-0,9	0,0	0,0	0,1
2016 4° trim.	103,9	0,6	-2,2	2,0	1,3	0,5	1,2	-0,3	-1,4	-0,1	0,2	0,5
2017 1° trim.	104,1	0,5	-0,5	0,9	0,9	1,1	1,7	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	-0,3
2° trim.	104,4	0,8	-0,2	1,9	1,6	1,5	1,6	0,9	-0,8	-0,1	0,1	-0,9
3° trim.	104,7	1,0	1,1	2,6	0,7	1,3	1,3	1,2	-0,5	0,7	0,4	-0,7
Redditi per ora lavorata												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	0,9	1,2	1,4	1,4	1,0	1,7	3,5	0,7	1,5	1,6
2016 4° trim.	112,2	1,6	2,2	1,3	1,2	1,8	1,1	2,2	4,3	1,0	1,8	2,3
2017 1° trim.	112,4	1,5	0,7	1,2	0,6	1,6	0,8	1,5	3,5	2,0	1,9	1,5
2° trim.	112,8	1,6	1,8	1,1	1,1	1,6	1,9	2,3	5,5	2,3	2,0	1,2
3° trim.	113,2	1,4	0,1	1,0	0,0	1,6	2,6	1,0	3,6	2,7	1,8	0,5
Produttività per ora lavorata												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,4	1,0	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,3
2016 4° trim.	106,2	0,9	-1,1	1,8	1,7	0,9	1,8	-0,4	-1,3	0,1	0,6	0,9
2017 1° trim.	106,2	0,7	1,0	0,8	0,8	1,5	2,0	-0,3	-1,1	0,6	0,2	-0,3
2° trim.	106,5	0,9	0,9	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5	-0,7	0,3	0,3	-0,9
3° trim.	106,8	0,9	1,1	2,1	0,6	1,2	1,9	1,0	-0,4	0,8	0,5	-1,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		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	6								
Consistenze												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.084,2	7.159,3	1.328,6	2.221,2	3.549,9	10.709,1	70,4	523,2	95,7	689,2	11.398,3
2017	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 1° trim.	1.087,2	6.248,3	7.335,4	1.304,7	2.225,7	3.530,4	10.865,8	74,4	531,6	100,2	706,2	11.572,0
2° trim.	1.094,9	6.383,7	7.478,6	1.258,1	2.237,4	3.495,6	10.974,2	68,2	513,7	80,1	662,1	11.636,3
3° trim.	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
4° trim.	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 ago.	1.099,5	6.486,7	7.586,2	1.238,7	2.248,0	3.486,7	11.072,8	70,5	521,0	76,8	668,3	11.741,1
set.	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
ott.	1.110,0	6.549,2	7.659,2	1.216,5	2.258,6	3.475,1	11.134,3	68,9	528,1	68,4	665,4	11.799,8
nov.	1.110,2	6.614,7	7.724,8	1.200,4	2.258,9	3.459,3	11.184,2	78,4	518,8	77,4	674,6	11.858,8
dic.	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2018 gen. ^(p)	1.114,5	6.683,1	7.797,6	1.199,4	2.263,7	3.463,2	11.260,8	72,3	513,3	58,7	644,3	11.905,1
Transazioni												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,9	579,5	-105,8	16,0	-89,7	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,6
2017	37,1	586,7	623,8	-112,2	36,3	-75,9	547,9	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,3
2017 1° trim.	12,1	166,9	178,9	-21,6	4,4	-17,2	161,7	4,1	8,5	4,0	16,5	178,2
2° trim.	7,8	154,9	162,7	-36,8	11,3	-25,5	137,2	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,2
3° trim.	9,1	157,6	166,7	-32,7	10,8	-21,9	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,2
4° trim.	8,2	107,3	115,5	-21,1	9,8	-11,3	104,2	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,6
2017 ago.	4,6	62,6	67,2	-6,1	5,0	-1,1	66,1	4,5	2,8	-2,0	5,3	71,4
set.	4,4	45,0	49,4	-16,5	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
ott.	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
nov.	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
dic.	1,9	24,3	26,2	-6,2	2,3	-4,0	22,2	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,4
2018 gen. ^(p)	2,4	53,7	56,1	8,9	4,2	13,0	69,2	-3,1	3,9	-16,0	-15,2	53,9
Variazioni percentuali												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 1° trim.	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,6	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
2° trim.	3,8	10,6	9,6	-9,4	1,0	-3,1	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,8
3° trim.	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
4° trim.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 ago.	3,5	10,7	9,6	-9,2	1,2	-2,8	5,4	-11,3	6,2	-24,9	-0,6	5,0
set.	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
ott.	3,5	10,5	9,5	-9,8	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
nov.	3,3	10,2	9,2	-9,4	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
dic.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 gen. ^(p)	3,1	9,9	8,9	-7,9	1,7	-1,9	5,3	-4,7	-1,2	-37,8	-6,6	4,6

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.051,6	3.401,2	643,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 1° trim.	2.160,4	1.694,9	301,4	157,6	6,5	6.136,0	3.498,1	620,5	2.014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
2° trim.	2.189,9	1.732,0	293,5	158,0	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
3° trim.	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
4° trim.	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 ago.	2.207,1	1.756,5	286,8	158,2	5,7	6.231,9	3.607,2	588,4	2.034,3	2,0	988,4	199,3	417,0
set.	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
ott.	2.231,4	1.786,0	280,5	159,3	5,5	6.293,9	3.675,1	574,4	2.042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
nov.	2.247,7	1.797,9	282,2	159,6	7,9	6.295,3	3.683,7	567,1	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
dic.	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2018 gen. ^(p)	2.283,7	1.823,3	291,4	158,5	10,5	6.329,7	3.726,1	554,6	2.047,3	1,7	988,5	202,1	414,7
Transazioni													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,0	304,1	-82,2	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 1° trim.	81,1	79,0	6,5	-2,6	-1,9	84,6	97,4	-23,6	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
2° trim.	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,8	65,7	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
3° trim.	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,4	75,6	-16,8	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
4° trim.	23,5	16,3	1,5	1,5	4,2	48,2	65,4	-21,4	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 ago.	14,4	16,3	-2,3	0,8	-0,4	27,1	28,9	-4,7	3,0	0,0	12,2	4,6	7,7
set.	12,1	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	28,0	-6,4	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
ott.	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,7	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
nov.	18,0	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
dic.	-4,2	-11,1	5,3	0,1	1,5	8,3	16,7	-6,7	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 gen. ^(p)	44,6	39,5	5,3	-1,3	1,1	30,7	28,0	-5,1	6,8	1,0	-18,4	1,9	4,8
Variazioni percentuali													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 1° trim.	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
2° trim.	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
3° trim.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
4° trim.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 ago.	8,2	11,7	-5,1	-1,3	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,3	-5,9	8,7
set.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
ott.	8,4	12,2	-7,1	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
nov.	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,9	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
dic.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 gen. ^(p)	8,5	10,8	-0,8	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,6	1,7	-37,1	7,6	4,2	5,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.840,2	10.670,8	10.978,6	4.313,6	5.409,8	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 1° trim.	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.968,5	10.752,7	11.046,5	4.332,8	5.456,8	850,3	112,9	1.423,2	792,6
2° trim.	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.966,1	10.731,8	11.049,2	4.301,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,5
3° trim.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1
4° trim.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 ago.	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.993,7	10.762,9	11.085,5	4.306,1	5.506,8	835,3	114,7	1.440,5	790,4
set.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1
ott.	4.559,0	1.044,7	3.500,5	13.063,2	10.830,3	11.147,3	4.331,9	5.534,6	851,6	112,1	1.432,6	800,4
nov.	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.091,1	10.858,4	11.170,0	4.344,6	5.550,7	848,1	115,0	1.426,9	805,8
dic.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2018 gen. ^(p)	4.596,9	1.030,7	3.552,0	13.183,6	10.930,9	11.226,8	4.352,6	5.604,1	861,6	112,6	1.450,1	802,6
Transazioni												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,5	233,7	258,3	81,6	119,6	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	290,1	-43,4	332,9	367,0	278,1	316,1	80,0	179,6	22,1	-3,6	64,0	25,0
2017 1° trim.	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,4	49,2	20,6	0,2	36,7	10,1
2° trim.	34,6	-5,2	39,8	58,5	27,2	49,6	0,1	37,6	-10,5	0,0	19,4	12,0
3° trim.	88,7	-10,8	99,6	77,1	78,8	86,8	22,1	42,6	14,8	-0,7	2,1	-3,8
4° trim.	89,4	-16,3	105,5	88,1	75,7	93,4	31,3	50,2	-2,8	-3,0	5,8	6,7
2017 ago.	39,3	-1,3	40,5	17,7	33,3	22,4	4,6	23,5	4,6	0,6	-14,4	-1,2
set.	16,6	-3,5	20,4	25,4	27,4	27,3	5,9	17,5	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
ott.	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	26,2	12,6	5,3	0,2	-8,8	2,7
nov.	20,8	-1,4	22,2	43,9	35,5	32,9	16,0	18,4	-1,8	2,9	0,3	8,1
dic.	64,4	-9,1	73,4	6,0	-4,2	15,7	-10,9	19,1	-6,2	-6,2	14,2	-4,1
2018 gen. ^(p)	-30,0	-1,0	-29,3	77,8	66,9	65,5	32,4	7,5	23,2	3,9	11,1	-0,3
Variazioni percentuali												
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 1° trim.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
2° trim.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
3° trim.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
4° trim.	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 ago.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
set.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
ott.	7,4	-4,2	11,5	2,8	2,6	2,8	1,7	3,2	3,6	-1,6	4,4	2,8
nov.	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,6	2,9	1,8	3,2	3,2	0,1	3,9	4,4
dic.	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
2018 gen. ^(p)	5,4	-4,4	8,7	3,1	3,0	3,3	2,2	3,2	5,5	-1,0	4,5	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.313,6	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.409,8	5.726,5	615,3	4.046,2	748,4
2017	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 1° trim.	4.332,8	4.333,9	1.006,0	802,5	2.524,3	5.456,8	5.767,9	626,6	4.085,7	744,5
2° trim.	4.301,9	4.316,1	990,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,7	635,0	4.112,9	737,1
3° trim.	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
4° trim.	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 ago.	4.306,1	4.327,9	982,7	804,8	2.518,6	5.506,8	5.818,9	642,6	4.132,0	732,2
set.	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
ott.	4.331,9	4.352,6	992,4	816,9	2.522,7	5.534,6	5.840,4	647,4	4.156,5	730,7
nov.	4.344,6	4.365,8	987,9	822,7	2.534,0	5.550,7	5.853,1	652,0	4.167,2	731,5
dic.	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2018 gen. ^(p)	4.352,6	4.386,4	997,0	823,7	2.531,9	5.604,1	5.879,7	655,8	4.222,9	725,3
Transazioni										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,6	98,8	-17,3	44,2	54,7	119,6	114,4	23,6	105,2	-9,2
2017	80,0	131,7	3,2	34,8	41,9	179,6	166,3	43,7	140,1	-4,1
2017 1° trim.	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,2	43,5	11,2	38,9	-0,8
2° trim.	0,1	11,3	-1,8	2,3	-0,4	37,6	40,2	10,3	27,9	-0,6
3° trim.	22,1	34,6	-6,3	17,1	11,4	42,6	34,8	10,7	36,6	-4,7
4° trim.	31,3	54,4	5,2	9,2	17,0	50,2	47,8	11,5	36,7	1,9
2017 ago.	4,6	5,3	-1,8	3,3	3,2	23,5	12,0	3,5	20,4	-0,3
set.	5,9	8,9	-3,3	8,1	1,2	17,5	10,1	2,4	16,9	-1,7
ott.	26,2	26,9	14,0	4,7	7,4	12,6	14,0	3,4	7,6	1,6
nov.	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,4	16,6	5,8	11,4	1,1
dic.	-10,9	9,9	-6,4	-2,4	-2,1	19,1	17,2	2,3	17,6	-0,8
2018 gen. ^(p)	32,4	24,4	19,9	6,0	6,6	7,5	17,0	5,7	1,4	0,4
Variazioni percentuali										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 1° trim.	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
2° trim.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
3° trim.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
4° trim.	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 ago.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
set.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
ott.	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-0,9
nov.	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,2	2,8	7,2	3,3	-0,8
dic.	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2018 gen. ^(p)	2,2	3,4	1,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,2	6.920,0	2.054,1	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,9	205,9	121,6
2017	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 1° trim.	308,2	6.881,6	2.031,7	69,3	2.106,5	2.674,2	1.103,9	254,9	183,1	111,8
2° trim.	305,7	6.767,1	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,9	1.031,3	247,7	154,2	109,7
3° trim.	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
4° trim.	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 ago.	348,5	6.727,5	1.982,2	62,5	2.036,3	2.646,5	1.030,6	251,2	124,4	69,0
set.	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
ott.	341,8	6.689,9	1.952,8	60,8	2.012,7	2.663,5	965,6	243,5	158,3	109,5
nov.	308,9	6.666,4	1.934,5	60,1	2.016,2	2.655,6	951,8	209,3	167,6	132,7
dic.	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2018 gen. ^(p)	316,2	6.729,8	1.957,7	60,4	2.019,5	2.692,2	817,4	353,3	132,3	85,8
Transazioni										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-114,4	-70,2	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-72,5	-78,0	-8,7	-71,8	86,0	-103,1	-62,6	-60,8	-27,3
2017 1° trim.	-7,5	-11,9	-16,3	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
2° trim.	-2,6	-8,1	-22,1	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,1	-28,9	-2,1
3° trim.	64,9	-20,3	-22,1	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
4° trim.	-9,2	-32,2	-17,5	-1,8	-11,3	-1,6	-78,8	-56,5	3,3	8,2
2017 ago.	23,6	-2,9	-7,8	-0,8	-9,2	14,9	-12,1	47,2	-3,7	-7,5
set.	22,3	-12,6	-5,4	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,3	16,2	16,5
ott.	-23,3	-28,3	-25,1	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
nov.	-33,0	-3,4	2,3	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
dic.	47,2	-0,5	5,2	-0,5	5,5	-10,6	-12,4	-2,8	-23,7	-39,1
2018 gen. ^(p)	-39,8	10,5	-9,1	-0,7	17,2	3,0	-29,4	6,3	-11,6	-7,8
Variazioni percentuali										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 1° trim.	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
2° trim.	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
3° trim.	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
4° trim.	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 ago.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
set.	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
ott.	8,6	-1,3	-5,0	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
nov.	4,0	-1,2	-4,4	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
dic.	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 gen. ^(p)	5,0	-0,8	-3,8	-12,4	-2,4	3,3	-	-	-25,0	-19,3

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
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 4° trim.	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 1° trim.	-1,3	.	.	.	.	0,8
2° trim.	-1,2	.	.	.	.	0,9
3° trim.	-0,9	.	.	.	.	1,1

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	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	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	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 4° trim.	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 1° trim.	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
2° trim.	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5
3° trim.	46,1	45,7	12,8	12,9	15,3	0,4	47,1	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	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
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 4° trim.	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 1° trim.	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	89,0	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,1	2,8	14,6	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2016 4° trim.	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2017 1° trim.	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0
2° trim.	-1,7	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8
3° trim.	-1,6	-1,1	0,2	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	1,2

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		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,7	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	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2016 4° trim.	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 1° trim.	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2° trim.	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
3° trim.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
2017 ago.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
set.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
ott.	13,3	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
nov.	13,3	11,6	4,0	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
dic.	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 gen.	13,1	11,4	4,3	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,4	1,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 4° trim.	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 1° trim.	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,2	-3,4	-2,4	0,5	
2° trim.	-1,5	0,9	-0,7	-0,6	1,0	-3,6	-3,2	-2,4	0,9	
3° trim.	-1,1	1,4	-0,7	-0,5	1,2	-3,1	-3,1	-2,3	1,9	
Debito pubblico										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 4° trim.	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2017 1° trim.	107,4	66,5	9,2	74,5	177,7	100,0	98,8	134,0	106,2	
2° trim.	106,1	65,9	8,9	74,0	176,1	99,8	99,3	134,7	106,1	
3° trim.	107,0	65,1	8,9	72,1	177,4	98,7	98,4	134,1	103,2	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 4° trim.	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 1° trim.	0,0	0,7	0,7	2,2	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-2,0	-1,4
2° trim.	0,4	0,8	0,7	2,1	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,6	-0,7
3° trim.	0,5	1,0	0,9	3,3	1,2	-1,2	-0,1	-0,8	-1,6	-0,8
Debito pubblico										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 4° trim.	40,5	40,1	20,8	57,7	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2017 1° trim.	39,4	39,2	23,9	58,2	59,6	81,7	130,5	80,2	53,3	62,7
2° trim.	40,0	41,7	23,4	56,5	58,7	81,3	132,1	79,8	51,7	61,7
3° trim.	38,3	39,4	23,4	54,9	57,0	80,4	130,8	78,4	51,3	60,4

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 7 marzo 2018.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-002-IT-N (online)

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia in Roma