



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2018





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 4 / 2018

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	8
2 Andamenti finanziari	16
3 Attività economica	21
4 Prezzi e costi	26
5 Moneta e credito	31
6 Andamenti della finanza pubblica	38

Riquadri

1 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 gennaio al 2 maggio 2018	41
2 Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro	46
3 Monitoraggio della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione	50
4 Rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione: evoluzione demografica e sfide complesse per i bilanci pubblici	55
5 Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018	60

Articoli

1 Investimenti diretti esteri e loro determinanti: una prospettiva mondiale ed europea	65
2 Misurare e interpretare il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro	84
3 Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro	100

Statistiche

S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 14 giugno 2018, il Consiglio direttivo ha concluso che finora sono stati compiuti considerevoli progressi verso un aggiustamento durevole dell'inflazione. Sin dall'avvio del programma di acquisto di attività (PAA) nel gennaio 2015, il Consiglio direttivo ha subordinato gli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA all'entità dei progressi in direzione di un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il 14 giugno 2018 il Consiglio direttivo ha svolto un attento esame dei progressi compiuti, tenendo conto anche delle ultime proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, delle misure delle pressioni su prezzi e salari e delle incertezze relative alle prospettive di inflazione. Sulla base di questa valutazione, il Consiglio direttivo ha concluso che finora i progressi verso un aggiustamento durevole dell'inflazione sono stati considerevoli. Con un buon ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine, il vigore di fondo dell'economia dell'area dell'euro e il perdurare di un ampio grado di accomodamento monetario danno motivo di confidare che in futuro l'inflazione continui stabilmente a convergere verso i livelli perseguiti dal Consiglio direttivo e che tale convergenza perduri anche dopo la graduale liquidazione degli acquisti netti di attività. Le decisioni di politica monetaria del 14 giugno 2018 confermano l'attuale ampio grado di accomodamento monetario che assicurerà che l'inflazione continui stabilmente a convergere verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. È necessario ancora uno stimolo significativo da parte della politica monetaria per sostenere l'ulteriore accumularsi di pressioni interne sui prezzi e la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo. Tale sostegno continuerà a derivare dagli acquisti netti di attività sino alla fine dell'anno, dalle notevoli consistenze di attività acquistate e dai reinvestimenti collegati, nonché dalle indicazioni prospettiche rafforzate del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE. In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito dal Consiglio direttivo.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 14 giugno 2018

Nonostante la lieve attenuazione della dinamica espansiva, le prospettive mondiali a breve termine rimangono essenzialmente favorevoli, sostenute da politiche monetarie accomodanti nelle economie avanzate e dal significativo stimolo fiscale negli Stati Uniti. Con l'approssimarsi del prodotto al suo potenziale in molte economie avanzate, ci si attende un rallentamento dell'attività mondiale in un'ottica di più lungo termine. Nel breve termine, la crescita

del commercio mondiale dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta. L'applicazione di tariffe commerciali più elevate e l'eventualità che vengano adottate misure protezionistiche di più ampia portata rappresentano uno dei principali rischi per la dinamica della crescita mondiale. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero aumentare lentamente al ridursi della capacità produttiva inutilizzata.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo 2018, i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti. I differenziali sui titoli di Stato hanno mostrato un considerevole livello di volatilità dalla seconda metà di maggio, in un contesto caratterizzato da incertezza politica in Italia. Le oscillazioni sui mercati dei titoli di Stato si sono propagate in parte ad altri segmenti di mercato e la volatilità sui mercati azionari è aumentata. Nell'area dell'euro i corsi azionari e obbligazionari delle società finanziarie si sono contratti, mentre l'impatto su altri segmenti di mercato è rimasto contenuto. Al contempo, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie dell'area dell'euro hanno registrato un incremento, riflettendo le solide prospettive sugli utili societari. Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato in termini effettivi nominali.

L'espansione economica nell'area dell'euro rimane solida e generalizzata nei diversi paesi e settori, sebbene i dati e gli indicatori recenti si siano mostrati più deboli rispetto alle attese. Nel primo trimestre del 2018 la crescita del PIL in termini reali si è attenuata sul periodo precedente, collocandosi allo 0,4 per cento, dopo lo 0,7 per cento dei trimestri precedenti. Tale moderazione riflette un arretramento rispetto alla crescita molto elevata del 2017, accentuato dalla maggiore incertezza e da alcuni fattori temporanei dal lato dell'offerta sia a livello interno sia a livello mondiale, nonché dal più debole stimolo del commercio con l'estero. Gli ultimi indicatori economici e i risultati delle indagini congiunturali sono più modesti, ma restano coerenti con il perdurare di una crescita solida e generalizzata dell'economia. Le misure di politica monetaria della BCE, che hanno agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria, continuano a sostenere la domanda interna. I consumi privati sono sospinti dai perduranti incrementi dell'occupazione, a loro volta in parte riconducibili alle passate riforme del mercato del lavoro, e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti delle imprese beneficiano delle condizioni di finanziamento favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e della solidità della domanda. Gli investimenti nell'edilizia residenziale restano robusti. In aggiunta, l'espansione generalizzata della domanda mondiale dovrebbe procedere e quindi sospendere le esportazioni dell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciati. Hanno tuttavia acquistato maggior preminenza le incertezze connesse a fattori di carattere globale, fra cui la minaccia di un crescente protezionismo. Inoltre, il rischio del perdurare di un'accentuata variabilità nei mercati finanziari necessita di un'attenta osservazione.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,1 per cento nel 2018, all'1,9 per cento nel 2019 e all'1,7 per cento nel 2020. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli

esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso per il 2018, mentre restano invariate per il 2019 e il 2020.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,9 per cento lo scorso maggio, dall'1,2 per cento di aprile. Tale aumento ha riflesso il maggiore contributo fornito dall'energia, dai beni alimentari e dai servizi. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva si collochi intorno al livello attuale nella parte restante dell'anno. Le misure dell'inflazione di fondo, pur rimanendo in generale contenute, sono in aumento rispetto ai bassi livelli osservati in precedenza. Le pressioni interne dal lato dei costi si rafforzano a fronte dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, di condizioni più tese nei mercati del lavoro e dell'incremento dei salari. L'incertezza per le prospettive di inflazione si attenua. In futuro, ci si attende che l'inflazione di fondo segni un rialzo verso la fine dell'anno per poi aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dal perdurare dell'espansione economica, dalla riduzione della capacità inutilizzata nell'economia e dalla più vigorosa dinamica salariale associata a tale espansione.

Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7 per cento nel 2018, nel 2019 e nel 2020. Rispetto all'esercizio svolto lo scorso marzo dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC hanno subito una notevole correzione al rialzo per il 2018 e il 2019, riconducibile principalmente a corsi petroliferi più elevati.

In un contesto caratterizzato dalla riduzione degli acquisti netti mensili di attività, l'analisi monetaria ha evidenziato una graduale riduzione dell'espansione dell'aggregato monetario ampio, con un tasso di crescita sui dodici mesi di M3 che ad aprile si è attestato al 3,9 per cento, rispetto al 3,7 per cento di marzo e al 4,3 per cento di febbraio. Sebbene il rallentamento della dinamica di M3 degli ultimi mesi rispecchi soprattutto la riduzione degli acquisti netti mensili di attività dall'inizio di quest'anno, l'espansione di M3 continua a essere sostenuta dall'impatto delle misure di politica monetaria della BCE e dal basso costo opportunità di detenere i depositi più liquidi. Pertanto, l'aggregato monetario ristretto (M1) ha ancora fornito il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio, benché negli ultimi mesi il suo tasso di crescita si sia ridotto sui dodici mesi rispetto ai valori elevati osservati in precedenza. La trasmissione delle misure di politica monetaria in atto da giugno 2014 continua a sostenere in maniera significativa le condizioni di prestito per famiglie e imprese nonché i flussi di credito nell'intera area dell'euro. Questo quadro si riflette anche nei risultati dell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento condotta nell'area dell'euro, in base alla quale le piccole e medie imprese hanno beneficiato in particolare del migliore accesso al finanziamento.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha adottato le seguenti decisioni. Innanzitutto, per quanto riguarda le misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo continuerà a effettuare acquisti netti nell'ambito del PAA all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di settembre 2018. Il Consiglio ha inoltre anticipato che, se i dati più recenti confermeranno le attuali prospettive per l'inflazione a medio termine, dopo settembre 2018 il ritmo mensile degli acquisti netti di attività verrà ridotto a 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018 e in seguito gli acquisti netti giungeranno a termine. In secondo luogo, il Consiglio direttivo intende proseguire la propria politica di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Il Consiglio direttivo ha infine deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che rimangano su livelli pari a quelli attuali almeno fino all'estate 2019 e in ogni caso finché ciò si renda necessario ad assicurare che l'evoluzione dell'inflazione resti in linea con le attuali aspettative di un profilo di aggiustamento durevole.

I dati recenti indicano che lo slancio dell'attività economica, che pure prosegue nella sua espansione a livello mondiale, registra un lieve indebolimento. A livello mondiale le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli, anche se in alcune economie emergenti si è registrato un lieve irrigidimento. Le prospettive dei paesi importatori sono state frenate dall'aumento dei corsi petroliferi, sintomo di una domanda mondiale che continua a evidenziare una buona tenuta ma anche dei timori, originati dalle attuali tensioni geopolitiche, riguardo le forniture di petrolio nei tempi a venire. Nonostante ciò, le prospettive mondiali a breve termine rimangono sostanzialmente favorevoli, sostenute dalle politiche monetarie accomodanti adottate dalle economie avanzate e dalla politica fiscale espansiva degli Stati Uniti. In un orizzonte di più lungo termine, con il prodotto che in molte economie avanzate è prossimo al livello potenziale, ci si aspetta che l'attività mondiale rallenti. Inoltre, sebbene in alcune economie esportatrici di materie prime si preveda un'ulteriore ripresa, la presagita transizione della Cina verso un percorso di minore crescita dovrebbe gravare sullo scenario prospettico. Al ridursi della capacità inutilizzata, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero lentamente aumentare. Nel breve periodo la crescita del commercio mondiale dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta. L'applicazione di tariffe commerciali più elevate e la possibilità che vengano adottate misure protezionistiche di più ampia portata rappresentano, tuttavia, un rischio rilevante per la dinamica dell'espansione mondiale. Di recente, c'è stato un peggioramento del quadro complessivo dei rischi a breve termine per l'attività e il commercio a livello mondiale; nel medio periodo i rischi rimangono orientati verso il basso.

Attività economica e commercio a livello mondiale

Dopo un anno caratterizzato da una crescita sostenuta e altamente sincronizzata, l'espansione a livello mondiale ha subito un lieve rallentamento nella prima parte del 2018.

I dati relativi al primo trimestre mostrano un'attività mondiale lievemente più debole del previsto. La crescita del PIL negli Stati Uniti si è moderata rispetto al periodo precedente attestandosi allo 0,5 per cento, in ragione di una contrazione della spesa per consumi che potrebbe essere riconducibile a ritardi nei rimborsi fiscali e alla stagionalità residua riscontrata negli ultimi anni nelle stime del PIL relative al primo trimestre. Anche nel Regno Unito la crescita dell'attività ha segnato una moderazione, mentre il Giappone ha registrato un calo del PIL sul trimestre precedente per la prima volta in due anni. In entrambi i casi, le condizioni meteorologiche avverse potrebbero aver contribuito a limitare la spesa per costruzioni e i consumi. Di contro, l'economia cinese è cresciuta a ritmi sostenuti, con il PIL che è aumentato del 6,8 per cento sui dodici mesi.

Nel breve periodo è prevista una ripresa dell'espansione economica mondiale.

I dati desunti dalle indagini indicano una crescita sostenuta nei trimestri a venire. A marzo l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è diminuito, per poi risalire ad aprile e a maggio, rimanendo al di sopra della media di lungo periodo (cfr. grafico 1). Anche

gli indicatori del clima di fiducia sono rimasti favorevoli, con il grado di fiducia dei consumatori prossimo ai massimi storici.

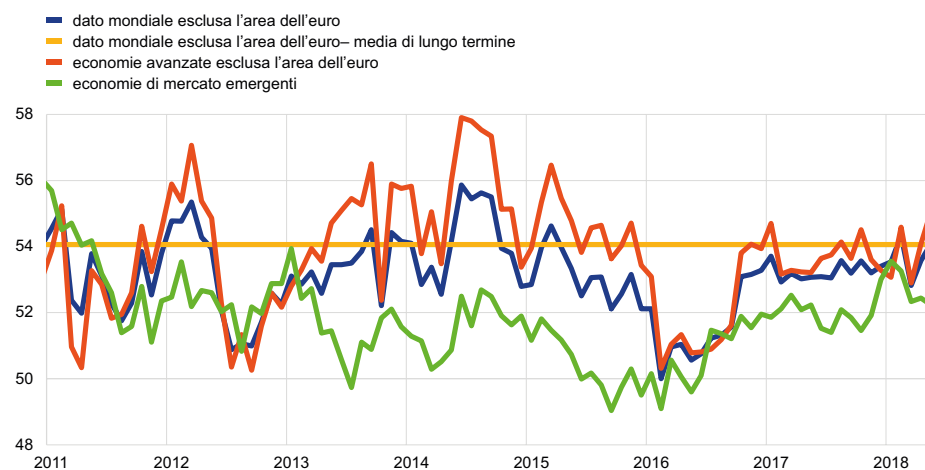
L'applicazione di tariffe commerciali più elevate, in un contesto in cui si dibatte di ulteriori misure protezionistiche, rappresenta un rischio per le prospettive economiche mondiali.

A marzo il presidente Trump ha firmato un decreto che impone dazi sulle importazioni pari al 25 per cento per l'acciaio e al 10 per cento per l'alluminio. Se inizialmente un certo numero di paesi erano esenti, gli Stati Uniti hanno successivamente deciso di estendere tali dazi anche all'Unione europea, al Canada e al Messico. I paesi interessati hanno reagito promettendo di aumentare a loro volta i dazi. Le misure attuate sinora interessano solo una percentuale esigua del commercio mondiale e ci si aspetta che, in termini macroeconomici a livello mondiale, il loro impatto sia limitato. Tuttavia, il rischio di ulteriori misure protezionistiche è aumentato. In seguito a uno studio sulle prassi adottate in Cina in merito alla proprietà intellettuale, gli Stati Uniti hanno minacciato di aumentare i dazi sulle merci cinesi per 50 miliardi di dollari, ipotesi di fronte alla quale la Cina ha annunciato ritorsioni. Inoltre, gli Stati Uniti hanno avviato un'indagine sulle implicazioni delle importazioni di automobili per la sicurezza nazionale. In entrambi i casi, alla fine del periodo in esame nessuna di queste misure era stata attuata. Ciononostante, l'aspettativa che tale controversia si inasprisca potrebbe incidere sulle decisioni di investimento, con potenziali ricadute sulla crescita mondiale. In prospettiva, il diffuso intensificarsi del protezionismo potrebbe generare rischi considerevoli per l'attività a livello mondiale.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Le prospettive mondiali continuano a essere sostenute da politiche monetarie accomodanti, ancorché lievemente più restrittive.

Nelle riunioni di marzo e di giugno 2018 il Federal Open Market Committee ha alzato i tassi di interesse. La curva dei contratti future sui Federal Fund indica che i mercati continuano a presagire un graduale inasprimento monetario, inglobando nei prezzi almeno un

ulteriore aumento dei tassi nella restante parte del 2018 e una crescente probabilità di altri due nell'arco dell'anno. Le aspettative di mercato suggeriscono altresì un aumento dei tassi nel Regno Unito nei mesi a venire. Per contro, in Giappone la banca centrale continua a mantenere un orientamento molto accomodante. Per quanto riguarda le economie emergenti, la Cina ha continuato a registrare un inasprimento delle condizioni finanziarie interne per far fronte ai rischi nel sistema finanziario, con i tassi di interesse che sono di nuovo saliti a marzo sebbene i tassi del mercato monetario siano invece lievemente diminuiti nelle ultime settimane. I tassi di riferimento sono saliti anche in Turchia e in Argentina, in concomitanza con un deterioramento del contesto finanziario. In Brasile e in Russia, invece, i tassi ufficiali sono stati ulteriormente ridotti a marzo, alla luce di contenute spinte inflazionistiche.

Nonostante il perdurare di orientamenti di politica monetaria accomodanti, le condizioni finanziarie a livello internazionale sono diventate più tese nelle ultime settimane, segnatamente nelle economie emergenti. I mercati azionari mondiali hanno dato prova di una discreta tenuta, con l'indice Standard & Poor's 500 che continua a essere più elevato rispetto all'inizio dell'anno. Nel contempo, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono saliti nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di stato decennali sono cresciuti di circa 50 punti base dall'inizio dell'anno. L'effetto combinato dell'aumento dei tassi di interesse e dell'apprezzamento del dollaro statunitense ha contribuito all'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle economie emergenti. Dopo una sostenuta ripresa nell'arco dell'ultimo anno i flussi di capitale verso le economie emergenti hanno subito un rallentamento in aprile, mentre i differenziali sulle obbligazioni emesse da queste ultime si sono ampliati. Allo stato attuale solo in pochi paesi, quali Argentina e Turchia, si registra una forte volatilità sui mercati finanziari dovuta alla percezione degli operatori che giudicano tali paesi vulnerabili alla luce degli elevati tassi di inflazione e del considerevole fabbisogno finanziario esterno. Ciononostante, nel periodo in questione le condizioni finanziarie si sono inasprite nella maggior parte delle economie emergenti.

I corsi petroliferi hanno subito rialzi repentini negli ultimi due mesi, per poi moderarsi in tempi più recenti. Rispetto ai primi mesi dell'anno, tale incremento ha in parte rispecchiato la tenuta della domanda mondiale. Nel contempo, l'offerta di petrolio è rimasta sostanzialmente invariata, in quanto il ridimensionamento della produzione derivante dall'accordo tra i paesi dell'OPEC e altri paesi produttori di petrolio è stato controbilanciato da un aumento della produzione negli Stati Uniti. Le pressioni sui prezzi a pronti sono aumentate ulteriormente a metà maggio, quando gli Stati Uniti hanno deciso di ritirarsi dal Piano d'Azione Congiunto Globale e di imporre sanzioni all'Iran. I prezzi sono poi scesi in seguito alla notizia secondo cui l'OPEC, la Russia e i loro partner commerciali stanno valutando la possibilità di interrompere i tagli alla produzione. L'esperienza pregressa indica che i rialzi dei corsi petroliferi riconducibili a variazioni nell'offerta o a incertezze sulle forniture future tendenzialmente si associano a un'attività più debole a livello mondiale, mentre gli aumenti dei prezzi legati agli andamenti della domanda in

genere non controbilanciano del tutto la più solida domanda mondiale.¹ In virtù dei recenti aumenti, che riflettono tanto la tenuta della domanda mondiale quanto gli atteggiamenti precauzionali associati all'incertezza sull'offerta futura, l'impatto netto sull'economia mondiale di più elevati corsi petroliferi appare, nel complesso, di modesta entità. Tuttavia, è probabile che tale variazione nei prezzi del petrolio abbia effetti distributivi nei vari paesi, migliorando in particolare le prospettive per quelli esportatori di petrolio.

In prospettiva, ci si attende che nel breve periodo il diffuso slancio congiunturale fornisca sostegno all'attività mondiale. Sebbene agli inizi dell'anno l'attività abbia subito una moderazione, le prospettive sul breve periodo a livello mondiale, trainate da fondamentali solidi, rimangono sostanzialmente favorevoli. Le economie avanzate continuano a trarre beneficio dalle politiche monetarie accomodanti e, nonostante l'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle scorse settimane, seguitano a fornire sostegno all'economia mondiale. Secondo le proiezioni, le sostanziose misure di stimolo derivanti dagli accordi in materia di riforma fiscale e di aumento della spesa pubblica negli Stati Uniti dovrebbero dare slancio alla crescita a livello mondiale. L'aumento dei corsi petroliferi ha lievemente peggiorato le prospettive dei paesi importatori. Per contro, ci si attende che il miglioramento registrato nelle ragioni di scambio aiuti a stabilizzare gli investimenti in numerose economie esportatrici di petrolio, in ripresa dopo la fase di profonda recessione. Inoltre, varie economie emergenti, in particolare la Cina e altre economie asiatiche orientate alle esportazioni, stanno traendo beneficio dal portato positivo della ripresa del commercio mondiale.

Nel medio termine, tuttavia, ci si attende che tale dinamica positiva rallenti con l'affievolirsi delle spinte cicliche. L'output gap si è già annullato in molte economie avanzate, e si prevede che la capacità inutilizzata subirà un calo nelle economie emergenti nei prossimi trimestri. Inoltre, anche il sostegno fornito dalle politiche diminuirà gradualmente. Negli Stati Uniti la spinta impressa alla crescita dalle misure di stimolo fiscale dovrebbe raggiungere il suo massimo nel 2019, mentre ci si attende che in Giappone gli effetti dello stimolo fiscale vengano meno già da quest'anno. Le prospettive a livello mondiale saranno inoltre influenzate dalla transizione della Cina verso un percorso di crescita più contenuta, che dipenderà in misura minore dagli stimoli di carattere creditizio e fiscale. Nel medio termine il ritmo di espansione a livello mondiale si collocherà su livelli inferiori rispetto a quelli pre-crisi.

Quanto agli andamenti nei vari paesi, per quest'anno si prevede una ripresa dell'attività negli Stati Uniti. La domanda interna dovrebbe trarre sostegno dalle pressioni al rialzo sulla crescita salariale dovute alle condizioni tese sul mercato del lavoro, dal protratto aumento degli investimenti e dalle condizioni finanziarie ancora favorevoli. Inoltre, ci si attende che i cambiamenti nella politica di bilancio, fra cui la riforma fiscale e l'accordo biennale sul bilancio di previsione, diano slancio alle prospettive di crescita.

Nel Regno Unito le prospettive economiche rimangono relativamente contenute, nel contesto di generale incertezza dato dal processo di uscita

¹ Cfr. il riquadro [Le implicazioni internazionali dei bassi prezzi del petrolio](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

dall'Unione europea. Ci si aspetta che, dopo i deboli risultati del primo trimestre del 2018, la crescita del PIL in termini reali torni a evidenziare una modesta ripresa. La prospettiva è quindi quella di una crescita moderata, con i consumi privati che ricevono sostegno in qualche misura dal previsto calo dell'inflazione e dalla ripresa della crescita dei salari.

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

Dopo i deboli risultati del primo trimestre, nel breve termine si prevede una ripresa dell'attività, che beneficia dell'orientamento accomodante della politica monetaria. In un orizzonte di più lungo termine ci si attende che la crescita rallenti, a fronte del sostegno fiscale che verrà meno e della capacità produttiva inutilizzata che diminuirà. In un contesto di condizioni più tese nel mercato del lavoro, i salari stanno crescendo moderatamente e ciò dovrebbe fornire sostegno alla spesa delle famiglie e contribuire a un lieve aumento dell'inflazione.

Si prevede che l'attività economica nei paesi dell'Europa centrale e orientale rimanga solida.

La crescita del PIL sarà sospinta dai sostanziosi investimenti collegati all'impiego dei fondi europei. Inoltre, si prevede che la solida spesa per consumi venga rafforzata dai miglioramenti nel mercato del lavoro.

Secondo le proiezioni, in Cina l'attività dovrebbe subire un moderato

rallentamento. In tempi recenti il prodotto è stato sospinto dai consistenti consumi, dal sostegno pubblico e dalla forte espansione delle esportazioni, che hanno compensato gli effetti del lieve rallentamento dell'attività del mercato degli immobili residenziali in presenza di una decelerazione dell'espansione del credito e di condizioni finanziarie più tese. In un orizzonte di più lungo termine si prevede che il ritmo dell'espansione rallenti gradualmente, in linea con la risoluzione della classe dirigente cinese ad accettare un ritmo di crescita più contenuto nell'ottica di ridurre i rischi e far fronte agli squilibri nell'economia.

L'attività economica si sta gradualmente rafforzando nei grandi paesi esportatori di materie prime.

In Russia, nonostante la flessione del ritmo della crescita registrata nella seconda metà del 2017, le prospettive sono sostenute dai corsi petroliferi in crescita, dall'inflazione in calo e dal miglioramento della fiducia di imprese e consumatori. Nel medio termine ci si aspetta che l'attività economica cresca moderatamente, a fronte di vincoli di natura fiscale che gravano sul contesto in cui operano le imprese. In Brasile i miglioramenti nel mercato del lavoro e il perdurare di condizioni monetarie accomodanti dovrebbero fornire sostegno ai consumi, in presenza di moderate spinte inflazionistiche. Anche la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime e delle ragioni di scambio dovrebbe fornire sostegno all'attività nell'orizzonte di previsione. Nel contempo, ci si attende che sulla domanda gravino l'incertezza politica e l'inversione delle pregresse condizioni finanziarie esterne favorevoli.

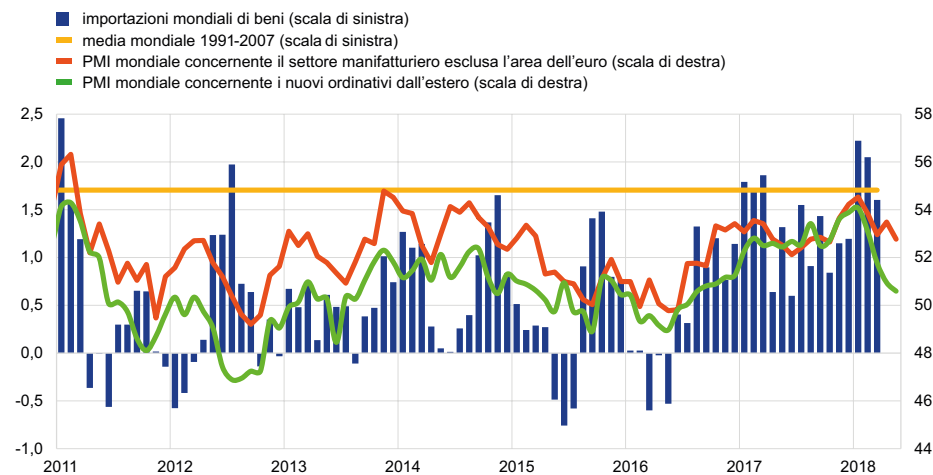
Gli indicatori recenti segnalano un lieve indebolimento dello slancio del commercio mondiale nel breve termine.

Secondo il CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, la crescita delle importazioni di beni è scesa all'1,6 per cento a marzo, dopo un forte aumento registrato a gennaio e a febbraio (su base trimestrale rispetto al periodo precedente). Altri indicatori segnalano anche una contrazione nel commercio mondiale nei primissimi mesi del 2018 (cfr. grafico 2).

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 maggio 2018 (PMI mondiale concernente il settore manifatturiero e PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero) e a marzo 2018 (interscambio).

In un orizzonte di più lungo termine si prevede che le importazioni mondiali diminuiscano gradualmente, in linea con l'atteso rallentamento ciclico dell'attività a livello internazionale. Il commercio mondiale in passato ha mostrato una notevole prociclicità. I recenti risultati sull'interscambio sono coerenti con questo quadro: in concomitanza con la ripresa dell'attività mondiale registrata nel 2015 e 2016, il commercio mondiale ha recuperato, crescendo addirittura più rapidamente del prodotto mondiale. In prospettiva, con il rallentamento dell'espansione a livello mondiale si prevede che anche la crescita del commercio internazionale subisca una decelerazione. Le previsioni 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 meno, dopo la crisi finanziaria, di quei fattori strutturali di più lungo periodo che in precedenza avevano trainato la rapida espansione del commercio mondiale (quali la liberalizzazione degli scambi, l'abbassamento dei dazi e dei costi di trasporto e l'espansione delle catene globali del valore). I rischi, tuttavia, sono aumentati. In particolare, le prospettive per il commercio dipenderanno dall'evoluzione dei dibattiti sulle tariffe commerciali.

Nel complesso la crescita mondiale dovrebbe restare sostanzialmente stabile nell'orizzonte temporale di proiezione. Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2018 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,8 per cento nel 2017 al 4,0 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 previsto per le economie avanzate e quello strutturale atteso per la Cina, controbilanciato in parte da un contenuto incremento del dinamismo nelle economie emergenti. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe

aumentare del 5,2 per cento nel 2018, del 4,3 nel 2019 e del 3,7 nel 2020. Rispetto alle proiezioni di marzo 2018, l'aumento del PIL mondiale è stato corretto al ribasso per il 2018 e per il 2019, di riflesso a una crescita sul breve termine più debole del previsto. L'incremento della domanda estera dell'area dell'euro è stato lievemente rivisto al rialzo nell'intero orizzonte temporale di proiezione, in ragione delle attese di una crescita a più elevata intensità di scambi in alcune economie dell'Europa centrale e orientale.

Nelle ultime settimane il quadro complessivo dei rischi per l'attività mondiale è peggiorato: sebbene giudicati bilanciati nel breve termine, nel medio termine i rischi appaiono orientati verso il basso. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'impatto sull'attività economica del pacchetto fiscale statunitense potrebbe rivelarsi maggiore del previsto. D'altro canto, si sono rinvigorite le prospettive sul breve termine di un più forte protezionismo in ambito commerciale, che potrebbe avere un impatto considerevole sull'attività economica e sul commercio a livello mondiale. Altri rischi al ribasso riguardano la possibilità di un ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie internazionali, le turbolenze connesse con il processo di riforma in Cina e le incertezze geopolitiche, in particolare quelle riconducibili ai rischi legati alla Brexit.

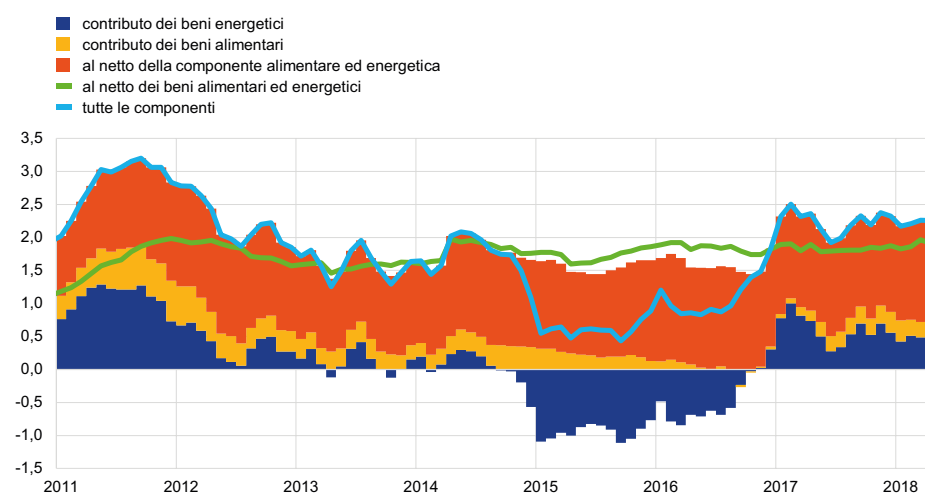
Andamenti dei prezzi a livello mondiale

Negli ultimi mesi l'inflazione al consumo su scala mondiale è rimasta sostanzialmente stabile. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione complessiva è salita al 2,3 per cento nel mese di aprile. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione negli stessi paesi è scesa di poco, portandosi all'1,9 per cento (cfr. grafico 3). Nel contempo, nonostante le condizioni più tese sul mercato del lavoro nelle economie avanzate, le pressioni salariali rimangono relativamente contenute.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonte: OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2018.

In prospettiva, nel breve termine l'inflazione mondiale dovrebbe aumentare.

Nel breve periodo si prevede che l'inflazione aumenti alla luce del deciso rincaro dei corsi petroliferi. Per il seguito, tuttavia, l'attuale curva dei contratti future sul greggio indica un calo dei prezzi del petrolio nell'orizzonte temporale di proiezione, evidenziando il contributo negativo apportato all'inflazione dai prezzi dei beni energetici. Ci si attende, tuttavia, che la lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale sostenga l'inflazione di fondo.

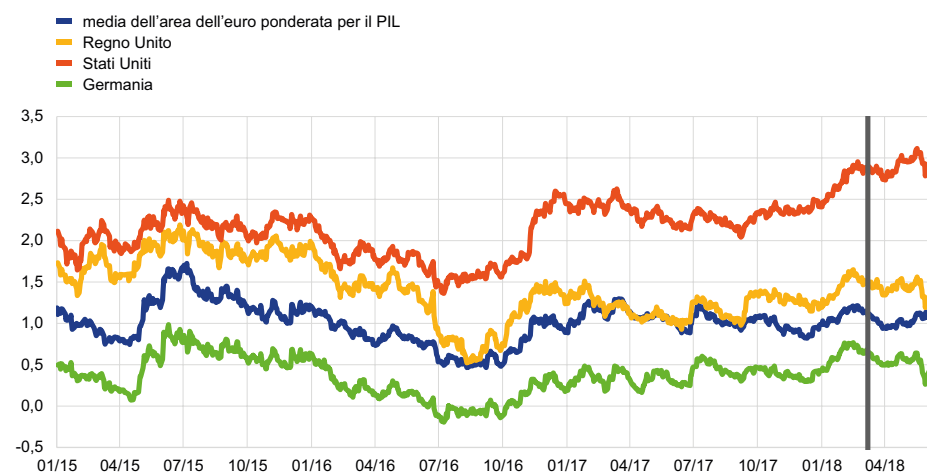
Dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo 2018, i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti. L'aumento delle misure delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dal mercato è stato bilanciato dal calo dei tassi reali. I differenziali sui titoli di Stato hanno mostrato un considerevole livello di volatilità dalla seconda metà di maggio, in un contesto caratterizzato da incertezza politica in Italia. Le fluttuazioni sui mercati dei titoli di Stato si sono propagate in parte ad altri segmenti di mercato e la volatilità sui mercati azionari è aumentata. Nell'area dell'euro i corsi azionari e obbligazionari delle società finanziarie si sono contratti, mentre l'impatto su altri segmenti di mercato è rimasto contenuto. Al contempo, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono salite, riflettendo le solide prospettive sugli utili societari. Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato in termini effettivi nominali.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (cfr. grafico 4). Durante il periodo in esame (dall'8 marzo al 13 giugno), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un incremento di 11 punti base, attestandosi al 13 giugno all'1,20 per cento. Anche negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono saliti di 11 punti base, collocandosi al 2,97 per cento e mantenendo su livelli storicamente elevati il differenziale con i corrispondenti rendimenti dell'area dell'euro.

Grafico 4

Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 marzo 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 13 giugno 2018.

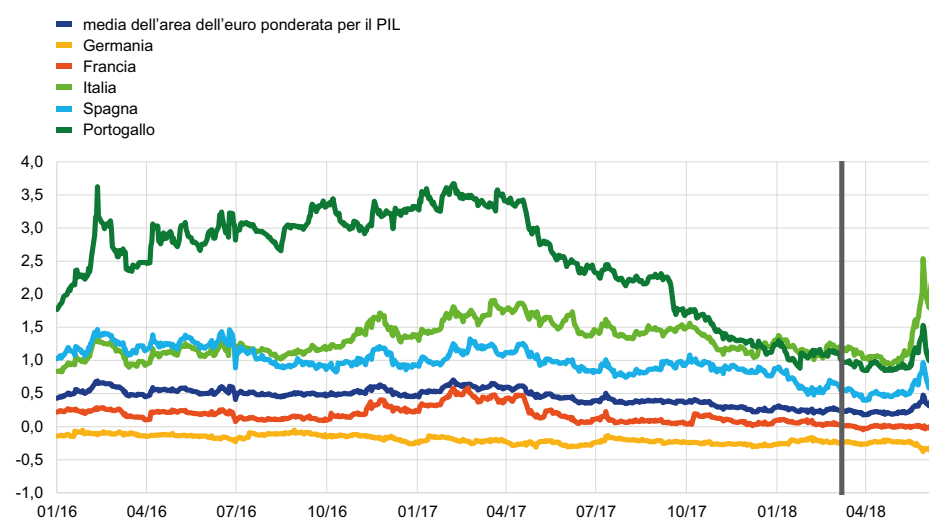
I differenziali dei titoli di Stato dell'area dell'euro ponderati per il PIL rispetto ai tassi OIS privi di rischio si sono mostrati volatili, aumentando complessivamente dagli inizi di marzo. Dopo aver evidenziato fluttuazioni relativamente moderate nella prima parte del periodo in esame, i differenziali dei titoli di Stato italiani sono considerevolmente aumentati dopo il 15 maggio,

quando i mercati hanno conosciuto i dettagli contenuti nella proposta di programma avanzata dal nuovo governo (cfr. grafico 5). Le condizioni dei mercati delle obbligazioni sovrane sono da allora rimaste volatili, con i differenziali dei titoli di Stato italiani ben al di sopra dei rispettivi livelli di aprile. Anche i mercati dei titoli di Stato di altri paesi dell'area dell'euro sono stati in varia misura coinvolti. Dall'8 marzo, nel complesso, la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali è cresciuta di 17 punti base, attestandosi a 40 punti base il 13 giugno.

Grafico 5

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

(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 (8 marzo 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 13 giugno 2018.

La curva a termine dell'Eonia (Euro overnight index average) si è spostata verso il basso nel periodo in esame. La curva permane al di sotto dello zero sugli orizzonti precedenti il 2020, riflettendo le aspettative di un prolungato periodo di tassi negativi da parte del mercato (cfr. grafico 6).

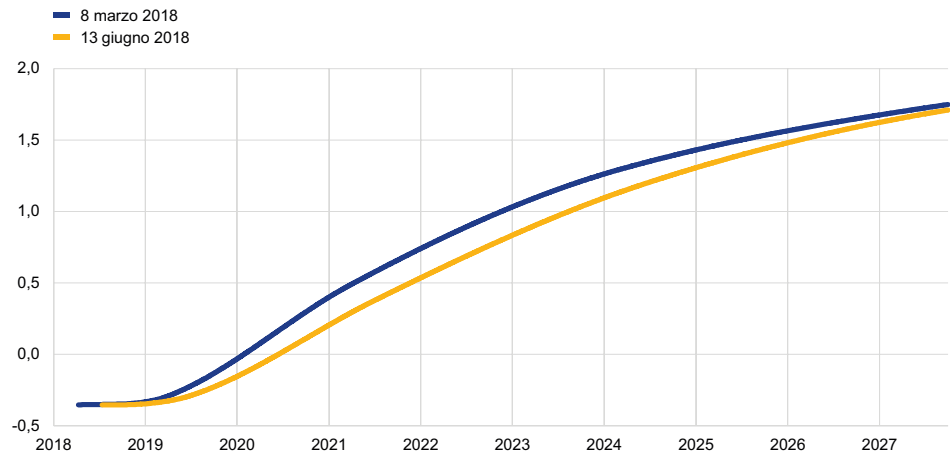
Durante il periodo in esame il tasso Eonia ha registrato un livello medio di -36 punti base. La liquidità in eccesso è lievemente aumentata, salendo di circa 17 miliardi di euro, fino a raggiungere quasi 1.903 miliardi di euro. Tale incremento è ascrivibile al proseguimento dell'acquisto di titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema. Le condizioni di liquidità sono illustrate in maggiore dettaglio nel riquadro 1.

Gli indici azionari per le SNF dell'area dell'euro sono aumentati nel periodo in esame; gli indici azionari delle società finanziarie, al contrario, hanno registrato un calo sostanziale, principalmente sulla scia delle recenti tensioni sui mercati del debito sovrano dell'area. La volatilità del mercato azionario dell'area dell'euro è cresciuta a marzo e di nuovo verso la fine di maggio, nel contesto delle fluttuazioni in atto sui mercati delle obbligazioni sovrane (cfr. grafico 7). Tale volatilità è rimasta

Grafico 6

Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



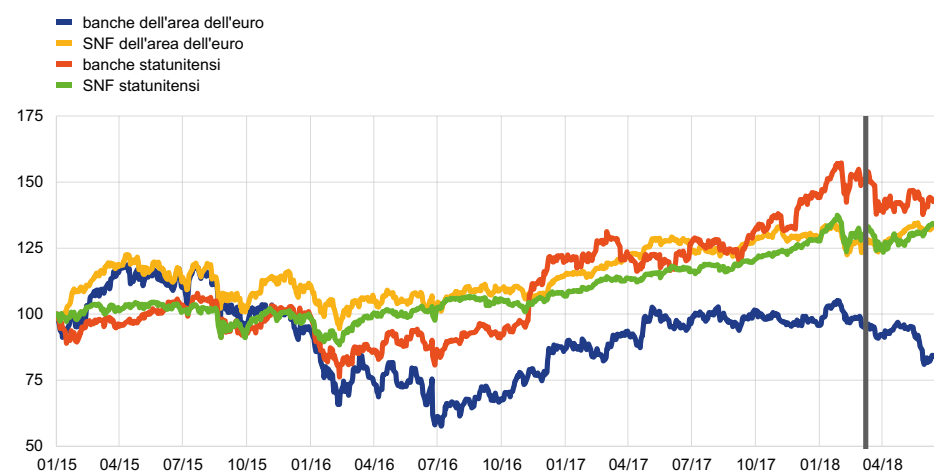
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

tuttavia al di sotto dei livelli osservati a febbraio, quando le percezioni del mercato relative all'aumento dell'inflazione hanno provocato una correzione. Nel periodo in esame, i corsi azionari delle SNF dell'area dell'euro sono saliti di circa il 2 per cento. Le solide prospettive sugli utili societari, nel complesso, continuano a sostenere i corsi azionari, riflettendo il favorevole contesto macroeconomico dell'area. Le quotazioni delle società finanziarie hanno subito l'influenza delle tensioni sui mercati del debito sovrano, registrando una riduzione di circa il 12 per cento nel periodo in esame. In tale contesto, i corsi azionari delle SNF negli Stati Uniti sono saliti dell'1 per cento circa, mentre quelli delle società finanziarie hanno evidenziato un calo del 5 per cento.

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 (8 marzo 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 13 giugno 2018.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle SNF hanno risentito in misura minore delle recenti tensioni sui mercati dei titoli di Stato.

Dalla fine di aprile, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di qualità più elevata (investment grade) rispetto al tasso privo di rischio è aumentato di 23 punti base, attestandosi a 58 punti base alla fine del periodo (cfr. grafico 8). I rendimenti sul debito del settore finanziario sono cresciuti in misura lievemente superiore, traducendosi in un ampliamento del differenziale pari a circa 32 punti base. Tuttavia, i differenziali delle obbligazioni societarie restano significativamente inferiori ai livelli osservati a marzo 2016, prima dell'annuncio e del successivo lancio del programma di acquisto di titoli del settore societario.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.

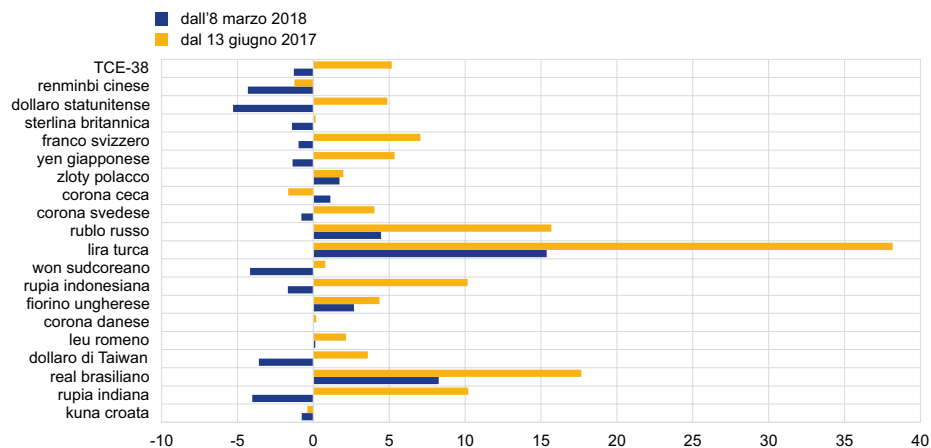
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 marzo 2018). L'ultima osservazione si riferisce al 13 giugno 2018.

Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è lievemente indebolito su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 9). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro si è deprezzato dell'1,3 per cento. Tale andamento riflette in larga misura un indebolimento dell'euro rispetto alle altre divise principali, in particolare il dollaro statunitense (-5,3 per cento) e il renminbi cinese (-4,3 per cento), e ha in parte riassorbito l'apprezzamento della moneta unica osservato da giugno 2017. L'euro si è inoltre deprezzato nei confronti della sterlina britannica (-1,4 per cento), dello yen giapponese (-1,4 per cento) e del franco svizzero (-1,0 per cento). Il deprezzamento rispetto alle valute dei maggiori partner commerciali dell'area è stato compensato solo in parte dal marcato rafforzamento dell'euro nei confronti delle divise di alcuni mercati emergenti, in particolare della lira turca (15,4 per cento), del real brasiliano (8,3 per cento) e del rublo russo (4,5 per cento), e dal rafforzamento più moderato rispetto alle valute di alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate utilizzando i tassi di cambio vigenti il 13 giugno 2018.

Nonostante i dati e gli indicatori recenti siano stati più deboli delle attese, l'espansione economica dell'area dell'euro resta solida e generalizzata nei diversi paesi e settori dopo un periodo di tassi di crescita ben al di sopra della crescita potenziale. L'incremento del PIL dell'area in termini reali è sostenuto in prevalenza dall'aumento dei consumi privati e degli investimenti. I risultati delle ultime indagini e i dati più recenti segnalano una dinamica espansiva più moderata ma ancora solida nel breve periodo. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,1 per cento nel 2018, all'1,9 nel 2019 e all'1,7 nel 2020. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso per il 2018, mentre restano invariate per il 2019 e il 2020.

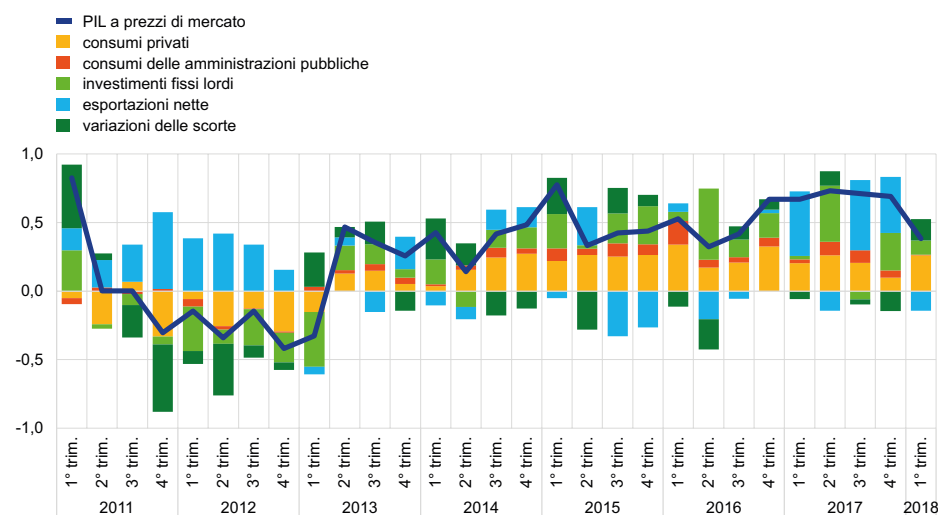
Nel primo trimestre del 2018 la crescita è rallentata, restando tuttavia solida e generalizzata nei diversi paesi dell'area dell'euro.

Nel primo trimestre dell'anno il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2017 (cfr. grafico 10). Il rallentamento della crescita osservato all'inizio dell'anno sembra essere stato determinato da fattori temporanei, così come da fattori ciclici più duraturi (cfr. riquadro 2). Nel primo trimestre del 2018 la domanda interna (in particolare, la spesa per i consumi privati e gli investimenti fissi) ha continuato a rappresentare il principale sostegno all'espansione. La variazione delle scorte ha fornito un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali, mentre dall'interscambio netto è provenuto un apporto negativo. Per quanto concerne la produzione, l'attività economica è stata principalmente sostenuta dalla robusta crescita nei settori dei servizi e delle costruzioni; il valore aggiunto nel settore industriale (escluse le costruzioni), invece, ha subito una lieve contrazione.

Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018.

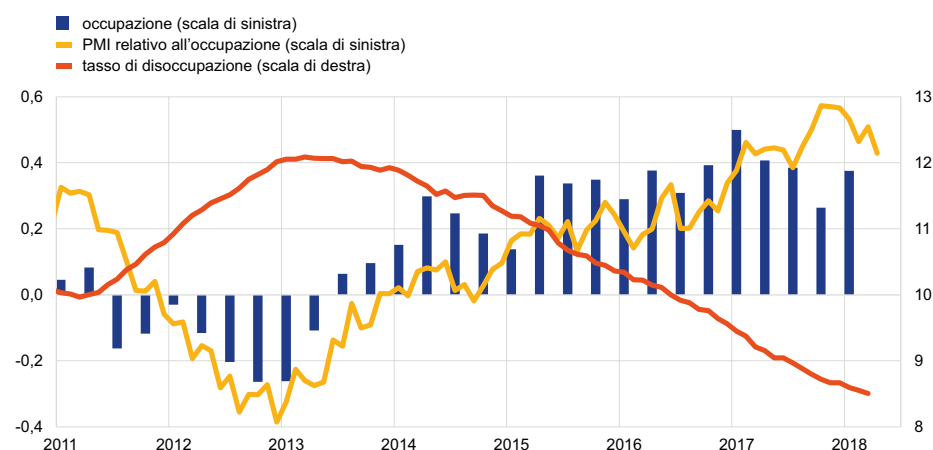
La crescita dell'occupazione è rimasta robusta nel primo trimestre dell'anno.

Nel primo trimestre del 2018 la crescita dell'occupazione ha registrato un ulteriore incremento, aumentando dello 0,4 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 11) e si colloca a un livello dell'1,9 per cento superiore al massimo pre-crisi osservato nel primo trimestre del 2008. L'occupazione è cresciuta nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e l'aumento è stato generalizzato nei diversi settori. Tenuto conto dell'incremento più recente, l'espansione cumulata dell'occupazione nell'area a partire dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2013 è pari a 8,4 milioni. Alla forte crescita occupazionale registrata durante la ripresa si è accompagnata la sostanziale stabilità delle ore medie lavorate per addetto, che riflette principalmente l'impatto di svariati fattori strutturali (ad esempio, la consistente quota di lavoratori a tempo parziale sul totale degli occupati e altri effetti di composizione).

Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018 per l'occupazione, a maggio 2018 per il PMI e ad aprile 2018 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo segnalano il perdurare del vigore del mercato del lavoro nel secondo trimestre del 2018.

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro ha continuato a scendere, collocandosi all'8,5 per cento ad aprile, pari al livello più basso da dicembre 2008. Il calo è stato generalizzato tra le diverse fasce di età, tra i generi e rispetto alla durata dei periodi di disoccupazione. Gli indicatori delle indagini sono scesi lievemente rispetto ai precedenti livelli molto elevati, continuando tuttavia a segnalare il proseguire della crescita occupazionale nel secondo trimestre del 2018. In tale contesto, si è registrato un aumento dei segnali di carenza di manodopera in alcuni paesi e settori.

Gli andamenti dei consumi privati continuano a essere trainati dalla ripresa del mercato del lavoro e dalla maggiore solidità dei bilanci delle famiglie.

Nel primo trimestre del 2018 i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo aver segnato un incremento lievemente più debole nell'ultimo trimestre del 2017. I recenti andamenti del commercio al dettaglio e delle

immatricolazioni di nuove autovetture prefigurano rischi al ribasso. In una prospettiva di più lungo termine, tuttavia, l'aumento dei redditi da lavoro sta sostenendo la solida dinamica di fondo della spesa per consumi, che si riflette inoltre negli elevati livelli di fiducia dei consumatori. Un importante fattore alla base della costante crescita dei consumi, inoltre, resta il rafforzamento dei bilanci delle famiglie, in quanto il merito di credito di queste ultime è una importante determinante del loro accesso ai prestiti.

La ripresa in atto dei mercati residenziali dovrebbe continuare a trainare la crescita. Nel primo trimestre del 2018 gli investimenti in edilizia residenziale sono cresciuti dell'1,2 per cento, riflettendo il prolungarsi della ripresa in molti paesi dell'area dell'euro e nell'area nel suo insieme. I recenti indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini segnalano una dinamica positiva ma in rallentamento. In marzo la produzione nel segmento delle costruzioni ha registrato il terzo calo consecutivo, diminuendo dello 0,3 per cento sul mese precedente. Per contro, a maggio gli indici compositi dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il prodotto nel settore delle costruzioni sono saliti, estendendo a un anno e mezzo l'attuale periodo di espansione; un andamento analogo è stato osservato per l'indice PMI relativo al prodotto nel settore degli immobili residenziali. Sempre in maggio è cresciuto anche l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nell'edilizia. Sia gli indici PMI che l'indicatore sul clima di fiducia restano nettamente al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

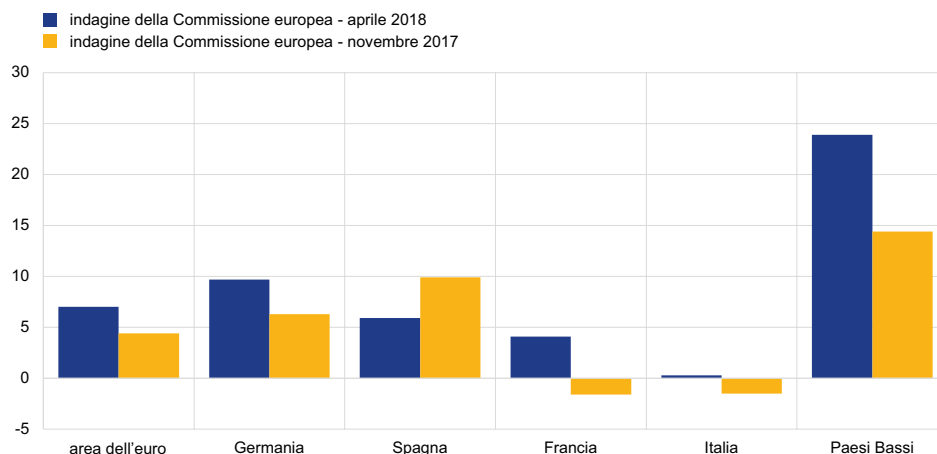
Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a espandersi, sostenuti dalle prospettive favorevoli degli utili, dalla solidità della domanda e dalle condizioni di finanziamento accomodanti. I conti settoriali dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2017 indicano che i margini operativi (misurati dal rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto) sono rimasti sostenuti. Nell'area dell'euro, inoltre, le aspettative sugli utili delle società quotate permangono su livelli elevati. Il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva, l'incremento degli ordini nel settore dei beni di investimento, l'ampia fiducia e la forte domanda segnalano, complessivamente, il proseguire dello slancio degli investimenti. Le informazioni più recenti ricavate dall'indagine sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea lo scorso aprile prefigurano un sensibile aumento degli investimenti in termini reali nel settore manifatturiero dell'area dell'euro, pari al 7,0 per cento nel 2018, in rialzo rispetto alla precedente edizione dall'indagine condotta a novembre 2017. Nel 2018 gli investimenti dovrebbero crescere nei maggiori paesi dell'area dell'euro e nell'area nel suo insieme (cfr. grafico 12).

Nel primo trimestre del 2018 la crescita delle esportazioni si è indebolita. Dopo un'espansione sostenuta nella seconda metà del 2017, le esportazioni in termini reali dell'area dell'euro sono scese dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2018. L'indebolimento è stato dovuto soprattutto alle esportazioni di beni, diminuite dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Il calo delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area registratosi a febbraio e a marzo ha interessato un gran numero di paesi di destinazione. Gli indicatori delle indagini sui nuovi ordinativi nel settore manifatturiero provenienti dall'area dell'euro e dal resto del mondo confermano, per il secondo trimestre, un andamento delle esportazioni più moderato.

Grafico 12

Piani di investimento in termini reali delle imprese industriali nel 2018

(volumi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: indagine sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea.

I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali sono più deboli, ma restano in linea con il proseguire di un'espansione solida e generalizzata dell'attività economica. Ad aprile la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita. Il calo è stato pressoché generalizzato nei diversi settori e nei più grandi paesi dell'area dell'euro. L'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea e l'indice PMI sono diminuiti per tutto il primo trimestre e hanno continuato a ridursi, sebbene a un ritmo lievemente più contenuto, ad aprile e a maggio. Entrambi gli indicatori restano al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

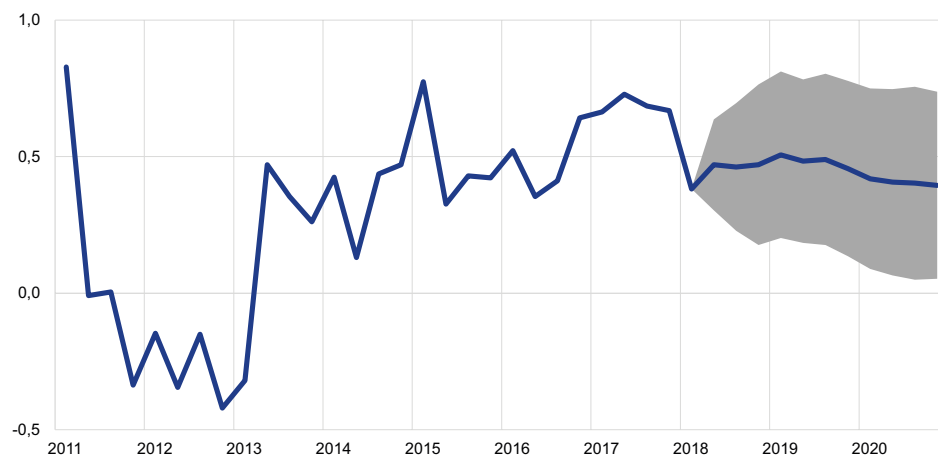
La solida e generalizzata espansione economica in atto dovrebbe proseguire. Le misure di politica monetaria della BCE, che hanno agevolato il processo di riduzione della leva finanziaria, continuano a sorreggere la domanda interna. I consumi privati sono sostenuti dal perdurante aumento dell'occupazione, a sua volta in parte riconducibile alle passate riforme del mercato del lavoro, e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti delle imprese beneficiano delle condizioni di finanziamento favorevoli, dell'aumento della redditività e della solidità della domanda. Gli investimenti nell'edilizia residenziale restano robusti. In aggiunta, l'incremento generalizzato della domanda mondiale dovrebbe proseguire e quindi sospingere le esportazioni dell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di crescita nell'area restano sostanzialmente bilanciati. Hanno tuttavia acquistato maggiore rilevanza le incertezze connesse a fattori di carattere globale, tra i quali la minaccia di un crescente protezionismo. Il rischio del perdurare di un'accentuata volatilità sui mercati finanziari richiede, inoltre, un attento monitoraggio.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2018 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali del 2,1 per cento nel 2018, dell'1,9 nel 2019 e dell'1,7 nel 2020 (cfr. grafico 13). Rispetto all'esercizio condotto a marzo dagli esperti della BCE, le proiezioni concernenti l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso per il 2018 e restano invariate per il 2019 e il 2020.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 14 giugno 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, in maggio 2018 l'inflazione sui dodici mesi dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è salita all'1,9 per cento, in rialzo rispetto all'1,2 per cento in aprile. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che nella parte restante dell'anno l'inflazione complessiva si collochi intorno al livello attuale. Le misure dell'inflazione di fondo, pur rimanendo contenute, sono cresciute rispetto ai minimi storici raggiunti precedentemente. Le pressioni interne dal lato dei costi si stanno rafforzando in un contesto caratterizzato da elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva, dal rafforzamento del mercato del lavoro e dall'aumento dei salari. L'incertezza in merito alle prospettive di inflazione sta diminuendo. In prospettiva, l'inflazione di fondo dovrebbe crescere verso la fine dell'anno e successivamente aumentare gradualmente nel medio periodo, sostenuta 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 ampiamente anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7 per cento nel 2018, nel 2019 e nel 2020 e un tasso di inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari pari, rispettivamente, all'1,1, all'1,6 e all'1,9 per cento.

L'inflazione complessiva è cresciuta in misura significativa in maggio.

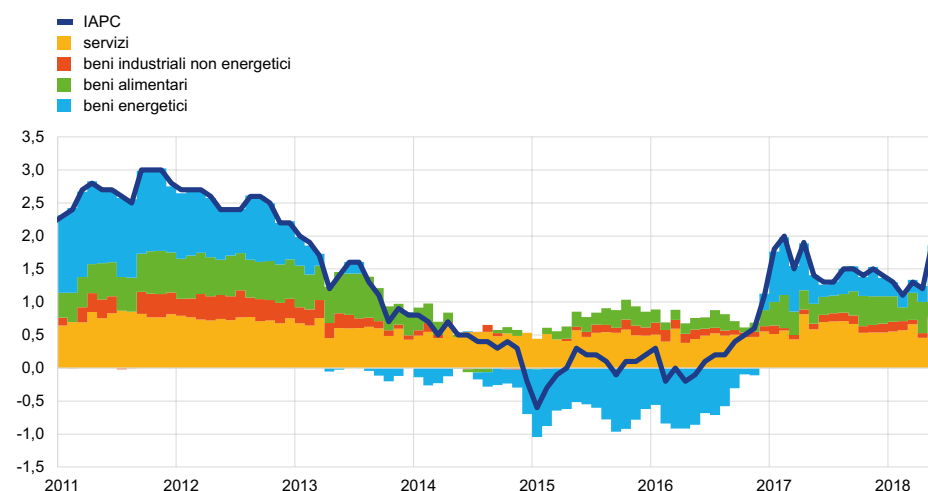
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro ha registrato un forte aumento, salendo all'1,9 per cento in maggio 2018, il livello più alto registrato da aprile 2017 (cfr. grafico 14), dall'1,2 del mese precedente. L'aumento di maggio riflette il maggior contributo apportato dalla dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari e, soprattutto, dei beni energetici. La crescita dell'inflazione dei beni energetici riflette sia un forte aumento congiunturale dei prezzi dell'energia, riconducibile a quotazioni petrolifere più alte, sia un effetto base al rialzo.

Le misure dell'inflazione di fondo sono in generale rimaste contenute ma sono aumentate rispetto ai minimi storici precedenti. Dopo aver registrato l'1,0 per cento per tre mesi consecutivi, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari è scesa allo 0,7 per cento in aprile ma, secondo le stime preliminari, successivamente è tornata all'1,1 per cento in maggio (cfr. grafico 15). Questo andamento riflette soprattutto la volatilità riconducibile alla diversa cadenza delle festività pasquali. In aprile, l'ultimo mese per il quale era disponibile tale scomposizione, si è mantenuto un andamento relativamente stabile dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari e delle voci connesse ai viaggi e all'abbigliamento, due componenti, queste ultime, che tendono a risentire degli effetti di calendario e della tempistica dei saldi. Complessivamente, al di là della volatilità registrata negli ultimi mesi, le misure dell'inflazione di fondo sono in generale rimaste stabili, ma sono cresciute rispetto ai livelli minimi raggiunti nel 2016.

Grafico 14

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

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



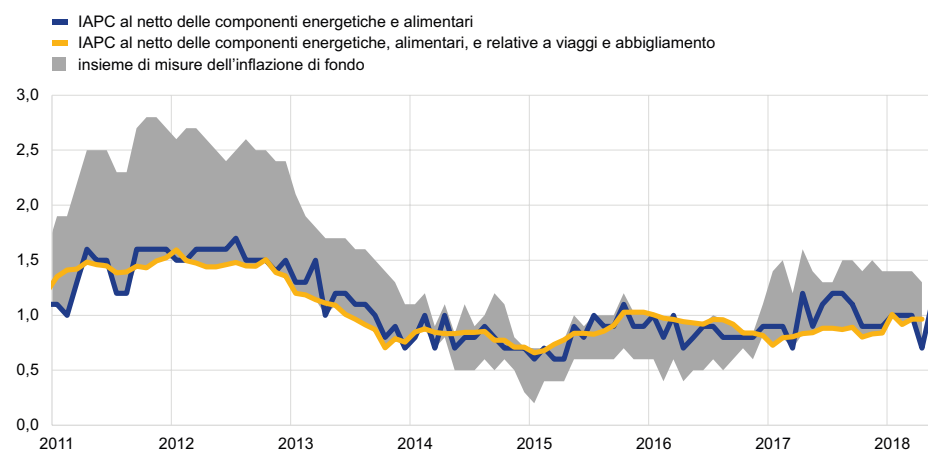
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Grafico 15

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: lo IAPC al netto delle componenti energetiche; lo IAPC al netto delle componenti energetiche e degli alimentari non trasformati; lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari; lo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana ponderata dello IAPC. Le osservazioni più recenti si riferiscono a maggio 2018 (IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari; stima rapida) e ad aprile 2018 (tutte le altre misure).

Il rafforzamento delle pressioni dei costi interni compensa in larga misura la crescente pressione al ribasso esercitata dal passato apprezzamento del tasso di cambio sull'inflazione dei beni non energetici. L'effetto di tale apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro è evidente nel calo dell'inflazione all'importazione¹.

¹ Per ulteriori dettagli, si veda il riquadro *Monitoraggio della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione* in questo numero del Bollettino.

Tuttavia, in aprile i prezzi dei beni di consumo non alimentari importati dall'esterno dell'area dell'euro sono diminuiti in misura solo lievemente maggiore portandosi a -2,0 per cento su base annua (dopo il -1,9 per cento in marzo). L'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni intermedi, che segnala spinte inflative a monte lungo la filiera produttiva, è leggermente migliorata, attestandosi a -0,8 per cento in aprile, dopo il -1,5 per cento di marzo. La variazione dei prezzi alla produzione per il mercato interno dei beni non alimentari destinati al consumo ha continuato a evidenziare, a differenza della variazione nei prezzi all'importazione, una buona tenuta alle pressioni al ribasso derivanti dal precedente apprezzamento del tasso di cambio, probabilmente per effetto delle crescenti pressioni dei costi interni e della facoltà di determinare i prezzi in un contesto caratterizzato da una crescita economica vigorosa. L'inflazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi per i beni di consumo non alimentari è rimasta stabile allo 0,5 per cento tra febbraio e aprile, in rialzo rispetto al tasso dello 0,2 per cento circa della seconda metà del 2017. Per i prezzi al consumo, l'inflazione dei beni industriali non energetici misurata sullo IAPC è scesa allo 0,2 per cento in maggio, a partire dallo 0,3 per cento di aprile. Questo valore è risultato inferiore ai tassi osservati all'inizio dell'anno, ma questo andamento può essere parzialmente attribuito all'alta volatilità dei tassi di inflazione annuali per le componenti relative all'abbigliamento e alle calzature, in parte a seguito di variazioni nella cadenza dei saldi di fine stagione negli ultimi anni.

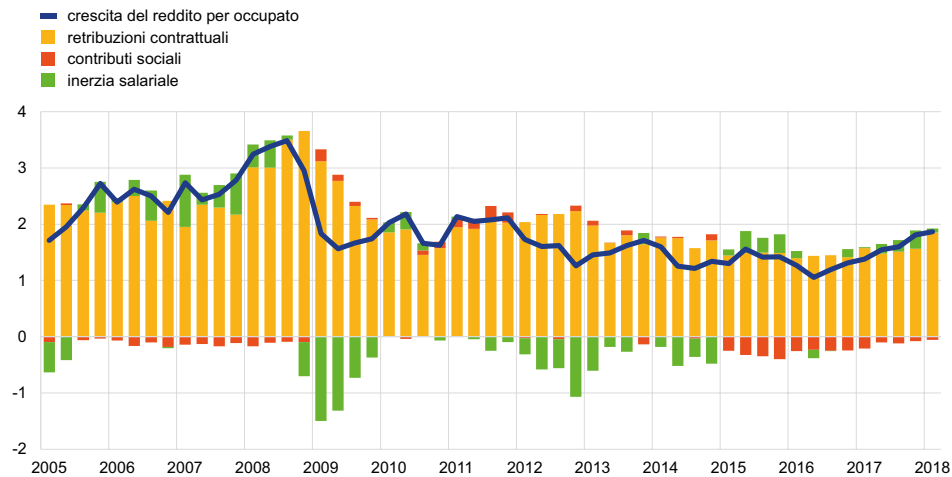
Gli andamenti recenti della dinamica salariale segnalano il protrarsi di una tendenza al rialzo e confermano il quadro di un graduale accumulo delle pressioni inflazionistiche interne. La crescita dei redditi per occupato sul periodo corrispondente si è attestata all'1,9 per cento nel primo trimestre del 2018, in rialzo rispetto all'1,8 del quarto trimestre 2017, e si colloca ora su livelli nettamente più elevati rispetto alla prima metà del 2016 (cfr. grafico 16). Tale incremento rispecchia l'aumento nella crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali (che nel primo trimestre del 2018 è stata dell'1,9 per cento, in rialzo rispetto all'1,6 per cento dell'ultimo trimestre del 2017); inoltre i recenti accordi salariali nei paesi dell'area dell'euro avvalorano le aspettative di un'ulteriore accelerazione della crescita salariale. Complessivamente, gli andamenti recenti della dinamica salariale fanno seguito ad un miglioramento della situazione sul mercato del lavoro, mentre altri fattori che influenzano la crescita salariale, quali la bassa inflazione passata e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi, cominciano a venire meno.

Sono rimaste sostanzialmente invariate sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati sia quelle basate sulle indagini. Il 12 giugno 2018 il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,74 per cento, sostanzialmente invariato rispetto a quello di fine aprile (cfr. grafico 17). Il profilo futuro delle misure di 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 il tasso medio di inflazione nei prossimi cinque anni, implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione, è trascurabile. Ciò suggerisce che i mercati attualmente giudicano molto basso il rischio di deflazione. In base all'indagine presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters) per il secondo trimestre del 2018, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono attestate all'1,9 per cento, rimanendo sostanzialmente stabili. Questo emerge anche dalle ultime indagini di Consensus Economics e di Euro Zone Barometer.

Grafico 16

Contributi delle componenti al reddito per occupato

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



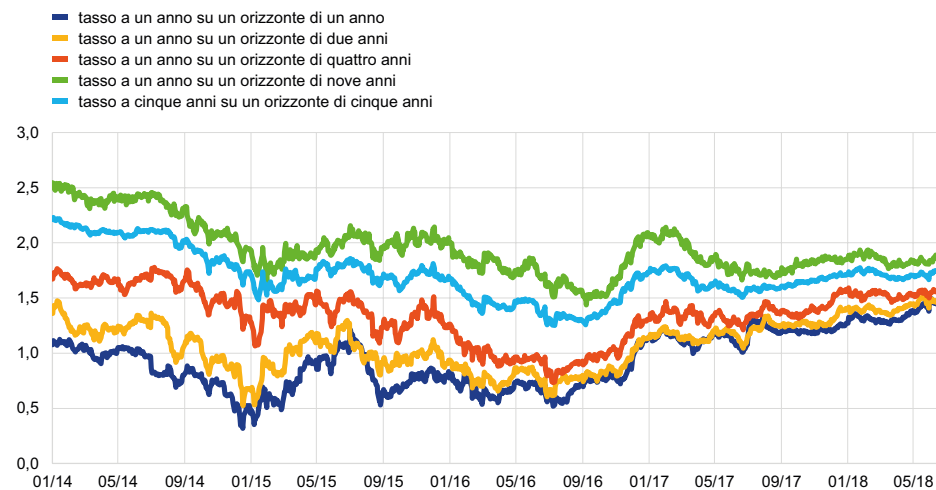
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018.

Grafico 17

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 12 giugno 2018.

Le proiezioni macroeconomiche di giugno 2018 formulate dagli esperti dell'Eurosistema indicano un tasso di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7 per cento in ciascuno degli anni dell'orizzonte temporale della proiezione (cfr. grafico 18)². Il profilo della proiezione nasconde due dinamiche opposte: un aumento graduale dello IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari, che dovrebbe passare dall'1,1 per cento del 2018 all'1,6 per cento

² Cfr. l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2018](#), pubblicato sul sito internet della BCE il 14 giugno 2018.

nel 2019 e all'1,9 per cento nel 2020, e un contributo più ridotto da parte della componente energetica, sulla base dell'ipotesi tecnica secondo cui i corsi petroliferi si evolveranno come previsto dalla curva dei contratti future per le quotazioni del greggio. L'aumento previsto nelle pressioni inflazionistiche sottostanti riflette in particolare, specie in alcuni paesi, il rafforzamento del mercato del lavoro e le concomitanti pressioni salariali. In un contesto caratterizzato da una crescita vigorosa, tali aumenti del costo del lavoro potrebbero venire trasmessi ai prezzi al consumo. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2018, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state corrette al rialzo di 0,3 punti percentuali nel 2018 e nel 2019, sulla base dell'aumento delle quotazioni petrolifere e di una lieve revisione al rialzo della crescita del reddito per occupato.

Grafico 18

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2018*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 14 giugno 2018.

Nota: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra risultati effettivi e precedenti proiezioni elaborate nel corso degli anni. Gli intervalli presentano un'ampiezza pari al doppio della media, in valore assoluto, di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile sul suo sito Internet.

A partire dal quarto trimestre del 2017, la crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita gradualmente nel contesto della riduzione degli acquisti mensili netti nell'ambito del programma di acquisto di attività. Al contempo, è proseguita la moderata espansione nella crescita dei prestiti al settore privato, sostenuta in misura significativa dalla trasmissione delle misure di politica monetaria adottate a partire da giugno 2014. Si stima che, nel primo trimestre del 2018, il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie (SNF) si sia lievemente ridotto.

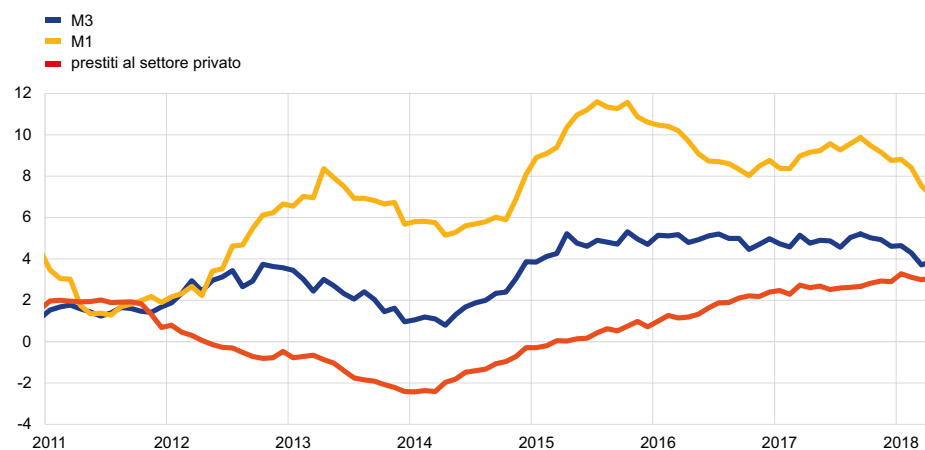
A partire dal quarto trimestre del 2017, la crescita di M3 è diminuita gradualmente nel contesto della riduzione degli acquisti mensili netti di attività.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 3,9 per cento ad aprile 2018, a fronte del 3,7 per cento di marzo e del 4,3 per cento di febbraio (cfr. grafico 19). A marzo e ad aprile, gli andamenti dell'aggregato monetario ampio sono stati influenzati anche da effetti base, che hanno portato a una certa volatilità nei tassi di crescita sui dodici mesi. La diminuzione degli acquisti netti di attività, da 80 a 60 miliardi di euro ad aprile 2017 e poi a 30 miliardi a gennaio 2018, ha portato un effetto positivo sull'espansione di M3 minore, poiché sia l'aumento dei depositi dei venditori (posto che essi appartengano al settore detentore di moneta) sia gli effetti di riequilibrio dei portafogli si sono tendenzialmente attenuati¹. Al contempo, la crescita dell'aggregato monetario continua a essere sostenuta dall'impatto delle misure di politica monetaria della BCE, da una solida crescita economica e dal basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi. Nonostante il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, comprensivo delle componenti più liquide di M3, si sia ridotto ulteriormente, fino al 7,0 per cento ad aprile dal 7,5 per cento di marzo, esso ha continuato a fornire un contributo significativo alla crescita dell'aggregato monetario ampio.

Grafico 19

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

¹ Cfr., ad esempio, l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

I depositi overnight hanno continuato a fornire il contributo più rilevante all'espansione di M3.

Nello specifico, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle SNF si è mantenuto robusto ad aprile (all'8,4 per cento per entrambi). Per contro, il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie, caratterizzato da un andamento più volatile, ha continuato a diminuire. La crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è rimasta contenuta, escludendo in tal modo segnali da parte del settore detentore di moneta di sostituzione dei depositi con circolante in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno continuato ad esercitare 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 negativo ad aprile. Tale andamento è principalmente determinato dal contributo negativo fornito dalle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari, che riflette la loro minor appetibilità attuale in termini di remunerazione.

Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 20).

Dal punto di vista delle contropartite, il contributo positivo all'espansione di M3 fornito dai titoli di debito pubblico detenuti dall'Eurosistema è diminuito ulteriormente (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 20), nel contesto di una riduzione degli acquisti mensili netti nell'ambito del programma di acquisto di attività. Tale riduzione è stata sostanzialmente compensata da un incremento nel contributo del credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 20), che include sia i prestiti delle IFM al settore privato sia le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì l'erogazione del credito attraverso 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. La crescita di M3 ha beneficiato della durevole contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) detenute da residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM, incluse assieme ad altre contropartite nell'area verde scuro degli istogrammi del grafico 20. Tale andamento è collegato alla sostituzione di parte della raccolta dovuta alle condizioni di finanziamento più favorevoli delle OMRLT e agli acquisti di obbligazioni garantite da parte dell'Eurosistema nell'ambito del terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite. 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. l'area verde chiaro degli istogrammi del grafico 20). Infine, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è stato sostanzialmente pari a zero, di riflesso alla minore quantità di cessioni di titoli di Stato da parte di soggetti non residenti nell'area dell'euro (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 20).

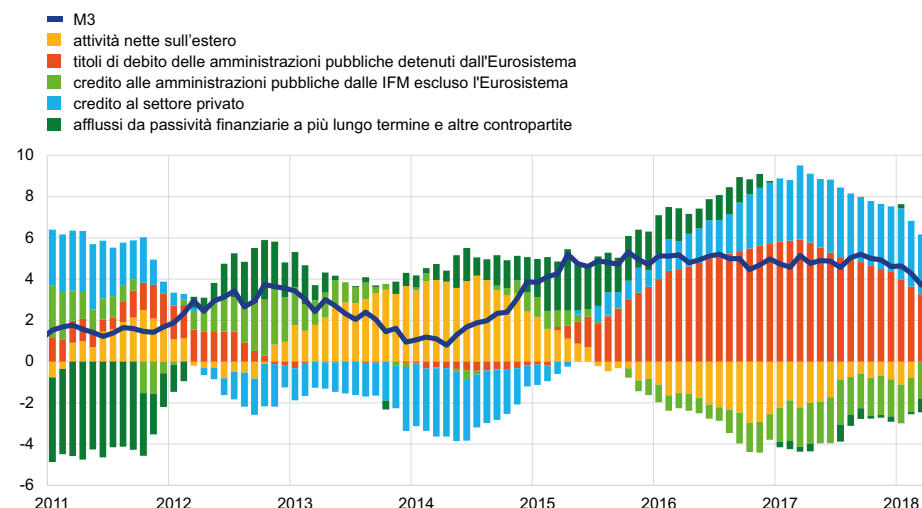
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è mantenuto su un sentiero di moderata espansione.

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) si è attestato al 3,1 per cento ad aprile, rispetto al 3,0 per cento di marzo (cfr. grafico 19). Per quanto riguarda i settori di attività economica, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle SNF si è mantenuto stabile al 3,3 per cento ad aprile, dopo una notevole ripresa dai bassi livelli registrati nel primo trimestre del

Grafico 20

M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; 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 istituzioni finanziarie monetarie 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. L'ultima rilevazione si riferisce ad aprile 2018.

2014 (cfr. grafico 21). L'aumento dei prestiti alle SNF, seppur moderato, è sostenuto da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da una robusta crescita degli investimenti delle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 2,9 per cento in aprile (cfr. grafico 22) ed è sostenuto da condizioni di finanziamento molto favorevoli, da miglioramenti nei mercati del lavoro, da un rafforzamento dei mercati degli immobili residenziali e dalla crescita sia degli investimenti nell'edilizia residenziale sia dei consumi privati. Al contempo, la crescita complessiva dei prestiti si è mantenuta eterogenea nei diversi paesi. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, del miglioramento della redditività e della riduzione dei crediti deteriorati, anche se in alcuni paesi questi ultimi permangono su livelli elevati e potrebbero continuare a influire sulle capacità di intermediazione delle banche².

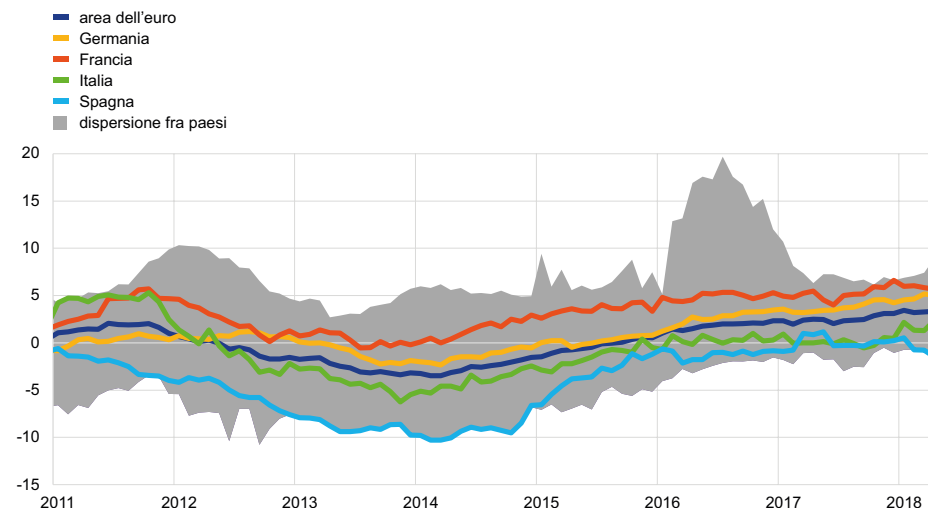
Le condizioni di finanziamento delle banche si sono mantenute prossime ai livelli storicamente bassi registrati a dicembre 2017. Il costo composito del finanziamento ottenuto tramite ricorso al debito delle banche dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato ad aprile, dopo una crescita nel primo trimestre del 2018 (cfr. grafico 23). Tale andamento è dovuto a un aumento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, mentre i costi bancari dei depositi sono rimasti sostanzialmente stabili. 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 e il rafforzamento dei bilanci bancari. Al tempo stesso, a maggio 2018 i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono divenuti più eterogenei tra i diversi paesi, in un contesto caratterizzato dall'incertezza politica che si è verificata in quel periodo in Italia (cfr. la sezione 2).

² Cfr. anche la sezione 3 del numero di maggio 2018 della *Financial Stability Review* della BCE.

Grafico 21

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



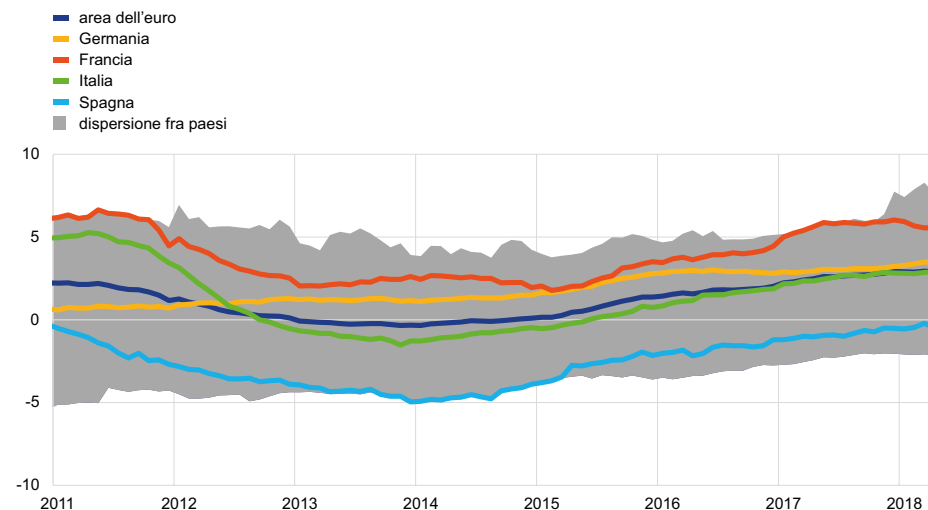
Fonte: BCE.

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 rilevazione si riferisce ad aprile 2018.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

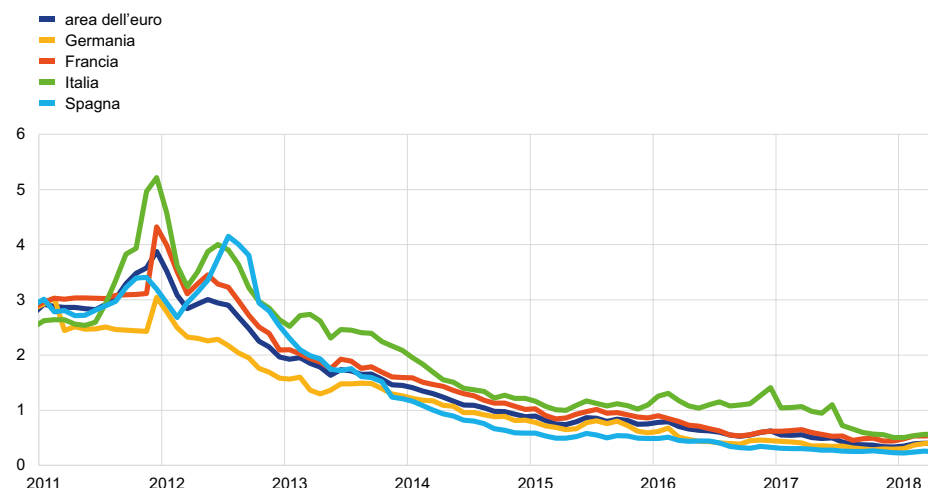
Note: dati corretti per cessioni e cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce ad aprile 2018.

I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie si sono mantenuti su un livello prossimo ai minimi storici. Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF (cfr. grafico 24) si è attestato all'1,70 per cento ad aprile, prossimo al minimo storico dell'1,67 per cento, registrato a gennaio 2018. I tassi compositi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. grafico 25) sono rimasti sostanzialmente invariati all'1,83 per cento, solo lievemente al di sopra del minimo storico dell'1,78

Grafico 23

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

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



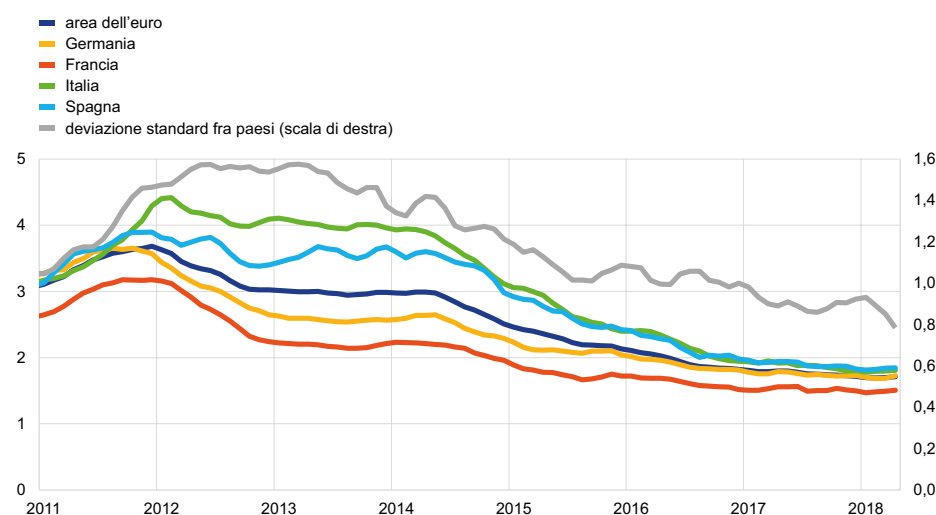
Fonti: Eurostat, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

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

Grafico 24

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



Fonte: BCE.

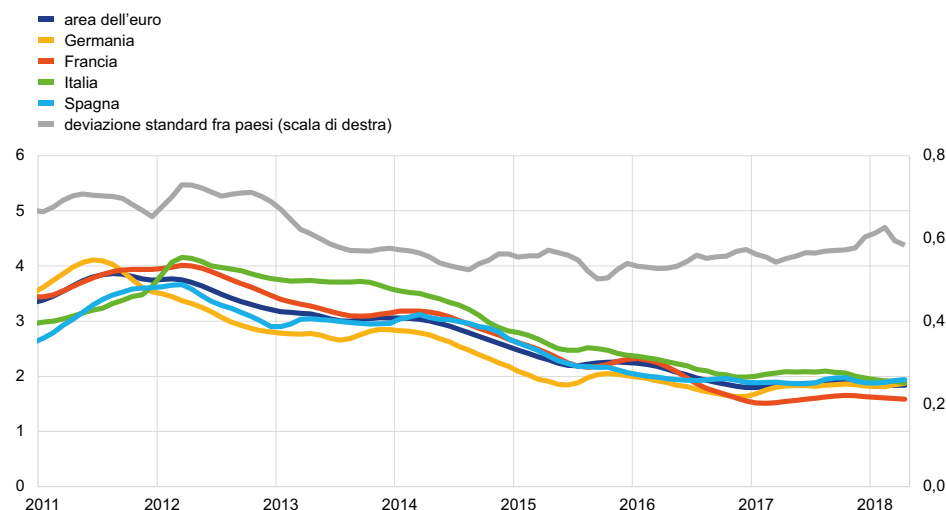
Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione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

per cento registrato a dicembre 2016. Nel complesso, dopo l'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito nel giugno del 2014, i tassi compositi sui prestiti bancari 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 compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra

Grafico 25

Indicatore composito del costo dei mutui alle famiglie 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 lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione si riferisce ad aprile 2018.

maggio 2014 e aprile 2018 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti, rispettivamente, di 123 e 108 punti base. La riduzione dei tassi sui prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi dell'area dell'euro maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria, il che ha portato a una più omogenea trasmissione della politica monetaria ai 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.

Si stima che il flusso annuo totale di finanziamenti esterni a favore delle SNF dell'area dell'euro si sia lievemente ridotto nel primo trimestre del 2018.

Ciò riflette un calo nell'emissione di titoli di debito e azioni quotate nel corso del 2017. Per contro, è migliorata la dinamica dei prestiti bancari, sostenuta tra l'altro dal perdurare dell'allentamento dei criteri di concessione dei prestiti e da una diminuzione del costo del credito bancario. In generale, la ripresa osservata dagli inizi del 2014 nei finanziamenti esterni per le SNF è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dalla trasmissione delle misure di politica monetaria adottate (che hanno in tal modo migliorato le condizioni di prestito) e dal fabbisogno finanziario legato al maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, i maggiori utili non distribuiti delle SNF hanno ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

Nel primo trimestre del 2018 l'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è aumentata in modo significativo. A gennaio l'emissione netta è stata

robusta, ma è diminuita a febbraio e marzo, nonostante abbia comunque registrato il volume più elevato a partire dal terzo trimestre del 2016. I dati di mercato di aprile e maggio indicano che l'attività di emissione si è mantenuta solida, ma a livelli inferiori rispetto a quelli registrati nel primo trimestre. Anche le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono aumentate in modo significativo nel primo trimestre 2018.

Il costo dei finanziamenti per le SNF è tornato ai livelli favorevoli registrati all'inizio dell'anno.

Ad aprile, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,5 per cento, in calo di circa 14 punti base da marzo. A maggio, si stima che il costo del finanziamento si sia mantenuto costante. Malgrado oggi il costo del finanziamento esterno si collochi circa 43 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 riguardo l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico.

Nell'ultima Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento, le PMI dell'area dell'euro hanno continuato a segnalare ulteriori miglioramenti nella disponibilità di fonti di finanziamento esterno. Tali miglioramenti sono stati principalmente attribuiti alla maggiore disponibilità delle banche a erogare credito.

Le PMI hanno segnalato che tutti i fattori macroeconomici e legati alle imprese presi in considerazione nell'indagine hanno avuto un impatto positivo sulla disponibilità di finanziamento esterno e non hanno riferito variazioni significative rispetto alla precedente indagine. Esse classificano inoltre l'accesso al finanziamento come la loro minore preoccupazione, sebbene permangano ancora differenze significative tra i paesi. La percentuale di PMI in difficoltà nell'area dell'euro si è mantenuta, dal 2015, su bassi livelli (4 per cento circa): sensibilmente al di sotto del livello registrato nel 2012 e negli anni immediatamente precedenti e successivi (15 per cento). Ciò è dovuto in parte alle accomodanti misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria attuate. Nel complesso, una quota lievemente inferiore di PMI ha riferito un aumento nel fatturato e una percentuale netta inferiore ha segnalato una crescita dei profitti nel contesto di un aumento dei costi del lavoro e di altri costi (per materie prime, energia e oneri per interessi).

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente lungo l'orizzonte previsivo (2018-2020), soprattutto come conseguenza delle favorevoli condizioni cicliche e della riduzione della spesa per interessi. Secondo le proiezioni, l'orientamento della politica di bilancio per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe essere lievemente espansivo nel 2018 e sostanzialmente neutro nel 2019-2020. Sebbene continui a scendere, il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro resterà ancora elevato. In particolare, i paesi con alti livelli di debito beneficerebbero di ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto fra debito pubblico e PIL su un percorso discendente.

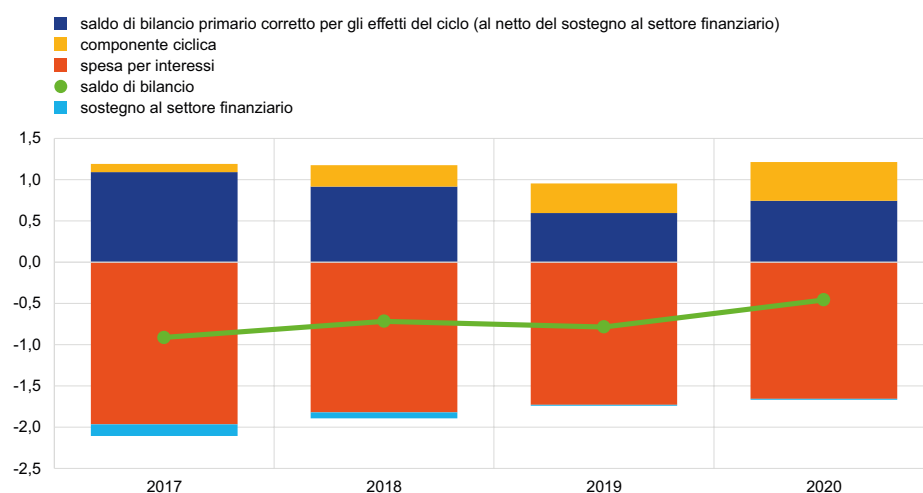
Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi lungo l'orizzonte previsivo (2018-2020).

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2018¹, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dallo 0,9 per cento nel 2017 allo 0,5 per cento nel 2020. Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici è ancora principalmente dovuto a sviluppi favorevoli del ciclo e alla diminuzione degli esborsi per interessi, mentre il saldo di bilancio primario corretto per il ciclo dovrebbe ridursi lievemente nel 2019 (cfr. grafico 26). Le prospettive per il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sono lievemente migliori rispetto alle proiezioni di marzo 2018.

Grafico 26

Saldo di bilancio e sue componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2018.

Nota: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in termini aggregati.

¹ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2018](#), BCE, 2018. Le proiezioni di finanza pubblica si basano sull'ipotesi di politiche invariate, pertanto comprendono solo misure che sono già state adottate o che sono prossime all'adozione da parte dei rispettivi parlamenti.

Le proiezioni indicano che l'orientamento della politica di bilancio dell'area dell'euro sarà lievemente espansivo nel 2018 e sostanzialmente neutro nel 2019-2020².

L'orientamento espansivo del 2018 è dovuto ad alcune contenute riduzioni dell'imposizione fiscale e al fatto che la crescita della spesa pubblica è stata più elevata di quella del PIL nominale tendenziale. La maggioranza dei paesi dell'area dell'euro ha adottato politiche espansive. Si prevede che nel 2019-2020 le riduzioni in parte consistenti della tassazione e dei contributi previdenziali saranno ampiamente compensate da una crescita più contenuta della spesa primaria strutturale, realizzata in particolare tramite una riduzione delle prestazioni sociali e dei redditi da lavoro dipendente. Per contro, si attende una ripresa degli investimenti pubblici che dovrebbe superare di poco la dinamica del PIL nominale tendenziale nel corso dell'orizzonte di proiezione.

Si prevede una continuazione del calo del rapporto fra debito e PIL dell'area dell'euro nel suo complesso.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2018, il rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe scendere dall'86,7 per cento del PIL nel 2017 all'80,4 per cento entro la fine del 2020. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta da un'evoluzione favorevole del differenziale fra tassi di interesse e crescita e degli avanzi primari (cfr. grafico 27). I raccordi disavanzo-debito dovrebbero tuttavia contribuire in una certa misura all'accumulo del debito. Rispetto all'esercizio di marzo 2018, si prevede che il calo del rapporto fra debito e PIL dell'area dell'euro sarà leggermente più contenuto, soprattutto per via di differenziali fra tassi di interesse e crescita meno favorevoli. Le prospettive per il debito dovrebbero migliorare nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro; in alcuni paesi, tuttavia, i livelli del debito continueranno a essere ben superiori al valore di riferimento pari al 60 per cento del PIL. Nel medio-lungo termine i costi connessi all'invecchiamento rappresenteranno una sfida per la sostenibilità delle finanze pubbliche, con ulteriori potenziali rischi al rialzo qualora fossero compiuti passi indietro rispetto alle riforme realizzate nel settore pensionistico, sanitario e dell'assistenza di lungo termine. Per una valutazione delle proiezioni contenute nel Rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione cfr. il riquadro 4 *Il Rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione: evoluzione demografica e sfide complesse per i bilanci pubblici*, in questo numero del Bollettino.

È necessario proseguire gli sforzi di risanamento delle finanze pubbliche nel pieno rispetto del Patto di stabilità e di crescita.

In particolare, per i paesi con alti livelli di debito sono indispensabili ulteriori sforzi di consolidamento per condurre stabilmente il rapporto fra debito pubblico e PIL su un percorso discendente, poiché il forte indebitamento li rende particolarmente vulnerabili in caso di futuri rallentamenti dell'attività economica o di nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari. Il 23 maggio la Commissione europea ha pubblicato le

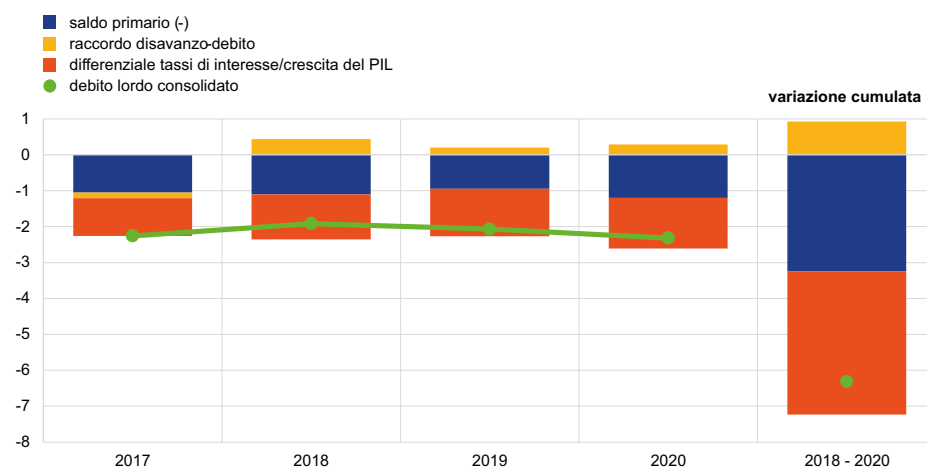
² L'orientamento della politica di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo primario strutturale, ossia del saldo primario corretto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

raccomandazioni specifiche per paese in materia di politica economica e di bilancio rivolte a tutti gli Stati membri dell'UE esclusa la Grecia. Per una valutazione di tali raccomandazioni cfr. il riquadro 5 *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018* in questo numero del Bollettino.

Grafico 27

Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2018.

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

Riquadri

1 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 31 gennaio al 2 maggio 2018

a cura di Riccardo Costantini

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2018, ossia, rispettivamente, dal 31 gennaio al 13 marzo 2018 e dal 14 marzo al 2 maggio 2018. Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale 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 rassegna, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore societario nell'ambito del proprio programma di acquisto di attività (PAA), per un importo medio programmato di 30 miliardi di euro al mese. Tali acquisti proseguiranno con lo stesso ritmo sino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà 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 1.362,6 miliardi di euro, in rialzo di 90,3 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al settimo e all'ottavo periodo di mantenimento del 2017). Il maggiore fabbisogno di liquidità è ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi che, cresciuti di 89,4 miliardi di euro, hanno raggiunto 1.238,5 miliardi nel periodo in esame, mentre le riserve obbligatorie minime sono cresciute di 0,9 miliardi di euro, raggiungendo così i 124,2 miliardi.

L'aumento dei fattori autonomi netti, che implica un assorbimento di liquidità, è stato determinato da un calo dei fattori di immissione e da un aumento di quelli di assorbimento della liquidità. Il calo dei fattori di immissione di liquidità è stato determinato, in particolare, dalle attività nette denominate in euro che sono diminuite in media di 38,9 miliardi di euro, fino ad arrivare a 212,8 miliardi. Ciò è derivato dall'aumento delle passività dell'Eurosistema verso i non residenti nell'area dell'euro, le quali nel periodo in esame sono aumentate in media di 33,4 miliardi di euro, fornendo un contributo negativo alla media delle attività nette

Tavola

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 31 gennaio al 2 maggio 2018		Dal 1° novembre 2017 al 30 gennaio 2018	Secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori autonomi di liquidità	2.080,1	(+44,3)	2.035,9	2.102,8	(+49,5)	2.053,2	(+12,5)
Banconote in circolazione	1.154,1	(+2,1)	1.151,9	1.159,0	(+10,9)	1.148,2	(-10,0)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	227,5	(+39,2)	188,3	247,5	(+44,0)	203,6	(+15,5)
Altri fattori autonomi	698,6	(+3,0)	695,6	696,2	(-5,3)	701,5	(+7,0)
Conti correnti	1.304,6	(+10,8)	1.293,7	1.295,3	(-20,3)	1.315,6	(+40,5)
Strumenti di politica monetaria	800,5	(-8,3)	808,8	792,4	(-17,7)	810,2	(-2,8)
Riserve obbligatorie minime ¹	124,2	(+0,9)	123,3	124,4	(+0,5)	123,9	(+0,1)
Depositi presso la banca centrale	676,4	(-9,2)	685,6	668,0	(-18,3)	686,3	(-2,9)
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	841,7	(-45,1)	886,8	828,1	(-29,6)	857,8	(+14,2)
Attività nette sull'estero	628,9	(-6,2)	635,0	627,1	(-3,8)	630,9	(-4,7)
Attività nette denominate in euro	212,8	(-38,9)	251,8	201,0	(-25,8)	226,8	(+18,9)
Strumenti di politica monetaria	3.219,8	(+91,0)	3.128,8	3.238,4	(+40,8)	3.197,6	(+35,8)
Operazioni di mercato aperto	3.219,7	(+91,1)	3.128,6	3.238,3	(+40,7)	3.197,6	(+35,9)
Operazioni d'asta	761,7	(-3,5)	765,2	761,5	(-0,6)	762,1	(-1,5)
ORP	1,7	(-1,2)	2,9	1,9	(+0,4)	1,5	(-1,3)
ORLT a tre mesi	7,7	(-0,1)	7,8	7,7	(-0,1)	7,7	(-0,0)
Operazioni OMRLT-I	13,0	(-1,8)	14,9	12,7	(-0,7)	13,4	(+0,0)
Operazioni OMRLT-II	739,3	(-0,3)	739,6	739,2	(-0,2)	739,4	(-0,1)
Portafogli definitivi	2.458,0	(+94,6)	2.363,4	2.476,8	(+41,3)	2.435,5	(+37,3)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	5,8	(-0,3)	6,1	5,6	(-0,3)	6,0	(-0,1)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4,5	(-0,3)	4,8	4,4	(-0,2)	4,6	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	248,8	(+8,3)	240,5	250,6	(+3,8)	246,8	(+4,3)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	85,0	(-4,0)	89,0	84,9	(-0,1)	85,1	(-4,0)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	25,8	(+0,7)	25,1	26,2	(+1,0)	25,2	(+0,1)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	1.942,3	(+74,5)	1.867,8	1.955,6	(+29,1)	1.926,5	(+29,3)
Programma di acquisto di attività del settore societario	145,7	(+15,6)	130,1	149,4	(+8,1)	141,3	(+7,9)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,1)	0,0	(-0,1)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; milioni di euro)							
Fabbisogno aggregato di liquidità	1.362,6	(+90,3)	1.272,3	1.399,0	(+79,7)	1.319,3	(-2,0)
Fattori autonomi ²	1.238,5	(+89,4)	1.149,1	1.274,6	(+79,2)	1.195,4	(-2,1)
Liquidità in eccesso	1.856,7	(+0,9)	1.855,8	1.838,8	(-39,2)	1.878,0	(+37,6)
Andamento 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	-0,364	(-0,013)	-0,351	-0,364	(-0,000)	-0,364	(-0,005)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre nella tavola sono arrotondate a 0,1 miliardi di euro.

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

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

sull'estero denominate in euro¹. Dal lato delle passività, la crescita più rilevante ha riguardato i depositi delle amministrazioni pubbliche, che sono aumentati in media di 39,2 miliardi di euro, attestandosi a 227,5 miliardi.

¹ Le passività dell'Eurosistema verso i non residenti dell'area dell'euro sono costituite principalmente da conti delle banche centrali straniere all'interno dell'Eurosistema. Gli aumenti di questi depositi di solito influenzano i fine trimestre e, in misura minore, i fine mese, poiché le banche commerciali sono più restie ad accettare contante, sia garantito che non garantito, prima delle date di segnalazione contabile. Ad esempio, il 29 marzo 2018, le passività denominate in euro verso i non residenti nell'area sono aumentate di 55,8 milioni di euro, arrivando fino a 339,8 milioni.

La volatilità giornaliera dei fattori autonomi è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente. Le fluttuazioni giornaliere dei fattori autonomi derivano principalmente dai depositi delle amministrazioni pubbliche e dalle attività nette denominate in euro.

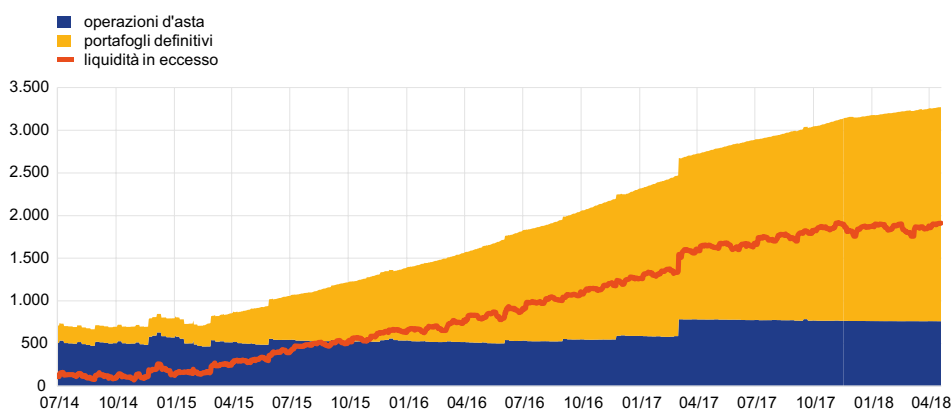
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti nell'ambito del PAA) è aumentato di 91,0 miliardi di euro, raggiungendo i 3.219,8 miliardi (cfr. grafico A). Tale aumento è interamente attribuibile al PAA, mentre la domanda derivante da operazioni d'asta ha registrato un lieve calo.

Grafico A

Andamento delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nel periodo in esame, l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è sceso lievemente, di 3,5 miliardi di euro, attestandosi a 761,7 miliardi di euro. Tale calo è dovuto principalmente a un minore ammontare medio in essere delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che sono diminuite di 2,1 miliardi di euro. Il calo delle OMRLT in essere è collegato al regolamento dei rimborsi volontari della terza, quinta e settima operazione della serie OMRLT-I, nel marzo del 2018. La liquidità media immessa attraverso le ORP è diminuita di 1,2 miliardi di euro e l'importo medio della liquidità offerta attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi è sceso di 0,1 miliardi di euro.

La liquidità immessa attraverso i portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema è aumentata, in media, di 94,8 miliardi arrivando a 2.458,0 miliardi di euro, principalmente per effetto degli acquisti nell'ambito del PAA. La liquidità immessa mediante il programma di acquisto di attività del settore pubblico, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma per l'acquisto di titoli del settore societario è cresciuta in media di 74,5, 8,3, 0,7 e 15,6 miliardi di euro rispettivamente.

La riduzione della liquidità derivata dai 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 4,6 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la media della liquidità in eccesso è rimasta sostanzialmente stabile, con un incremento solo marginale di 0,9 miliardi rispetto al periodo precedente, attestandosi a 1.856,7 miliardi di euro (cfr. grafico A). L'aumento della liquidità ottenuto tramite il PAA è stato quasi interamente compensato da un aumento dei fattori autonomi, principalmente nel secondo periodo di mantenimento. Difatti, mentre la liquidità in eccesso è cresciuta di 37,6 miliardi di euro nel primo periodo di mantenimento, essa è diminuita di 39,2 miliardi nel secondo.

Nell'ottica di allocare la liquidità in eccesso detenuta fra conti correnti e depositi presso la banca centrale, la media delle disponibilità di conto corrente è aumentata di 10,8 miliardi di euro, fino ad arrivare a 1.304,6 miliardi, mentre il ricorso ai depositi presso la banca centrale è diminuito ulteriormente, di 9,2 miliardi di euro in media, fino ad arrivare a 676,4 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, o lievemente 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 -0,364 per cento, rispetto a una media pari a -0,351 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato fra un minimo di -0,370 per cento alla fine di febbraio 2018 e un massimo di -0,348 per cento alla fine di marzo 2018. Nel segmento garantito, rispetto al periodo di riferimento precedente, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato general collateral (GC) Pooling² si sono mantenuti stabili, sia per il paniere dei collaterali standard che per quello ampliato. Il tasso dei pronti contro termine overnight si è attestato a -0,448 per cento per il paniere dei collaterali standard e a -0,415 per cento per il paniere dei collaterali ampliato.

A marzo 2018, il calo di fine trimestre dei principali tassi dei pronti contro termine è stato meno pronunciato rispetto alla fine del primo trimestre del 2017 ed è stato ampiamente percepito come un non-evento. Ad esempio, alla fine di marzo 2017, i tassi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC sono scesi di 12 punti base, a -0,54 per cento, per collaterali francesi, mentre per collaterali tedeschi sono diminuiti di 34 punti base, fino a -0,78 per cento. Alla fine di marzo

² Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collaterale.

2018, gli stessi tassi sono diminuiti, rispettivamente, solo di 4 e 6 punti base, fino a -0,46 e -0,47 per cento. Ciò indica che gli operatori hanno adottato delle prassi di gestione dei collateral più efficienti e anche che ci sono effetti positivi derivanti dal servizio di prestito titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico.

Ruolo dei fattori ciclici e temporanei nel recente rallentamento della crescita del prodotto nell'area dell'euro

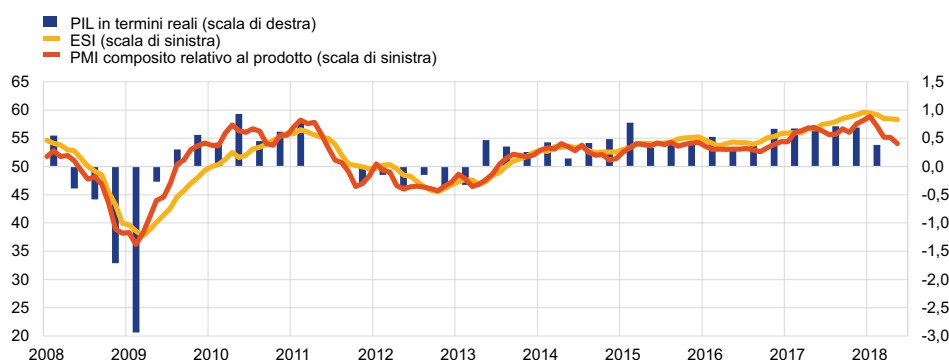
a cura di Gonzalo Camba-Mendez e Magnus Forsells

Dopo gli elevati tassi registrati nel 2017, la crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro è scesa allo 0,4 per cento nel primo trimestre del 2018. Il rallentamento della crescita osservato all'inizio dell'anno, che sembra riflettere tanto fattori temporanei quanto fattori ciclici di natura più durevole, è stato coerente con gli andamenti degli indicatori economici e, in particolare, con i dati desunti dalle indagini (cfr. grafico A). L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e l'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) si sono entrambi ridotti per tutto il corso del primo trimestre del 2018. È tuttavia importante rilevare che, analogamente a quanto avvenuto per la crescita del prodotto, questi indicatori sono scesi da livelli eccezionalmente elevati.

Grafico A

PIL in termini reali dell'area dell'euro, indice del clima economico e indice composito dei responsabili degli acquisti

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'ESI è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del PMI. Il PMI fa riferimento ai settori manifatturiero e dei servizi, mentre l'ESI comprende anche i settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio, oltre alla fiducia dei consumatori. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2018 per il PIL in termini reali e a maggio 2018 per l'ESI e il PMI.

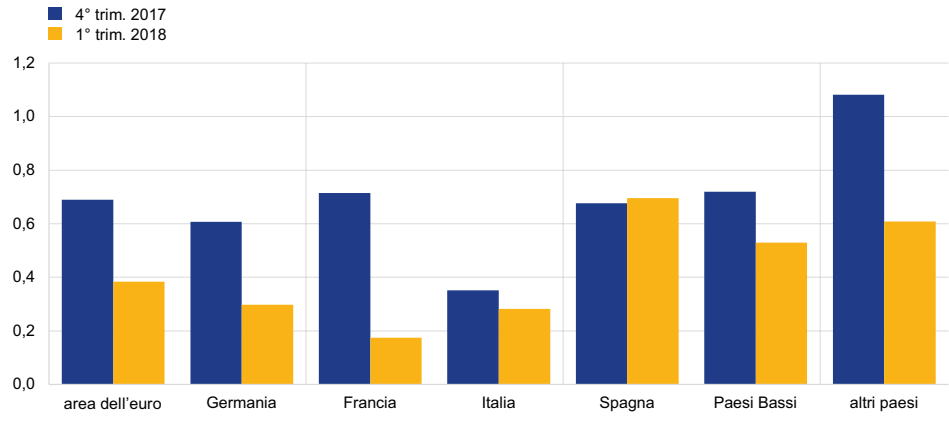
Il rallentamento della crescita nel corso del primo trimestre è stato relativamente generalizzato ed è riconducibile principalmente al calo delle esportazioni. La decelerazione della crescita osservata tra l'ultimo trimestre

del 2017 e il primo trimestre del 2018 ha interessato la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico B). Tra i maggiori paesi dell'area, le uniche eccezioni sono rappresentate da Spagna e Italia, in cui i tassi di crescita sono rimasti sostanzialmente stabili tra i due trimestri. La scomposizione della spesa dell'area dell'euro rivela che il rallentamento della crescita è riconducibile all'espansione più contenuta delle esportazioni e, in misura minore, degli investimenti. Se la minore crescita degli investimenti è stata determinata dagli andamenti osservati in alcuni paesi, la ridotta crescita delle esportazioni è stata generalizzata (cfr. grafico C).

Grafico B

PIL in termini reali dell'area dell'euro

(crescita percentuale sul trimestre precedente)



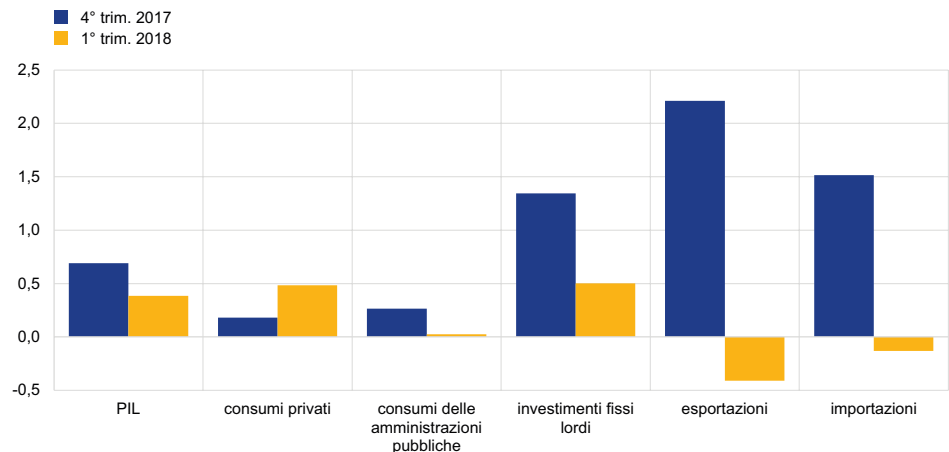
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi al PIL del primo trimestre del 2018 non sono ancora disponibili per Irlanda e Lussemburgo.

Grafico C

Composizione del PIL in termini reali dell'area dell'euro

(crescita percentuale sul trimestre precedente)



Fonte: Eurostat.

Il rallentamento della crescita all'inizio dell'anno sembra riflettere, in parte, fattori temporanei. È probabile che la debolezza dei dati economici pubblicati di recente sia attribuibile in qualche misura a effetti temporanei. Ad esempio, in paesi come la Germania, la crescita è stata frenata dagli elevati livelli di assenze per malattia dovute alla natura particolarmente virulenta dell'influenza stagionale. Nel contempo, l'inverno particolarmente rigido e gli scioperi nel settore industriale in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbero in parte spiegare la debolezza osservata nei comparti del commercio al dettaglio e delle costruzioni.

Tuttavia, anche alcuni fattori di natura più durevole potrebbero aver avuto un ruolo nel rallentamento del prodotto. In primo luogo, parte del rallentamento del PIL potrebbe essere stata associata all'aumento dei vincoli dal lato dell'offerta in alcuni paesi. In secondo luogo, gli indicatori della crescita del commercio mondiale segnalano

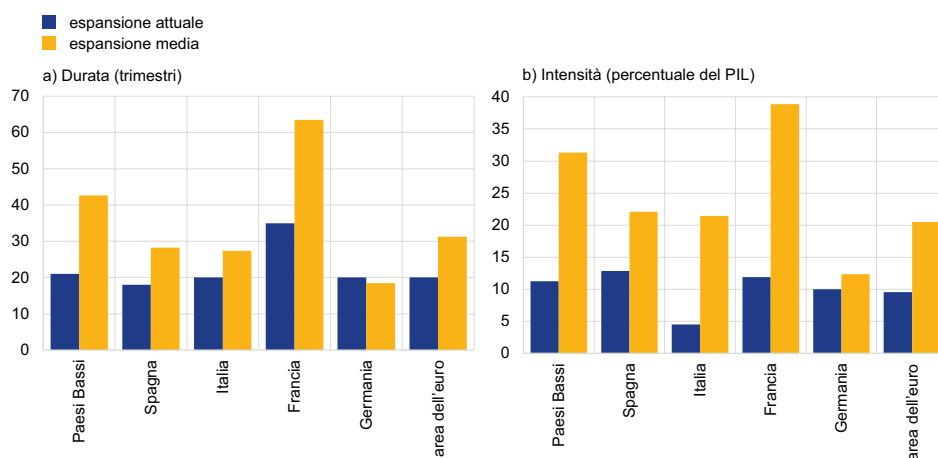
un moderato calo nei primi mesi dell'anno. Ciò riflette, probabilmente, una contrazione temporanea della domanda estera e gli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro nel 2017; tuttavia non è escluso che il calo sia stato in parte causato da un deterioramento delle aspettative derivante dall'attuale dibattito sulle tariffe doganali. In terzo luogo, la moderazione della crescita della produzione industriale al netto delle costruzioni è stata generalizzata tra i paesi dell'area dell'euro e i dati preliminari pubblicati per la produzione industriale in relazione al secondo trimestre del 2018 mostrano segnali di debolezza. Si intensificano, infine, le evidenze indicanti che il settore automobilistico possa aver raggiunto il proprio picco ciclico. Ciò è confermato, in parte, dai dati sulle immatricolazioni di nuove autovetture, che sembrerebbero aver raggiunto una fase di ristagno dopo il progressivo aumento registrato a partire dall'inizio del 2013. Il rallentamento del prodotto potrebbe inoltre essere stato accentuato dall'aumento dell'incertezza.

In un'ottica di lungo periodo, tuttavia, la ripresa attualmente in corso non è da considerarsi eccezionale in termini di durata o intensità. La durata dell'attuale fase espansiva, che ha avuto inizio nel 2013, è ancora al di sotto della media storica per la maggior parte delle economie dell'area dell'euro (cfr. grafico D, riquadro di sinistra). Anche l'intensità (aumento percentuale del PIL rispetto al livello minimo) della crescita in corso si colloca su livelli storicamente bassi. In linea di principio, vi sono margini di ulteriore crescita per l'occupazione dal momento che il tasso di disoccupazione rimane elevato in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciononostante, la fiducia dei consumatori dell'area rimane prossima ai massimi storici, in parte per effetto della ridotta insicurezza del posto di lavoro. Per di più, gli investimenti in termini reali nell'area dell'euro rimangono al di sotto dei livelli pre-crisi. Gli investimenti delle imprese sono ritornati solo di recente su livelli simili a quelli registrati prima della crisi finanziaria, mentre gli investimenti pubblici restano contenuti.

Grafico D

PIL dell'area dell'euro in termini reali: caratteristiche dell'attuale fase espansiva in termini storici (dal livello minimo a quello massimo)

(trimestri; percentuale del PIL)



Fonti: OCSE, Eurostat, CEPR ed elaborazioni della BCE.

Note: per espansione si intende una fase del ciclo economico in cui si osserva un movimento dal livello minimo al livello massimo. La cronologia delle fasi espansive relative all'area dell'euro è fornita dal Centre for Economic Policy Research (CEPR). Per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, è calcolata utilizzando i dati del PIL in termini reali su base trimestrale e l'algoritmo di Bry-Boschan. Gli istogrammi blu rappresentano l'espansione attuale mentre quelli gialli indicano l'intensità o la durata media delle fasi espansive di ciascun paese a partire dal 1970. L'attuale fase espansiva ha avuto inizio nel primo trimestre del 2013 per l'area dell'euro, la Germania e l'Italia, nel quarto trimestre del 2012 per i Paesi Bassi, nel terzo trimestre del 2013 per la Spagna e nel secondo trimestre del 2009 per la Francia e si estende fino all'ultima rilevazione del PIL (primo trimestre del 2018).

Nel complesso, l'espansione economica dovrebbe rimanere solida, sostenuta dalla forza di fondo dell'economia dell'area dell'euro. Sebbene i risultati delle indagini abbiano nuovamente fornito segnali di una lieve moderazione, essi rimangono in linea con tassi di crescita ancora elevati. In prospettiva, ci si attende che la crescita permanga solida (sebbene a tassi verosimilmente inferiori) grazie al perdurante sostegno fornito alla domanda interna dalle misure di politica monetaria della BCE. I consumi privati dovrebbero continuare a essere supportati dagli incrementi dell'occupazione e dalla crescente ricchezza delle famiglie. Gli investimenti dovrebbero rafforzarsi ulteriormente per effetto delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'aumento della redditività delle imprese e della solidità della domanda. Inoltre, l'espansione generalizzata a livello mondiale sospinge le esportazioni dell'area dell'euro.

3 Monitoraggio della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione

a cura di Elke Hahn e Derry O'Brien

L'andamento del tasso di cambio può ricoprire un ruolo importante nella determinazione delle prospettive relative all'inflazione misurata sullo IAPC.

Dal momento che le variazioni del tasso di cambio possono influire con considerevole ritardo sui prezzi al consumo e che il loro impatto può dipendere dalla situazione economica contingente, la valutazione della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione richiede un monitoraggio costante. Tra aprile 2017 e maggio 2018, il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato dell'8 per cento circa in termini effettivi nominali e del 10 per cento circa rispetto al dollaro statunitense. Il presente riquadro richiama brevemente le modalità con cui le variazioni dei tassi di cambio si trasmettono ai prezzi al consumo nell'area dell'euro ed esamina degli indicatori associati a diverse fasi della catena di formazione dei prezzi per valutare il grado di trasmissione nell'attuale quadro congiunturale. L'analisi è incentrata sul monitoraggio della trasmissione alle componenti dello IAPC al netto di energia e beni alimentari che sono più sensibili alle variazioni del tasso di cambio.

La trasmissione del tasso di cambio avviene attraverso canali sia diretti sia indiretti¹. Ad esempio, il recente apprezzamento dell'euro ha un effetto diretto sull'inflazione misurata sullo IAPC per via del calo dei prezzi dei beni di consumo finali importati, inclusi nel paniere IAPC. L'effetto diretto si applica, ad esempio, alle più convenienti importazioni del petrolio raffinato, che esercitano un forte freno sulla componente energetica dell'inflazione al consumo armonizzata. Può inoltre verificarsi un effetto indiretto in base al quale il più basso costo degli input importati influenza i prezzi alla produzione dei beni di consumo venduti sul mercato interno a tal punto che l'abbattimento dei costi non viene assorbito dai margini di profitto. Per via di un effetto ancora più indiretto, l'apprezzamento del tasso di cambio può frenare le pressioni complessive sui prezzi tramite l'impatto avverso esercitato sull'interscambio netto e, di conseguenza, sulla domanda e sul prodotto in termini complessivi. Potrebbero inoltre manifestarsi ripercussioni sull'inflazione tramite le aspettative di inflazione. Sebbene sia esposta agli effetti del canale diretto, la componente IAPC al netto di energia e beni alimentari può essere soggetta a effetti indiretti ancora più rilevanti. Nel complesso, la trasmissione del tasso di cambio all'inflazione è determinata da diversi fattori. Tali fattori includono la quota di beni e servizi finali importati nell'indice dei prezzi, l'importanza degli input importati (in particolare, delle materie prime) nella produzione interna, alcune caratteristiche dei prodotti quali il grado di differenziazione e l'intensità della concorrenza all'interno del mercato. Questi fattori possono anche determinare differenze nella rilevanza e nella tempistica di trasmissione tra le diverse componenti dello IAPC. La risposta dei prezzi in seguito

¹ Cfr. anche l'articolo [L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro](#) nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

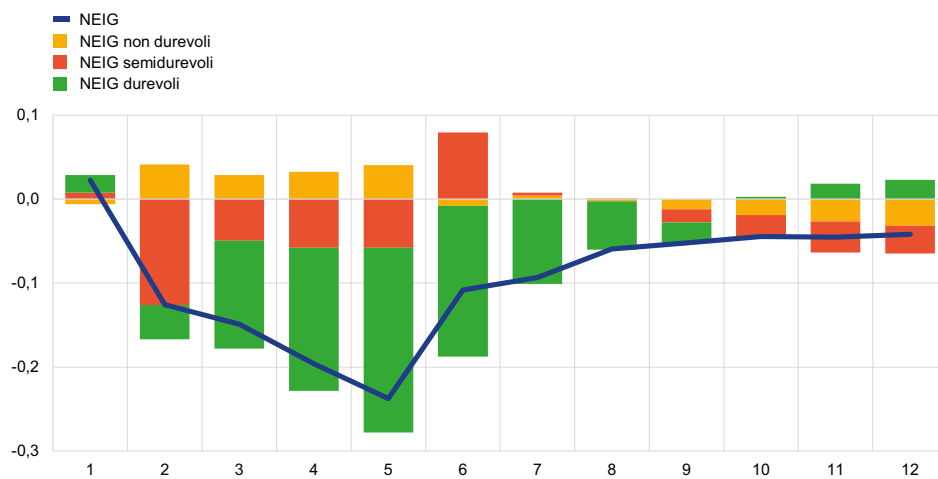
a una variazione del tasso di cambio può inoltre dipendere dalle determinanti di fondo del movimento del tasso di cambio².

Tra le componenti dello IAPC al netto di energia e beni alimentari, i prezzi relativi ai beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) sono quelli maggiormente sensibili alle variazioni del tasso di cambio. Ciò si deve, in particolare, alla componente dei beni durevoli (cfr. grafico A), al cui interno, tuttavia, si distingue anche un elevato grado di eterogeneità nella reattività dei prezzi alle variazioni del tasso di cambio. Fin quando gli impatti di tali variazioni non diventano visibili nelle diverse categorie di beni di consumo, è possibile fare riferimento a una serie di indicatori a breve termine, lungo la catena di produzione e di formazione dei prezzi, che possono fornire segnali rilevanti.

Grafico A

Impatto stimato sull'inflazione NEIG di un apprezzamento del 10 per cento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse delle ascisse fa riferimento ai trimestri successivi a una variazione del tasso di cambio. Le stime sono ricavate da una versione rivista e aggiornata del modello VAR presentato in Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", *Working Paper Series*, n. 243, BCE, luglio 2003.

L'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro osservato nei mesi scorsi si è manifestato chiaramente nell'andamento dei prezzi all'importazione.

I prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro per i beni di consumo non alimentari sono scesi, su base annua, dall'1,3 per cento di aprile 2017 al -2,0 per cento di aprile 2018. Tali importazioni rappresentano approssimativamente il 12 per cento dei consumi finali di beni non energetici e non alimentari, i cui prezzi al consumo sono incrementati solo dei margini di distribuzione e di vendita al dettaglio. Nello stesso periodo, l'inflazione relativa ai prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro per l'industria (al netto di energia e costruzioni), il cui effetto sui prezzi si manifesta anche in fasi precedenti della catena produttiva interna, è scesa

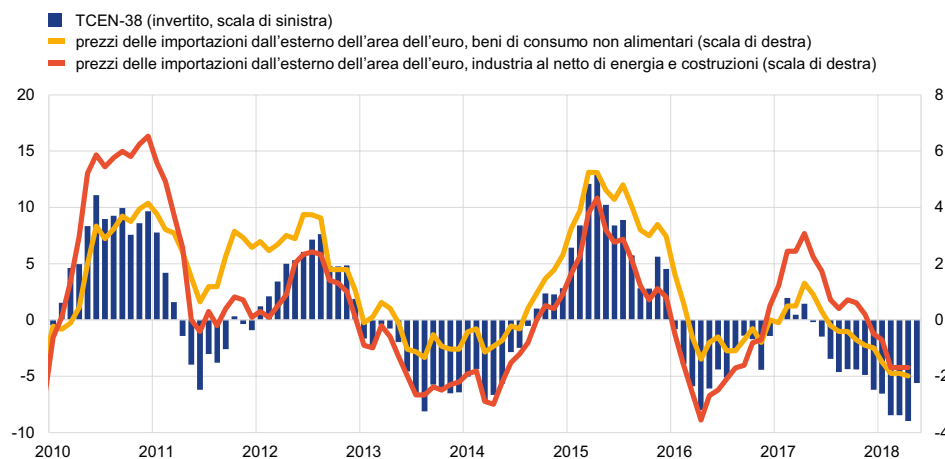
² Per ulteriori dettagli sulle determinanti di fondo del movimento del tasso di cambio, cfr. il riquadro 3 dell'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2017](#), BCE, 2017.

dal 3,1 per cento al -1,7 per cento (cfr. grafico B). Queste riduzioni hanno risentito in larga parte degli effetti dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.

Grafico B

Prezzi delle importazioni e tasso di cambio effettivo nominale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a maggio 2018 per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti di 38 dei suoi maggiori partner commerciali (TCEN-38) e ad aprile 2018 per i prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro.

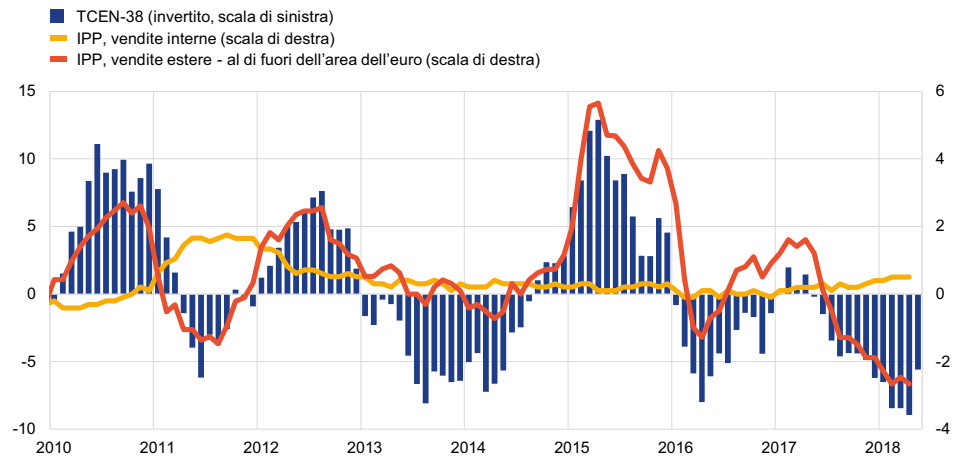
Contrariamente all'inflazione dei prezzi delle importazioni, quella dei prezzi alla produzione ha mostrato una buona tenuta rispetto alla pressione al ribasso esercitata dall'apprezzamento del tasso di cambio. L'inflazione dei prezzi alla produzione per la vendita³ di beni intermedi è scesa solo moderatamente mentre l'inflazione sui dodici mesi relativa ai prezzi alla produzione per la vendita sul mercato interno di beni di consumo non alimentari è aumentata dallo 0,2 per cento di aprile 2017 allo 0,5 per cento di aprile 2018; gran parte di tale aumento si è verificato in autunno, ovvero in un periodo in cui avrebbe cominciato a manifestarsi l'effetto del tasso di cambio (cfr. grafico C). I prezzi alla produzione dipendono dall'andamento dei costi del lavoro e degli altri input sul mercato interno e da come le imprese adattano i propri margini in funzione delle variazioni dei costi. In particolare, è aumentato il costo del lavoro: la crescita tendenziale del reddito per occupato nel settore industriale al netto delle costruzioni è salita dall'1,4 per cento del primo trimestre del 2017 al 2,0 per cento nell'ultimo trimestre dell'anno. Allo stesso tempo, potrebbe essere aumentato il potere di determinazione dei prezzi, come suggerisce la crescita costante fino ai massimi storici del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni di consumo non alimentari. Nell'insieme, questi fattori potrebbero aver compensato, allo stato attuale, la pressione al ribasso esercitata dal tasso di cambio.

³ La serie complessiva relativa all'indice dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro è un aggregato delle serie relative alle vendite sul mercato interno dei singoli paesi dell'area. Non vengono considerate le vendite tra un paese e l'altro dell'area che, nel complesso, possono anche essere assimilate alle vendite interne. L'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti all'interno dell'area dell'euro è scesa dallo 0,2 di aprile 2017 al -0,9 per cento a marzo 2018. Tali vendite rappresentano il 28 per cento circa del totale dei beni di consumo non alimentari prodotti e venduti nell'area dell'euro.

Grafico C

Indice dei prezzi alla produzione (IPP) relativo alle vendite sul mercato interno e sui mercati esterni all'area dell'euro dei beni di consumo non alimentari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono a maggio 2018 per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti di 38 dei suoi maggiori partner commerciali (TCEN-38) e ad aprile 2018 per l'indice dei prezzi alla produzione (IPP).

È altresì possibile che l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro eserciti un impatto sulle pressioni interne sui prezzi tramite i profitti delle imprese nazionali, sebbene con un segno complessivo lievemente ambiguo. L'inflazione dei prezzi alla produzione di beni di consumo non alimentari relativa alle vendite sui mercati al di fuori dell'area dell'euro ha registrato un brusco calo dall'1,6 per cento di aprile 2017 al -2,7 per cento di aprile 2018 (cfr. grafico C). Ciò indica l'impiego di strategie di pricing-to-market da parte delle imprese dell'area dell'euro nei mercati di esportazione, probabilmente al fine di attenuare la perdita di quote di mercato che si sarebbe verificata in seguito all'apprezzamento del tasso di cambio. Tale comportamento potrebbe aver provocato una contrazione dei profitti complessivi delle imprese dell'area. Questo effetto, tuttavia, potrebbe risultare ridotto o più che compensato se si considera il forte calo dell'inflazione dei prezzi delle importazioni, dal momento che il movimento del tasso di cambio non è stato pienamente assorbito dal resto del mondo. A tale riguardo, le imprese potrebbero in effetti supplire ai proventi inferiori nei mercati esteri scegliendo di non trasmettere i più bassi costi ad altre aziende o ai consumatori in un robusto mercato interno. L'effetto netto sui profitti dipenderà anche dalle dimensioni relative del settore delle esportazioni e dal grado di utilizzo delle importazioni come input per le aziende o come prodotti finali per gli esercizi commerciali.

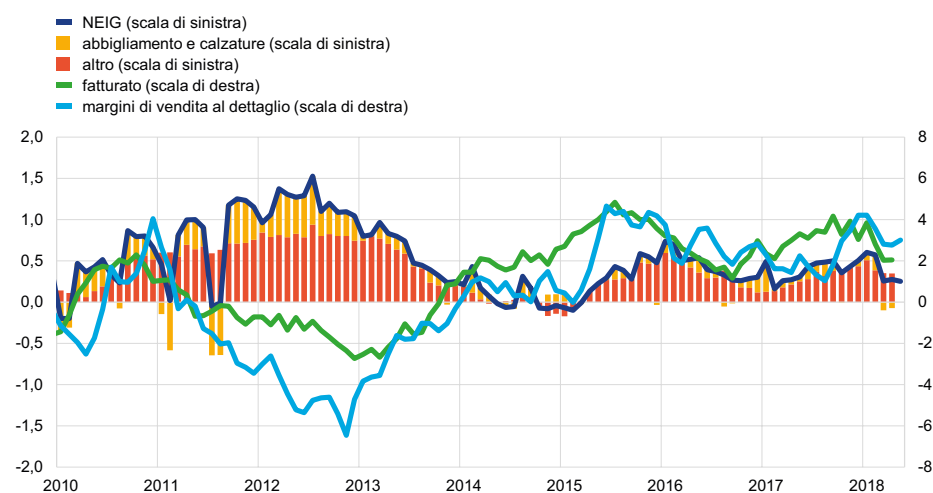
L'ultimo calo registrato dall'inflazione NEIG non fornisce un chiaro segnale di effetti significativi dell'apprezzamento del tasso di cambio. Tra aprile 2017 e la fine dello stesso anno, l'inflazione NEIG ha evidenziato un rialzo nonostante il forte rallentamento dell'inflazione relativa ai beni di consumo non alimentari importati (cfr. grafico D). Ciò si è verificato in un momento in cui i modelli di trasmissione, come presentati nel grafico A, avrebbero ipotizzato l'insediarsi di un impatto al ribasso dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Il controbilanciamento esercitato dalla domanda interna potrebbe aver contribuito a questo processo, come

comprovato dalla forte crescita dei volumi del fatturato nel commercio al dettaglio per i beni di consumo non alimentari e dagli elevati margini nel settore della vendita al dettaglio di prodotti non alimentari; se ne trova evidenza anche nell'indagine relativa all'indice dei responsabili degli acquisti. Il calo dell'inflazione NEIG, negli ultimi mesi, è stato in parte dovuto alla forte volatilità, ad esempio, dei tassi di inflazione sui dodici mesi relativi alla sottocomponente dell'abbigliamento e delle calzature, che probabilmente hanno risentito della variabilità dei saldi di fine stagione. Fino a questo momento, l'inflazione NEIG ha continuato a manifestare una certa tenuta rispetto alla pressione al ribasso esercitata dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, probabilmente grazie all'effetto di controbilanciamento impresso dalle forze interne.

Grafico D

Inflazione NEIG e margini di vendita al dettaglio e fatturato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali e indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Markit.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2018 per i margini di vendita al dettaglio e lo IAPC NEIG (stima rapida) e ad aprile 2018 per le componenti NEIG e il fatturato.

In conclusione, il monitoraggio dell'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro sulle prospettive di inflazione è un esercizio ancora in corso.

In primo luogo, i modelli di trasmissione suggeriscono che gli impatti si distribuiscono su diversi trimestri, tanto che l'apprezzamento registrato a metà 2017 potrebbe ancora avere effetti sui trimestri futuri. In secondo luogo, la trasmissione del tasso di cambio potrebbe risultare difficile da individuare se compensata dalla confluenza di altri fattori, tra cui l'accresciuto potere di determinazione dei prezzi da parte delle imprese. A tale riguardo, si rendono necessari un monitoraggio e una valutazione continui dei prezzi NEIG e dei relativi indicatori nella catena di formazione dei prezzi.

Rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione: evoluzione demografica e sfide complesse per i bilanci pubblici

a cura di Carolin Nerlich

Il presente riquadro espone i principali risultati delle proiezioni contenute nel rapporto del 2018 sull'invecchiamento della popolazione (2018 Ageing Report).

Il 2018 Ageing Report, pubblicato il 25 maggio 2018, è il più recente dei rapporti redatti ogni tre anni dal Gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento nell'ambito del Comitato di politica economica¹. Il rapporto fornisce proiezioni di lungo periodo per il 2016-2070 per tutti i paesi dell'UE sul totale della spesa pubblica connessa all'invecchiamento demografico e relative componenti, le quali includono pensioni, sanità, assistenza a lungo termine, spesa per l'istruzione e sussidi di disoccupazione. Tali proiezioni dipendono, naturalmente, dalle ipotesi sottostanti adottate².

La popolazione dell'area dell'euro sta invecchiando. L'Eurostat prevede che nell'area dell'euro l'indice di dipendenza degli anziani, ossia il rapporto tra il numero di persone di età pari o superiore a 65 anni e la popolazione in età lavorativa, aumenti di 20 punti percentuali tra il 2016 e il 2070, fino a raggiungere il 52 per cento nell'ultimo anno di proiezione. In assenza di un'azione politica risoluta, l'invecchiamento demografico potrebbe ripercuotersi negativamente sulla dinamica del debito pubblico e sulla crescita potenziale³.

Secondo il 2018 Ageing Report, nell'area dell'euro il totale della spesa pubblica dovuta all'invecchiamento dovrebbe aumentare di 1,1 punti percentuali del PIL nell'orizzonte temporale di proiezione (2016-2070), passando dal 26 per cento del PIL nel 2016 al 28,2 nel 2040, prima di tornare a scendere al 27,1 per cento nel 2070. Il rapporto evidenzia che i costi connessi all'evoluzione demografica raggiungeranno il livello massimo nei primi anni dopo il 2040, quando andrà in pensione la generazione del "baby boom", e diminuiranno moderatamente a partire dal 2050⁴. Le stime relative alla spesa per l'invecchiamento differiscono in misura notevole da paese a paese e tale varianza dovrebbe crescere verso il termine del periodo considerato. Si prevede che entro il 2070 i più alti costi legati all'evoluzione demografica saranno sostenuti da Belgio, Lussemburgo, Austria e Finlandia, dove

¹ Cfr. *The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Commissione europea, maggio 2018.

² Le proiezioni contenute nel rapporto sono fondate su un insieme di ipotesi demografiche e macroeconomiche e su una metodologia condivisa, oggetto di una specifica pubblicazione intitolata *2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies*, Commissione europea, novembre 2017. Come illustrato più avanti, per alcuni paesi tali ipotesi sottostanti risultano piuttosto favorevoli.

³ Per un approfondimento sulle sfide connesse ai costi dell'evoluzione demografica e sul ruolo delle riforme pensionistiche, cfr. l'articolo intitolato *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

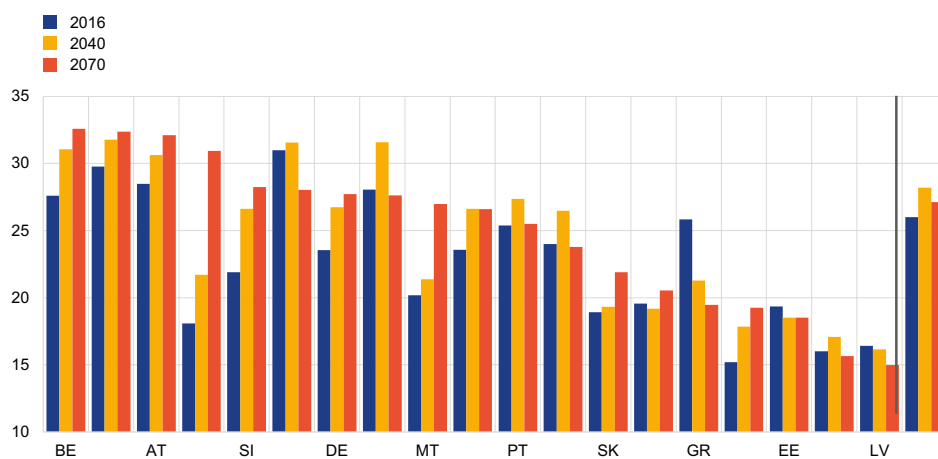
⁴ Rispetto all'edizione 2015 del medesimo rapporto, nell'area dell'euro il totale della spesa pubblica dovuta all'invecchiamento dovrebbe aumentare di 0,6 punti percentuali in più tra il 2016 e il 2060, anno al quale si fermavano le precedenti proiezioni. Tuttavia, il livello del costo dell'invecchiamento previsto per il 2060 rimane pressoché invariato al 27,6 per cento del PIL in ragione della revisione al ribasso di quello relativo al 2016.

raggiungeranno livelli superiori al 30 per cento del PIL; in Lettonia e in Lituania, al contrario, tali costi saranno pari a circa il 15 per cento del PIL (cfr. grafico A). Lungo l'orizzonte previsivo, la spesa per l'invecchiamento dovrebbe aumentare in undici paesi, restare sostanzialmente invariata in quattro e diminuire in altri quattro. Gli aumenti più marcati dovrebbero interessare il Lussemburgo, seguito da Malta, dalla Slovenia e dal Belgio; i cali più consistenti, invece, dovrebbero registrarsi in Grecia e in Francia (cfr. grafico B).

Grafico A

Totale della spesa pubblica per l'invecchiamento demografico

(percentuali del PIL; 2016, 2040 e 2070)

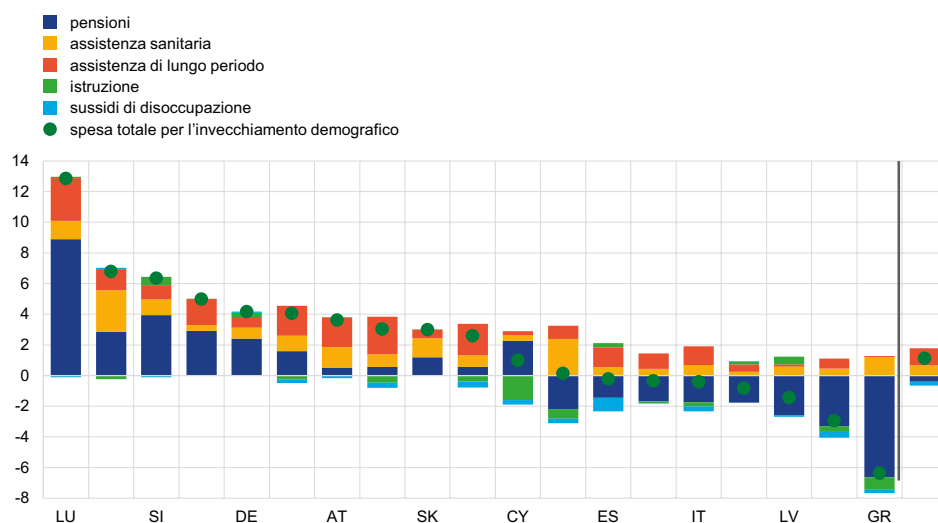


Fonti: 2018 Ageing Report ed elaborazioni della BCE.
Nota: media ponderata per l'area dell'euro.

Grafico B

Variazione del totale della spesa pubblica per l'invecchiamento demografico e delle sue componenti

(punti percentuali del PIL; 2016-2070)



Fonti: 2018 Ageing Report ed elaborazioni della BCE.
Nota: media ponderata per l'area dell'euro.

Le proiezioni relative al totale della spesa pubblica per l'invecchiamento demografico sono ampiamente influenzate dai costi delle pensioni pubbliche, seguiti da quelli di sanità e assistenza di lungo periodo⁵. In media, i costi delle pensioni pubbliche nell'area dell'euro dovrebbero aumentare di 1,3 punti percentuali del PIL entro il 2040, diminuendo tuttavia di 0,4 punti lungo l'intero orizzonte previsivo, fino a raggiungere l'11,9 per cento del PIL nel 2070. Vi sono però notevoli differenze tra i diversi paesi. I costi delle pensioni pubbliche rappresentano la principale determinante della crescita della spesa per l'invecchiamento demografico in Belgio, Lussemburgo, Slovenia, Germania, Malta e Cipro, mentre contribuiscono in misura significativa al calo della stessa in Grecia e in Francia. Per contro, i costi di sanità e assistenza di lungo periodo contribuiscono positivamente alla variazione del totale della spesa per l'invecchiamento in tutti i paesi, nonostante le marcate differenze tra gli stessi (cfr. grafico B).

Le dinamiche relative ai costi delle pensioni pubbliche sono trainate da fattori di segno opposto. Da un lato, si prevede che l'aumento dell'indice di dipendenza degli anziani dovuto all'invecchiamento della popolazione determini in tutti i paesi un incremento della pressione dei costi pensionistici. Dall'altro, ci si attende che tale impatto sia compensato dalla diminuzione prevista di altri fattori, ossia il tasso di sostituzione, l'indice di copertura e l'effetto dovuto al mercato del lavoro (cfr. grafico C). Il calo del tasso di sostituzione (ovvero, del rapporto tra prestazioni pensionistiche e salari) riflette l'effetto di quelle riforme attuate in passato che riducono il cumulo di trattamenti pensionistici, ma anche ipotesi relativamente favorevoli riguardanti la produttività del lavoro e la produttività totale dei fattori attraverso l'impatto esercitato sui salari. L'indice di copertura (dato dal rapporto tra numero di pensionati e numero di persone di età pari o superiore a 65 anni) dovrebbe ridursi in quasi tutti i paesi, principalmente in virtù delle misure che limitano l'accesso al pensionamento anticipato e innalzano l'età pensionabile. Infine, si prevede che l'effetto dovuto al mercato del lavoro (ossia, l'impatto sui costi pensionistici esercitato dai cambiamenti del mercato del lavoro relativi a occupazione, orari di lavoro e tasso di partecipazione della popolazione anziana) diminuisca per via dell'impatto delle riforme (ad esempio, incoraggiando carriere lavorative di maggiore durata) e dell'ipotesi che nel lungo periodo il tasso di disoccupazione converga su un livello strutturale più basso. In generale, le proiezioni sugli andamenti dei costi pensionistici non dipendono soltanto dai passati sforzi di riforma ma anche da ipotesi sottostanti parzialmente favorevoli.

Le proiezioni contenute nel rapporto sono soggette a considerevoli rischi negativi derivanti dalle ipotesi sottostanti favorevoli. Nel caso in cui le ipotesi demografiche e macroeconomiche sottostanti non rispettino le attese, i costi dell'invecchiamento saranno considerevolmente più elevati. Si assume che nel lungo periodo la produttività totale dei fattori converga verso un tasso di crescita pari all'1 per cento annuo in tutti i paesi e ciò comporta un consistente miglioramento per la maggior parte di essi rispetto ai valori attuali (cfr. grafico D). Sul lungo termine, inoltre, il tasso di disoccupazione strutturale dovrebbe scendere dal 10,2 per cento

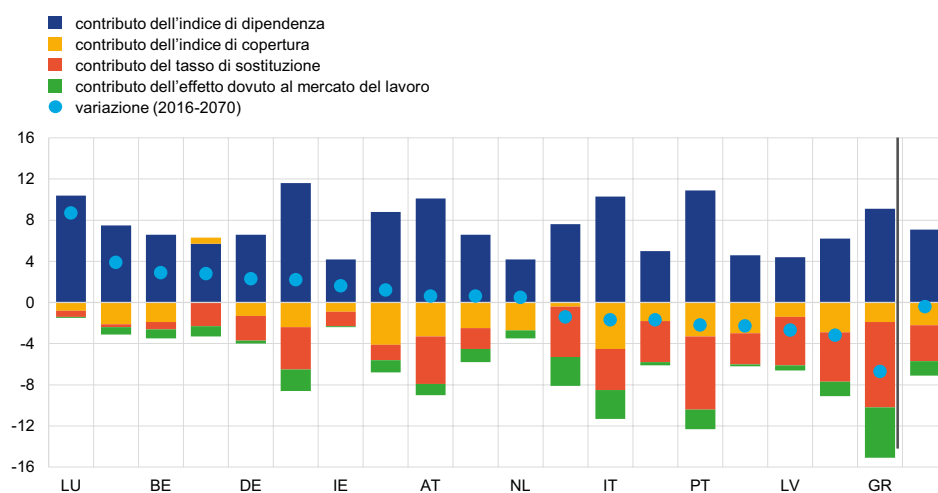
⁵ Nel 2016 quella per le pensioni (45 per cento) ha costituito circa la metà del totale della spesa connessa all'invecchiamento, mentre hanno inciso in misura minore sanità (27 per cento), istruzione (18 per cento), assistenza di lungo periodo (6 per cento) e sussidi di disoccupazione (3 per cento).

registrato nel 2016 a un valore medio pari al 6,8 per cento. Sebbene le proiezioni si fondino sull'ipotesi di politiche invariate, è tuttavia estremamente improbabile che, in assenza di importanti riforme strutturali, si riescano a conseguire una produttività sensibilmente più elevata e tassi di disoccupazione strutturale inferiori. Per diversi paesi, inoltre, le proiezioni sulla popolazione elaborate dall'Eurostat sembrano ottimistiche se confrontate con quelle formulate dalle autorità nazionali o dalle Nazioni Unite.

Grafico C

Determinanti delle proiezioni relative ai costi pensionistici

(punti percentuali del PIL; 2016-2070)

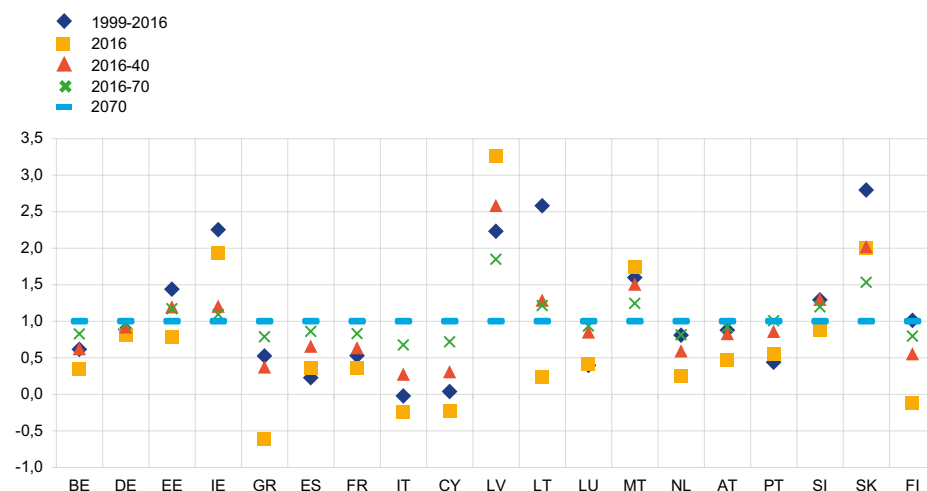


Fonti: 2018 Ageing Report ed elaborazioni della BCE.
Nota: media ponderata per l'area dell'euro.

Grafico D

Produttività totale dei fattori: tassi di crescita passati, attuali e previsti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: 2018 Ageing Report, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Ulteriori rischi riguardano il rovesciamento delle riforme attuate. Il rapporto ipotizza che tutte le riforme pensionistiche varate negli ultimi anni trovino piena attuazione. Tuttavia, in alcuni paesi (ad esempio in Italia e in Spagna) il rischio che si compiano passi indietro rispetto alle riforme pensionistiche precedentemente adottate sembra elevato. Il medesimo rischio, inoltre, potrebbe aumentare per i paesi in cui, ad oggi, si prevedono importanti cali dei tassi di sostituzione. In tali casi, in alternativa, potrebbe aumentare il rischio di sempre maggiori trasferimenti di natura assistenziale qualora i piani pensionistici privati non fossero in grado di sopperire al divario.

Nel complesso, in diversi paesi con livelli già elevati di debito pubblico sono necessari ulteriori sforzi di riforma volti a ridurre il previsto aumento della spesa connessa all'invecchiamento demografico. In tale contesto, sarà importante che i paesi intraprendano azioni politiche risolutive e incrementino gli sforzi di riforme strutturali in ambiti quali pensioni, sanità e assistenza di lungo periodo.

Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2018

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

Il 23 maggio la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni per gli Stati membri contenute nel pacchetto di primavera 2018 del Semestre europeo.

Il pacchetto comprende raccomandazioni specifiche per paese in materia di politica economica e di bilancio per tutti gli Stati membri dell'UE¹, oltre a raccomandazioni sull'applicazione del Patto di stabilità e crescita (PSC) per alcuni paesi in particolare². In materia di politiche di bilancio, le raccomandazioni riguardano in particolare il rispetto del PSC da parte degli Stati membri e si basano sulle previsioni di primavera 2018 della Commissione e sulla valutazione, da parte di quest'ultima, dei programmi come definiti negli aggiornamenti ai programmi di stabilità e convergenza pubblicati ad aprile. Quest'anno l'esercizio del Semestre europeo è importante soprattutto al fine di evitare la ripetizione degli errori fatti prima della crisi finanziaria quando, in tempi di congiuntura economica positiva, non furono costituiti margini di bilancio sufficienti e la recessione che seguì fu aggravata dall'improvvisa necessità di politiche di bilancio correttive e procicliche. In tale contesto, il presente riquadro esamina le raccomandazioni di politica di bilancio indirizzate ai 18 paesi dell'area dell'euro ad eccezione della Grecia.

Il pacchetto di primavera evidenzia un miglioramento nelle posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro, ma anche considerevoli divergenze fra i vari paesi, dal momento che alcuni di questi presentano un elevato rapporto fra debito pubblico e PIL, che li rende vulnerabili a eventuali shock. Secondo le previsioni di primavera 2018 elaborate dalla Commissione, nel 2017 dieci paesi dell'area dell'euro hanno rispettato o ecceduto i loro obiettivi di bilancio di medio termine (OMT) o ancora raggiunto posizioni di bilancio prossime a tali obiettivi (cfr. grafico A). Ciò dovrebbe contribuire a ridurre il rapporto fra debito pubblico e PIL e rafforzare le finanze pubbliche prima di un possibile rallentamento dell'attività economica. Al tempo stesso diversi paesi restano lontani dai loro OMT, in particolare i paesi con rapporti tra debito pubblico e PIL superiori al 90 per cento. Elevati livelli di debito pubblico rendono le finanze pubbliche vulnerabili a futuri rallentamenti macroeconomici. Essi comportano il rischio della potenziale necessità di politiche di

¹ Ad eccezione della Grecia, dove il monitoraggio dell'andamento delle finanze pubbliche proseguirà nell'ambito del programma finanziato dal Meccanismo europeo di stabilità fino alla conclusione del programma stesso (agosto 2018). La Grecia è stata quindi esentata dall'obbligo di presentare un piano di bilancio di medio termine (Programma di stabilità) e un programma nazionale di riforma ad aprile e non è fra i destinatari delle raccomandazioni.

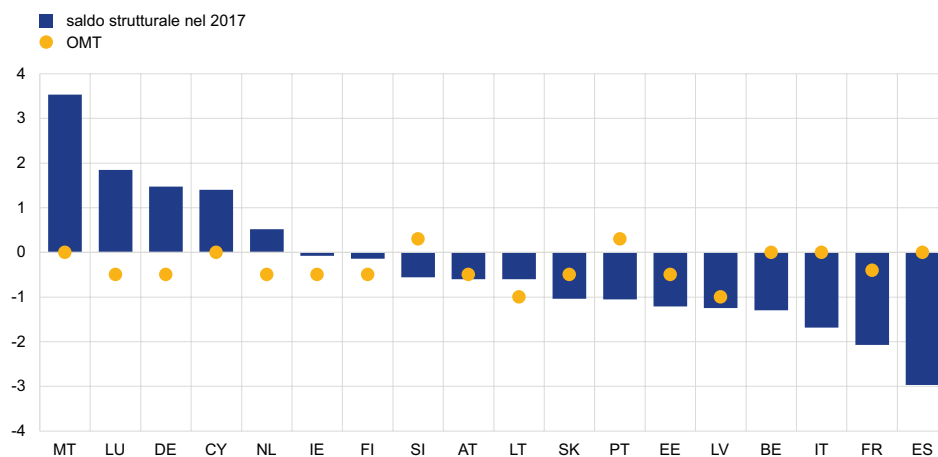
² Le raccomandazioni specifiche per paese sono state perfezionate e approvate dai ministri dell'Economia e delle Finanze degli Stati membri il 22 giugno e saranno adottate dal Consiglio europeo il 28-29 giugno. L'adozione delle raccomandazioni specifiche per paese da parte del Consiglio Economia e Finanza (Consiglio Ecofin) nella riunione prevista per il 13 luglio segnerà formalmente la fine del Semestre europeo 2018.

bilancio restrittive in momenti in cui sarebbe invece giustificato lasciar operare le loro proprietà stabilizzatrici a sostegno dell'economia³.

Grafico A

Saldi strutturali nel 2017 e OMT

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico rappresenta i saldi strutturali nel 2017 e i rispettivi OMT. Secondo quanto indicato nel Vade Mecum on the Stability and Growth Pact pubblicato dalla Commissione, si ritiene che l'OMT sia stato raggiunto nel caso di paesi con un bilancio strutturale che rientra nel margine di tolleranza dello 0,25 per cento del PIL previsto dagli stessi OMT.

Si prevede che nel 2018 le politiche di bilancio saranno espansive nella vasta maggioranza degli Stati membri, anche in paesi con un elevato debito pubblico. Secondo le previsioni della Commissione europea, l'orientamento delle politiche di bilancio, come misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, quest'anno sarà espansivo in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico B). Ciò riflette l'aspettativa che diversi paesi che nel 2017 hanno raggiunto i loro OMT spenderanno parte dei loro avanzi di bilancio. Tuttavia il previsto orientamento espansivo rispecchia anche un allentamento nelle politiche di bilancio in paesi con livelli di debito ancora elevati e ulteriori esigenze di risanamento.

In effetti, secondo le proiezioni della Commissione europea, nel 2018 la maggior parte dei paesi che non hanno ancora raggiunto una solida posizione di bilancio non rispetteranno gli impegni previsti dal PSC. Fra i sette paesi dell'area dell'euro che secondo la Commissione nel 2018 rischiano una significativa deviazione dalla parte preventiva del PSC, quattro (Belgio, Francia, Italia e Portogallo) presentano rapporti fra debito e PIL superiori al 90 per cento. Inoltre, benché si preveda che la Spagna, unico paese sottoposto a una procedura per disavanzo eccessivo (PDE) nel 2018, rispetti la scadenza prevista per la correzione di tale disavanzo nel 2018, tale risultato nasconde un significativo deterioramento del saldo strutturale, in contrasto con il miglioramento auspicato⁴.

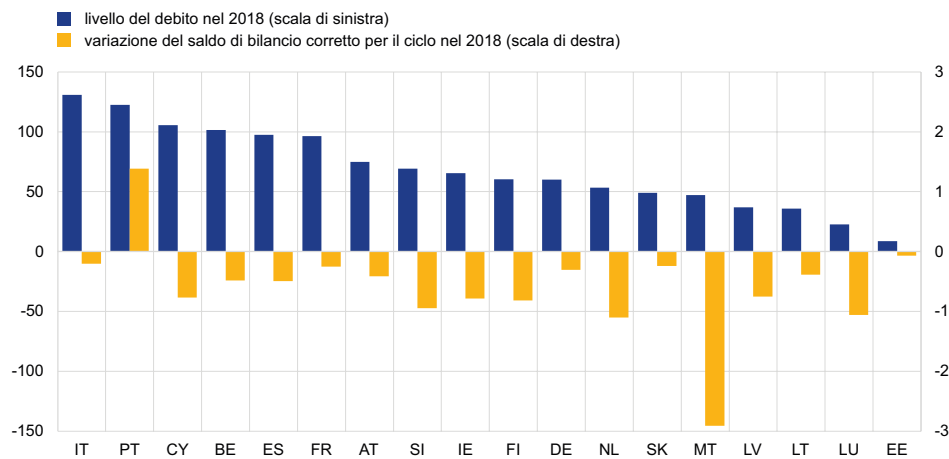
³ Per una panoramica delle conseguenze economiche di un elevato debito pubblico, cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

⁴ Secondo le previsioni di primavera 2018 della Commissione, la Spagna non raggiungerà (di circa 0,4 punti percentuali di PIL) l'obiettivo di disavanzo nominale pari al 2,2 per cento del PIL per via di un significativo deterioramento del suo saldo di bilancio strutturale (pari a 0,3 punti percentuali, a fronte di raccomandazioni di un miglioramento pari a 0,5 punti percentuali).

Grafico B

Rapporto debito pubblico/PIL e orientamento di bilancio nel 2018

(scala di sinistra: percentuale del PIL; scala di destra: punti percentuali del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'orientamento delle politiche di bilancio è misurato come variazione del saldo primario corretto per il ciclo.

Anche se, nell'insieme, le raccomandazioni specifiche per paese seguono il principio secondo cui le riserve di bilancio vanno ricostituite in periodi di congiuntura economica favorevole, l'approccio standard prevede alcune eccezioni⁵. Le raccomandazioni rivolte a Spagna e Slovenia per il 2019 prevedono uno sforzo strutturale inferiore rispetto a quanto concordato in base alla matrice della parte preventiva del PSC, ossia pari allo 0,65 per cento anziché all'1 per cento del PIL⁶. La deviazione dal requisito previsto dalla matrice è basata su una valutazione economica che fa riferimento in particolare all'elevata disoccupazione. La valutazione ex-post del rispetto del PSC nel 2019 terrà conto del margine di deviazione per i risultati raggiunti nel 2018. Tale approccio rispecchia la "discrezionalità" adottata nell'accordare una riduzione dei requisiti di aggiustamento a due paesi nel 2018: dallo 0,6 allo 0,3 per cento del PIL per l'Italia e dall'1 allo 0,6 per cento del PIL per la Slovenia (cfr. grafico C), in questo caso senza ulteriori margini di deviazione. Una simile applicazione del PSC è possibile a scapito della completa trasparenza, coerenza e prevedibilità dell'intero quadro di riferimento.

Le raccomandazioni specifiche per paese esortano gli Stati che abbiano raggiunto o superato gli OMT a utilizzare i margini di bilancio disponibili al fine di incrementare il prodotto potenziale. Un approccio prudente è tuttavia giustificato nella misura in cui gli avanzi di bilancio riflettono anche gli effetti positivi di un ciclo economico favorevole che in futuro subirà un'inversione di tendenza. Per questo è opportuno monitorare con attenzione gli andamenti della spesa.

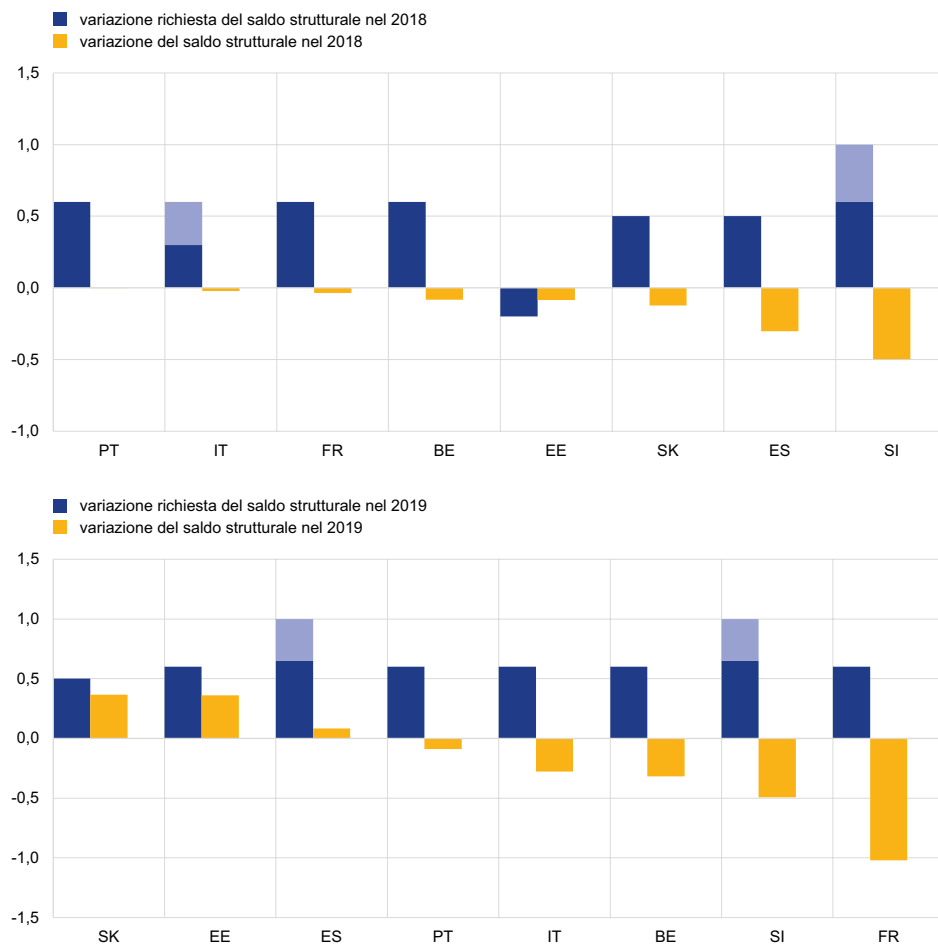
⁵ Cfr. anche la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti Semestre europeo 2018: raccomandazioni specifiche per paese, COM(2018) 400 def.

⁶ Tale matrice distingue le esigenze di aggiustamento in funzione del livello dell'output gap e del debito pubblico e si basa sul principio secondo cui una congiuntura economica favorevole e un elevato debito pubblico giustificano maggiori necessità di aggiustamento. Per una valutazione della materia cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

Grafico C

Requisiti di aggiustamento previsti dal PSC nel 2018 e nel 2019 per i paesi dell'area dell'euro che non hanno raggiunto gli OMT nel 2017

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Note: i requisiti di aggiustamento strutturale riportati per i singoli anni sono quelli indicati nelle raccomandazioni specifiche per paese. Per quanto concerne le politiche di bilancio per il 2019 essi sono quantificati nelle raccomandazioni specifiche per paese nell'ambito del Semestre europeo 2018. Le aree in celeste all'interno dei rispettivi istogrammi indicano che i requisiti di aggiustamento sono meno rigorosi di quelli previsti dalla matrice della parte preventiva. Per il 2019, le previsioni della Commissione si basano sull'ipotesi di politiche invariate, in assenza di un bilancio per tale anno.

Il 23 maggio la Commissione europea ha pubblicato anche le raccomandazioni relative all'attuazione del PSC per alcuni paesi dell'area dell'euro. La

Commissione ha adottato le relazioni concernenti il Belgio e l'Italia conformemente all'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, articolo che disciplina il rispetto del criterio del debito previsto dal trattato. Nel caso dell'Italia, la Commissione ha concluso che il criterio del debito "al momento debba essere ritenuto soddisfatto" in quanto le politiche di bilancio sono sostanzialmente conformi alla parte preventiva del PSC nel 2017. Quanto al Belgio, la relazione della Commissione ha concluso che non vi sono evidenze sufficientemente solide per sostenere che il Belgio non abbia rispettato i requisiti del meccanismo preventivo e pertanto non stabilisce in maniera definitiva se il criterio del debito sia soddisfatto o no. Poiché per entrambi i paesi si prevede una significativa deviazione dai requisiti della parte preventiva del PSC per quest'anno, la Commissione valuterà nuovamente la conformità alle norme in materia di bilancio sulla base dei dati ex post relativi

al 2018. Tuttavia, considerare il “sostanziale rispetto” del meccanismo preventivo come un fattore rilevante preminente rispetto agli altri, senza tener conto degli scostamenti dal parametro di riferimento per la riduzione del debito, riduce l’efficacia della regola del debito. Ciò comporta il rischio che l’elevato debito non venga ridotto in tempi sufficientemente rapidi⁷. Infine, la Commissione ha proposto la revoca della procedura per il disavanzo eccessivo (PDE) della Francia entro la scadenza del 2017 e il Consiglio ha adottato la relativa decisione il 22 giugno.

La recente volatilità sui mercati finanziari sottolinea la necessità di sfruttare con maggiore determinazione le attuali condizioni macroeconomiche favorevoli al fine di costituire riserve di bilancio e di ridurre l’elevato debito. È quindi necessario rispettare e applicare le norme di bilancio concordate all’interno dell’UE in maniera completa e coerente fra i vari paesi e nel tempo: è indispensabile ai fini della fiducia nella moneta unica e dei progressi verso il completamento dell’Unione economica e monetaria.

⁷ Per una valutazione del funzionamento della regola del debito del PSC, cfr. l’articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell’area dell’euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

Articoli

1

Investimenti diretti esteri e loro determinanti: una prospettiva mondiale ed europea

a cura di Federico Carril-Caccia ed Elena Pavlova

Nell'ultimo decennio l'importanza degli investimenti diretti esteri (IDE) come fonte di attività economica è rapidamente aumentata. Tra il 2000 e il 2016 la quota dello stock di IDE sul PIL mondiale è salita dal 22 al 35 per cento. Dopo il calo subito nel corso della Grande recessione, le attività di fusione e acquisizione, che rappresentano la componente più dinamica degli IDE, hanno registrato una ripresa raggiungendo, nel primo trimestre del 2018, il massimo storico di 1.200 miliardi di dollari. L'intensificarsi delle operazioni di IDE ha importanti conseguenze sia sui paesi di origine che su quelli di destinazione in termini, ad esempio, di crescita economica, produttività, salari e occupazione. All'espansione delle multinazionali, inoltre, si è accompagnata la creazione di complesse catene produttive internazionali che hanno, a loro volta, conseguenze significative.

Il presente articolo espone diversi risultati riguardanti gli andamenti e le determinanti principali degli IDE a livello mondiale e dell'Unione europea nell'ultimo decennio. Dall'inizio degli anni 2000 si è registrato un progressivo spostamento nel panorama degli IDE su scala mondiale, con l'aumento della rilevanza delle economie emergenti in qualità sia di fonti che di destinatari degli investimenti. Tali economie hanno attratto quote crescenti dei flussi di IDE, rappresentando nel 2013 oltre il 50 per cento del totale mondiale degli IDE in entrata. I flussi di IDE sono inoltre dominati da un numero relativamente contenuto di attività di fusione e acquisizione. Nel 2016 le operazioni di fusione e acquisizione di valore superiore a un miliardo di dollari hanno costituito solo l'1 per cento di tutti i progetti di IDE, ma hanno generato il 55 per cento del totale dei loro flussi. L'evidenza empirica suggerisce inoltre che gli IDE e le esportazioni rappresentano strategie complementari e non concorrenti per soddisfare la domanda dei mercati esteri. Dal 2008, infine, i paesi dell'UE hanno cessato di essere i principali investitori e destinatari mondiali di IDE. L'analisi econometrica dimostra tuttavia che l'appartenenza all'UE determina un netto incremento dei flussi di IDE verso gli Stati membri.

1 Introduzione

Nello scorso decennio gli IDE hanno subito un'impennata. Tra il 2000 e il 2016, gli stock di IDE sono saliti dal 22 al 35 per cento del PIL mondiale. Gli IDE, definiti come la circostanza in cui un'impresa possiede almeno il 10 per cento di una società sita in un altro paese¹, sono condotti da multinazionali che investono all'estero

¹ Cfr. *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, Fondo monetario internazionale, 2009.

mediante impieghi in nuovi progetti (greenfield investments), ossia l'apertura di sussidiarie all'estero, o mediante attività di fusione e acquisizione².

Gli IDE sono in grado di apportare numerosi benefici al paese ricevente. L'arrivo delle multinazionali in un paese può promuovere l'efficienza mediante l'incremento della concorrenza. Può inoltre avere ripercussioni positive in termini di produttività, poiché le multinazionali integrano le imprese nazionali nei propri processi di produzione mediante legami a monte e a valle. In aggiunta, le multinazionali tendono a rendere disponibili nuove tecnologie e a fornire accesso a ulteriori mercati, migliorando la formazione e le qualifiche della forza lavoro locale e incrementando salari e occupazione. L'ampiezza di tali conseguenze positive dipende in parte dalla capacità di assorbimento del paese ospitante³. L'evidenza empirica conferma l'impatto positivo degli IDE sui paesi dell'UE⁴.

Le economie avanzate hanno tradizionalmente avuto un peso significativo sia come fonti che come destinatarie di IDE. Fino all'inizio della Grande recessione, quasi il 90 per cento dei flussi di IDE in uscita proveniva dalle economie avanzate. I paesi dell'UE occupavano una posizione di particolare rilievo, con una quota di IDE in uscita a livello mondiale pari a circa il 50 per cento. L'UE e le altre economie avanzate attraevano al contempo tra il 60 e il 70 per cento del totale dei flussi di IDE in entrata.

Dal 2008 il panorama degli IDE a livello mondiale ha subito un drastico cambiamento. Gli IDE in entrata e in uscita dalle economie emergenti hanno iniziato a diventare rilevanti. Nel 2014 a tali economie erano ascrivibili il 41 per cento degli IDE mondiali in uscita e il 56 per cento di quelli in entrata, mentre le corrispondenti quote di IDE relative all'UE si erano contratte fino a raggiungere rispettivamente il 15 e il 18 per cento.

Il presente articolo offre una disamina delle principali tendenze e determinanti degli IDE. La sezione 2 delinea alcuni andamenti fondamentali. La sezione 3 si concentra sulle determinanti degli IDE. La sezione 4 tratta

² Gli investimenti in nuovi progetti sono motivati dall'ambizione delle multinazionali di sfruttare il loro vantaggio competitivo all'estero. Tale tipologia di investimento si fonda sulla realizzazione di attività economiche molto simili e complementari a quelle già sviluppate dalla casa madre. Le fusioni e acquisizioni riguardano l'acquisto di almeno il 10 per cento delle azioni di un'impresa esistente e sono riconducibili ai seguenti obiettivi: a) ampliare la propria quota di mercato mediante l'acquisizione di concorrenti; b) sfruttare le sinergie tra società investitrici e società obiettivo (ad esempio, sotto il profilo tecnologico); c) internalizzare attività legate al paese di destinazione possedute dalla società obiettivo (ad esempio, quota di mercato o conoscenza del contesto istituzionale). Cfr. Davies, R.B., Desbordes, R. e Ray, A., "Greenfield versus Merger & Acquisition FDI: Same Wine, Different Bottles?", *UCD Centre for Economic Research Working Paper Series*, WP15/03, University College Dublin School of Economics, 2015; Nocke, V. e Yeaple, S.R., "Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity", *Journal of International Economics*, vol. 72, n. 2, 2007, pagg. 336-365.

³ Cfr. Blomström, M. e Kokko, A., "Multinational Corporations and Spillovers", *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, n.3, 1998, pagg. 247-277.

⁴ Cfr., ad esempio, Ashraf, A., Herzer, D. e Nunnenkamp, P., "The Effects of Greenfield FDI and Cross-border M&As on Total Factor Productivity", *The World Economy*, vol. 39, n.11, 2016, pagg. 1728-1755; Bertrand, O., "Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France", *Research Policy*, vol. 38, n. 6, 2009, pagg. 1021-1031; Bloom, N., Sadun, R. e Van Reenen, J., "Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle", *American Economic Review*, vol. 102, n. 1, 2012, pagg. 167-201; Dachs, B. e Peters, B., "Innovation, employment growth, and foreign ownership of firms: A European perspective", *Research Policy*, vol. 43, n. 1, 2014, pagg. 214-232; Girma, S. e Görg, H., "Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-differences matching approach", *Journal of International Economics*, vol. 72, n. 1, 2007, pagg. 97-112.

il rapporto tra IDE ed esportazioni, in particolare se i due elementi siano complementari o alternativi. La sezione 5, infine, esamina l'evoluzione nel tempo degli IDE relativi ai paesi dell'UE appartenenti o meno all'area dell'euro, analizzando, tra le altre cose, se la partecipazione all'UE/area dell'euro aiuti ad attrarre gli IDE in entrata.

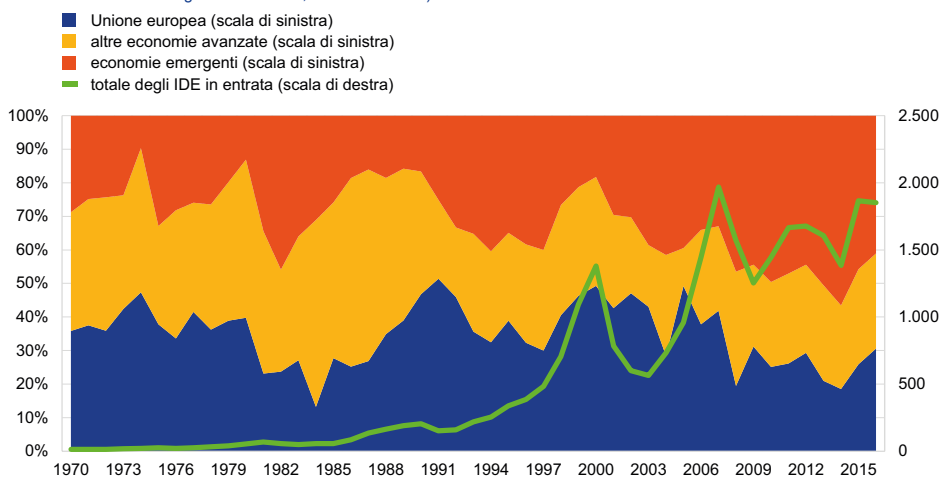
2 Andamenti principali degli IDE a livello mondiale

Negli ultimi due decenni la mappa mondiale degli IDE in entrata e in uscita è cambiata in misura considerevole. Tradizionalmente gli IDE provenivano dalle economie avanzate, che ne costituivano altresì la destinazione principale (cfr. grafico 1). Dall'inizio degli anni 2000 l'importanza delle economie emergenti come destinatarie degli investimenti è progressivamente aumentata. Nel 2013 tali economie hanno attratto per la prima volta oltre il 50 per cento degli IDE in entrata a livello mondiale⁵.

Grafico 1

Investimenti diretti esteri in entrata per destinazione

(scala di sinistra: quota di IDE in entrata a livello mondiale riconducibile alle economie avanzate ed emergenti, valori percentuali;
scala di destra: totale degli IDE in entrata, miliardi di dollari)



Fonte: UNCTAD.

Negli ultimi 16 anni è inoltre gradualmente aumentata l'importanza delle economie emergenti come fonti di IDE. Come illustrato nel grafico 2, dall'inizio degli anni 2000 la quota di IDE provenienti dalle economie emergenti ha iniziato a crescere. Dopo il 2008 il tasso di crescita di tali investimenti ha subito un'accelerazione e nel 2014 le economie emergenti rappresentavano il 41 per cento del totale degli IDE in uscita⁶.

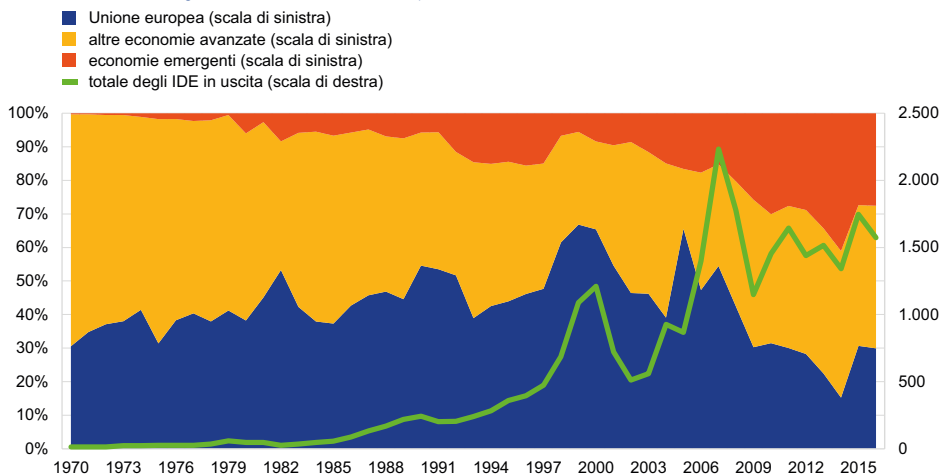
⁵ I dati relativi ai flussi di IDE contenuti nella presente sezione sono tratti dalla Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD). Il periodo in esame va dal 1970 al 2016.

⁶ Sarebbe lecito attendersi che il totale degli IDE in entrata e il totale degli IDE in uscita mostrati nei grafici 1 e 2 si equivalgano. Tuttavia, a causa di differenze statistiche principalmente riconducibili a definizioni lievemente diverse tra paesi, le due serie presentano delle discrepanze.

Grafico 2

Investimenti diretti esteri in uscita per provenienza

(scala di sinistra: quota di IDE in uscita a livello mondiale riconducibile alle economie avanzate e in via di sviluppo, valori percentuali; scala di destra: totale degli IDE in uscita, miliardi di dollari)



Fonte: UNCTAD.

Nell'UE e nelle altre economie avanzate le attività di fusione e acquisizione costituiscono la parte più rilevante dei flussi totali di IDE in entrata.

Tra il 2003 e il 2016 una quota crescente di IDE in entrata nell'UE e nelle altre economie avanzate era rappresentata da operazioni di fusione e acquisizione⁷. Come illustrato nel grafico 3, in entrambi i gruppi di paesi tale tipologia di attività nel 2016 costituiva circa l'80 per cento del totale dei flussi di IDE in entrata. Sebbene le operazioni di fusione e acquisizione abbiano acquisito importanza anche nelle economie emergenti, gli IDE in entrata di tali paesi risultano ancora dominati dagli investimenti in nuovi progetti. Nel 2016 questi ultimi hanno rappresentato circa l'80 per cento degli IDE in entrata nelle economie emergenti. Andamenti simili si osservano anche nel caso degli IDE in uscita. Per l'UE e le altre economie avanzate, nel 2016 le operazioni di fusione e acquisizione erano diventate la tipologia privilegiata di investimento in uscita, mentre per le economie emergenti rimanevano prevalenti gli impieghi in nuovi progetti. A livello mondiale, nel periodo compreso tra il 2003 e il 2016, le economie emergenti costituivano la destinazione del 62,7 per cento del totale degli investimenti in nuovi progetti e del 19,3 per cento degli impieghi in attività di fusione e acquisizione. In termini di IDE in uscita, l'UE e le altre economie avanzate rappresentavano il 72 per cento degli investimenti in nuovi progetti e l'82,4 per cento di quelli in operazioni di fusione e acquisizione.

Il settore dei servizi è divenuto l'obiettivo principale delle acquisizioni estere.

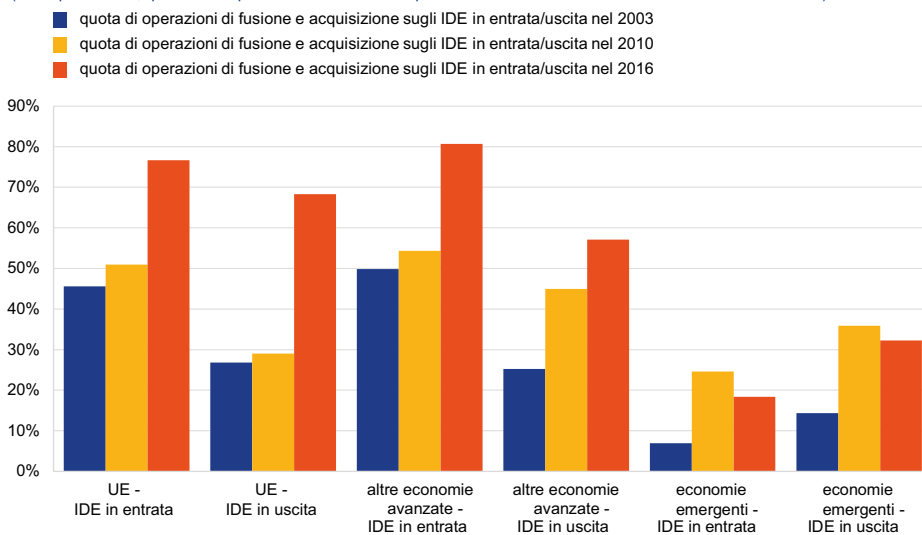
Negli anni tra il 2003 e il 2016 la distribuzione settoriale degli IDE in entrata si è mantenuta piuttosto costante. In tale periodo il 70 per cento delle operazioni internazionali di fusione e acquisizione ha interessato il settore dei servizi, seguito dai settori manifatturiero (24 per cento) e primario (6 per cento). Nel caso degli investimenti in nuovi progetti la distribuzione tra servizi e settore manifatturiero si

⁷ Si esamina soltanto il periodo compreso tra il 2003 e il 2016 a causa della limitata disponibilità di dati statistici concernenti le operazioni di fusione e acquisizione e gli investimenti in nuovi progetti.

Grafico 3

Quota delle operazioni di fusione e acquisizione sugli IDE in entrata e in uscita a livello mondiale nel periodo 2003-2016

(valori percentuali; quota delle operazioni di fusione e acquisizione sul totale dei volumi di IDE in entrata e in uscita)



Fonti: UNCTAD, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi agli investimenti in nuovi progetti in entrata e in uscita sono tratti dall'UNCTAD. I dati relativi alle operazioni di fusione e acquisizione in entrata e in uscita sono tratti da Thomson Reuters. Le elaborazioni sono basate su un campione di 94 paesi. Il totale dei volumi di IDE in entrata e in uscita per ciascun anno (2003, 2010 e 2016) è calcolato come la somma tra i flussi di investimenti in nuovi progetti e i flussi di operazioni di fusione e acquisizione rispettivamente in entrata e in uscita.

è mostrata più equilibrata (50,4 e 48,2 per cento rispettivamente), mentre il settore primario rappresentava una quota estremamente ridotta (1,4 per cento)⁸.

3 Determinanti strutturali degli IDE

Le multinazionali possono intraprendere attività di IDE per una serie di ragioni strategiche (utilizzando piattaforme locali per rafforzare la penetrazione nel mercato, assorbendo o trasferendo nuove tecnologie, assicurandosi l'accesso alle risorse o il controllo dei concorrenti, riducendo i costi di produzione, ecc.). Di solito l'internazionalizzazione di un'impresa dipende da tre condizioni fondamentali: a) produttività elevata, in quanto solo le imprese più produttive sono in grado di investire all'estero; b) esistenza di vantaggi specifici dell'azienda che non sono facilmente trasferibili a terze parti e sono al centro della sua produzione; c) una posizione di mercato relativamente forte nel paese di residenza⁹. Le determinanti degli IDE, a loro volta, possono essere raggruppate come segue: a) proprietà, che consente a un'impresa di sfruttare al meglio i propri vantaggi competitivi all'estero; b) collocazione fisica, che implica il godimento dei benefici propri del luogo in cui è situata geograficamente (ad esempio, offerta di lavoro o risorse naturali);

⁸ I dati statistici si basano sul totale dei progetti di IDE (investimenti in nuovi progetti e operazioni di fusione e acquisizione) risalenti al periodo 2003-2016. I dati sono tratti dall'UNCTAD (2017), op. cit., tavole 16 e 23 dell'allegato.

⁹ Cfr. Helpman, E., Melitz, M.J. e Yeaple, S.R., "Export Versus FDI with Heterogeneous Firms", *American Economic Review*, vol. 94, n. 1, 2004, pagg. 300-316; Hymer, S.H., *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, MIT Press, 1976; Love, J.H., "Technology sourcing versus technology exploitation: an analysis of US foreign direct investment flows", *Applied Economics*, vol. 35, n. 15, 2003, pagg. 1667-1678.

c) internalizzazione, mediante la quale un'impresa assorbe i mercati esteri per utilizzare o generare attività. Gli IDE sono dunque trainati da quattro fattori principali: a) mercati; b) attività; c) risorse naturali; d) ricerca di efficienza¹⁰.

In primo luogo, investendo all'estero le società potrebbero ambire ad accedere a mercati nuovi e promettenti. Da questo punto di vista, gli IDE in entrata dovrebbero tendere a mostrare una correlazione positiva con le dimensioni dell'economia del paese ospitante e con le sue potenzialità di mercato in termini di crescita economica¹¹.

In secondo luogo, gli IDE volti all'acquisizione di attività sono indotti dall'accesso a risorse e competenze nuove e complementari. Tale tipologia di investimenti è motivata dall'ambizione di un'impresa di migliorare o ampliare le proprie tecnologie, le competenze manageriali o la forza lavoro ed è spesso diretta verso le economie avanzate¹². Nell'UE il progresso tecnologico ha rappresentato una delle principali determinanti degli IDE in entrata¹³. Nel caso delle economie emergenti, al contrario, non si ipotizza una correlazione positiva tra intensità tecnologica e IDE in entrata.

In terzo luogo, i flussi di IDE potrebbero essere determinati anche dal desiderio di accedere a risorse naturali. È più probabile che tale tipologia di IDE sia diretta verso le economie emergenti dotate di abbondanti risorse naturali. Tuttavia, l'ampia disponibilità di tali risorse può anche inibire l'afflusso di IDE nelle economie emergenti a causa del fenomeno noto come "maledizione delle risorse naturali", ossia l'impatto negativo esercitato sul lungo periodo dalla ricchezza di risorse naturali sullo sviluppo di un paese (ad esempio, in termini di crescita economica, qualità delle istituzioni o allocazione del capitale), potenzialmente in grado di ostacolare la capacità di attrarre IDE¹⁴. Tale effetto non è però universale né inevitabile, ma interessa alcuni paesi in determinate circostanze, quali l'elevata dipendenza dalle esportazioni e dalle entrate fiscali generate dal patrimonio di risorse, i tassi di risparmio contenuti, l'alta volatilità dei redditi derivanti dalle risorse e l'alto rischio che altre attività del paese subiscano conseguenze negative da un maggiore afflusso di IDE.

In quarto luogo, gli IDE motivati dalla ricerca di efficienza sono essenzialmente indotti da più bassi costi del lavoro e dalla maggiore produttività. Nel caso dei costi del lavoro, i riscontri esistenti in letteratura sono ben lontani dall'essere definitivi¹⁵. In generale, tale tipologia di investimenti dovrebbe essere diretta verso le economie

¹⁰ Cfr. Dunning, J.H., "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions", *Journal of International Business Studies*, vol. 19, n. 1, 1988, pagg. 1-31.

¹¹ Cfr. Blonigen, B.A., "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants", *Atlantic Economic Journal*, vol. 33, n. 4, 2005, pagg. 383-403; Davies et al. (2015), op. cit.; Nielsen, B.B., Asmussen, C.G. e Weatherall, C.D., "The location choice of foreign direct investments: Empirical evidence and methodological challenges", *Journal of World Business*, vol. 52, n. 1, 2017, pagg. 62-82.

¹² Cfr. Amighini, A.A., Rabellotti, R. e Sanfilippo, M., "Do Chinese state-owned and private enterprises differ in their internationalization strategies?", *China Economic Review*, vol. 27, 2013, pagg. 312-325.

¹³ Cfr. Villaverde, J. e Maza, A., "The determinants of inward foreign direct investment: Evidence from the European regions", *International Business Review*, vol. 24, n. 2, 2015, pagg. 209-223. Gli autori definiscono il progresso tecnologico in termini di investimenti in ricerca e sviluppo, personale impiegato in ricerca e sviluppo, intensità tecnologica del settore e capitale umano.

¹⁴ Cfr. Asiedu, E., "Foreign direct investment, natural resources and institutions", *IGC Working Papers*, International Growth Centre, marzo 2013.

¹⁵ Cfr. Nielsen et al. (2017), op. cit.

emergenti dotate di un'ampia offerta di manodopera a basso costo (ad esempio, Cina e Vietnam) per lo sviluppo di attività economiche a scarso valore aggiunto¹⁶.

Le ricerche confermano l'importanza del ruolo svolto dalla qualità delle istituzioni nella determinazione degli IDE in entrata¹⁷. Una qualità delle istituzioni inadeguata comporta costi operativi e di transazione più ingenti¹⁸. È probabile che le multinazionali evitino i paesi altamente instabili in quanto tale caratteristica può comportare improvvisi mutamenti del quadro normativo e maggiori rischi di espropriazione¹⁹. In modo analogo, tendono a evitare i paesi con elevati livelli di corruzione e burocrazia, poiché questi si traducono in costi supplementari diretti che gravano sull'attività di impresa²⁰. Viceversa, le multinazionali considerano in maniera positiva il rispetto dello stato di diritto e la tutela dei diritti di proprietà privata. Una determinante degli IDE in entrata altrettanto significativa è la facilità di svolgere l'attività di impresa (ad esempio, in termini di accesso ai finanziamenti, di disposizioni in materia di scambi commerciali e della quantità di passaggi necessari per avviare un'impresa)²¹.

Anche la stabilità macroeconomica, infine, è una determinante fondamentale degli IDE in entrata. L'assenza di ampie oscillazioni dell'inflazione e dei tassi di cambio nel paese ospitante è un vantaggio legato alla collocazione geografica che è in grado di attrarre IDE riducendo i rischi legati alle aspettative sul valore di attività e utili generati all'estero.

Quando investono all'estero, le multinazionali delle economie emergenti sono spinte da motivazioni precise. Le multinazionali delle economie emergenti differiscono da quelle delle economie avanzate in quanto tendono a essere caratterizzate dall'assenza di vantaggi connessi alla proprietà e dalla mancanza di esperienza internazionale, nonché a essere condizionate dalla scarsa qualità delle istituzioni dei propri paesi di origine²². Si distinguono, inoltre, per il ruolo significativo che le multinazionali di Stato ancora svolgono nelle economie emergenti. Per le multinazionali di tali economie, pertanto, investire all'estero ha l'obiettivo primario di rendere l'impresa competitiva a livello mondiale colmandone il divario di competitività²³. Le multinazionali delle economie emergenti cercano quindi di acquisire tecnologie e competenze manageriali, nonché di accedere a manodopera altamente qualificata, tutti fattori scarsi nei rispettivi paesi di residenza e potenzialmente costosi da sviluppare

¹⁶ Cfr. Buckley, P.J., Clegg, L.J., Cross, A.R., Liu, X., Voss, H. e Zheng, P., "The determinants of Chinese outward foreign direct investment", *Journal of International Business Studies*, vol. 38, n. 4, 2007, pagg. 499-518.

¹⁷ Cfr. Blonigen (2005), op. cit. e Nielsen et al. (2017), op. cit.

¹⁸ Cfr. Dunning, J.H., "Internationalizing Porter's Diamond", *MIR: Management International Review*, vol. 33, 1993, pagg. 7-15.

¹⁹ Cfr. Bénassy-Quéré, A., Maylis, C. e Thierry, M., "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment", *The World Economy*, vol. 30, n. 5, 2007, pagg. 764-782.

²⁰ Cfr. Wei, S.-J., "How Taxing is Corruption on International Investors?", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 82, n. 1, 2000, pagg. 1-11.

²¹ Cfr. Carril-Caccia, F., Ghali, S., Milgram Baleix, J., Paniagua, J. e Zitouna, H., "FDI in MENA: Impact of political and trade liberalisation process", *Femise Research Papers*, FEM41-07, Forum Euroméditerranéen des Instituts de Sciences Économiques, 2018; Corcoran, A. e Gillanders, R., "Foreign direct investment and the ease of doing business", *Review of World Economics*, vol. 151, n. 1, 2015, pagg. 103-126.

²² Cfr. Buckley et al. (2007), op. cit.

²³ Cfr. Amal, M., Baffour Awuah, G., Raboch, H. e Andersson, S., "Differences and similarities of the internationalization processes of multinational companies from developed and emerging countries", *European Business Review*, vol. 25, n. 5, 2013, pagg. 411-428.

internamente. Un'ulteriore caratteristica distintiva delle multinazionali dei paesi emergenti è che, soprattutto in relazione alle risorse naturali, si mostrano più inclini rispetto alle multinazionali delle economie avanzate a operare in paesi ospitanti che hanno istituzioni di scarsa qualità²⁴. Il riquadro 1 fornisce una disamina delle attività delle maggiori multinazionali appartenenti alle economie sia avanzate che emergenti in termini di risultati economici, intensità del capitale e rilevanza economica complessiva.

L'internazionalizzazione delle multinazionali delle economie emergenti è condizionata dalle politiche dei rispettivi governi nazionali, spesso perseguite per il tramite di aziende di proprietà dello Stato. La Cina ne è un esempio significativo: iniziative del governo quali la politica del "Go Global", il piano "One Belt One Road" e il programma "China Manufacturing 2025" stanno favorendo e determinando gli investimenti delle aziende cinesi all'estero²⁵.

Riquadro 1

Multinazionali e operazioni di investimento

a cura di Federico Carril-Caccia ed Elena Pavlova

Gli indicatori relativi all'economia reale, come l'attività sull'estero, segnalano che in prevalenza le maggiori multinazionali provengono ancora da grandi economie avanzate e dal settore manifatturiero, benché l'importanza delle multinazionali delle economie emergenti e del settore dei servizi sia in aumento. Stando alla classifica delle 100 più grandi multinazionali a livello mondiale elaborata dall'UNCTAD nel 2015, unicamente otto di esse appartenevano alle economie emergenti e 62 provenivano da soli quattro paesi: Stati Uniti (21 società), Regno Unito (17), Germania (13) e Giappone (11). Più della metà di tali multinazionali opera nei seguenti settori: autoveicoli; industria mineraria, estrattiva e petrolifera; prodotti farmaceutici; elettricità, gas e fornitura idrica; raffinazione del petrolio e, nell'ambito del settore dei servizi, telecomunicazioni. Nel 2016 cinque delle dieci maggiori multinazionali per capitalizzazione di mercato operavano nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione²⁶.

Le più grandi multinazionali a livello mondiale secondo la classifica dell'UNCTAD svolgono un ruolo di particolare rilevanza in termini di occupazione, vendite e attività nei paesi ospitanti in cui operano. Le attività sull'estero di tali imprese risultano sorprendentemente elevate se confrontate con i dati di alcuni stati nazionali: l'impresa con il maggior numero di occupati all'estero conta 800 mila dipendenti, più della forza lavoro totale dell'Estonia; il volume di vendite all'estero di una delle principali società automobilistiche (190 miliardi di dollari) equivale al PIL annuale di paesi come la Grecia e il Portogallo e le attività sull'estero detenute dalla più grande azienda petrolifera (290 miliardi di dollari) sono prossime al PIL annuale di economie quali l'Irlanda e la Colombia. Analogamente, la capitalizzazione di mercato di una delle maggiori aziende di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (circa 600 miliardi di dollari nel 2016) è pari al PIL dell'Argentina²⁷.

²⁴ Cfr. Buckley et al. (2007), op. cit.

²⁵ Cfr. Huang, Y., "Understanding China's Belt & Road Initiative: Motivation, framework and assessment", *China Economic Review*, vol. 40, 2016, pagg. 314-321; Wuttke, J., "The Dark Side of China's Economic Rise", *Global Policy*, vol. 8, n. S4, 2017, pagg. 62-70; Buckley et al. (2007), op. cit.

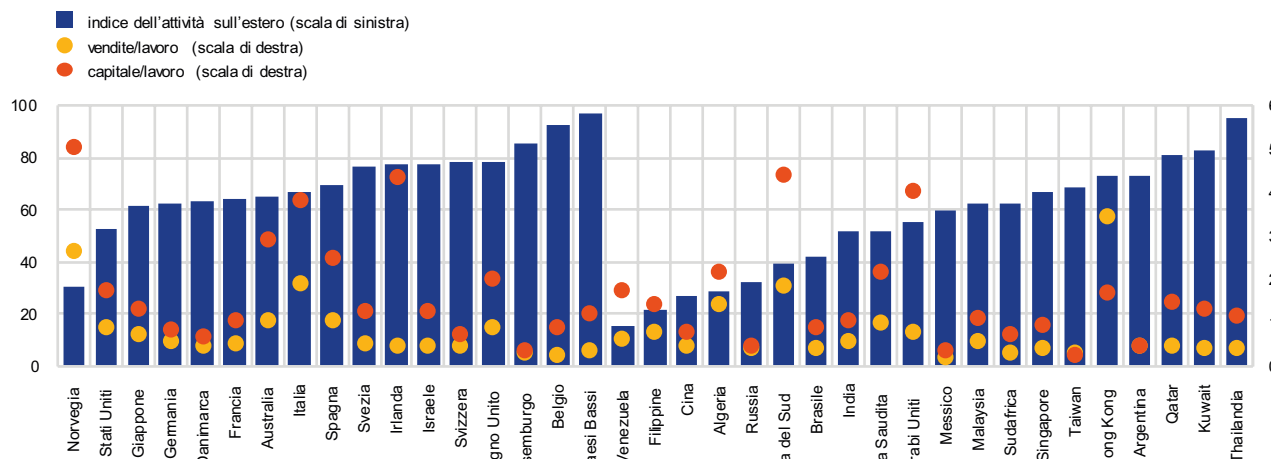
²⁶ Cfr. Gray, A., "These are the world's 10 biggest corporate giants", World Economic Forum, 2017.

²⁷ See Gray (2017), op. cit.

Grafico A

Principali caratteristiche delle multinazionali per paese

(percentuali ponderate)



Fonti: UNCTAD, World Investment Report 2016 – Investor Nationality: Policy Challenges, Nazioni Unite, 2016 e UNCTAD (2017), rispettivamente tavole 24 e 25 dell'allegato. Note: i dati si riferiscono all'anno 2015 e considerano le 100 maggiori multinazionali e le 100 maggiori multinazionali delle economie emergenti a livello mondiale. Gli indicatori relativi all'attività sull'estero, al rapporto vendite/lavoro e a quello capitale/lavoro rappresentano la media per paese.

Il confronto tra le 92 più grandi multinazionali delle economie avanzate e le 100 maggiori multinazionali delle economie emergenti mostra che nel 2015 le prime hanno registrato in media il 4 per cento in più di vendite per occupato rispetto alle seconde. Inoltre, il rapporto capitale/lavoro delle multinazionali delle economie avanzate è risultato più elevato del 31 per cento e l'importanza relativa della loro attività economica all'estero, misurata dall'indice dell'attività sull'estero²⁸, è stata superiore del 26 per cento (cfr. grafico A).

Il totale degli IDE mondiali è dominato da un numero relativamente ridotto di operazioni di entità considerevole. Nel 2016, ultimo anno per il quale risultano disponibili dati completi, si sono registrati circa 21 mila progetti di IDE, per un volume di quasi 1.800 miliardi di dollari. Di tali progetti, 215 operazioni di fusione e acquisizione hanno costituito il 55 per cento del volume totale. I maggiori investitori in termini di quantità di progetti di fusione e acquisizione aventi valore superiore al miliardo di dollari sono stati gli Stati Uniti (18,6 per cento), la Cina (15,4 per cento) e il Regno Unito (8,4 per cento), mentre i destinatari principali sono risultati gli Stati Uniti (33 per cento), il Regno Unito (11,2 per cento) e la Germania (4,7 per cento). È interessante rilevare che il 58 per cento di queste grandi operazioni ha interessato il settore dei servizi²⁹.

4 IDE ed esportazioni: sostituti o complementari?

Gli IDE e le esportazioni sono stati tradizionalmente considerati sostituti nella soddisfare la domanda di un mercato straniero. L'idea alla base di tale assunto è che una multinazionale preferisca investire all'estero, anziché esportare dal paese di residenza, per scongiurare il rischio di perdere il proprio vantaggio tecnologico in favore dei concorrenti³⁰ ed evitare costi come quelli relativi a trasporti, dazi e misure

²⁸ L'indice dell'attività sull'estero è calcolato sulla base della quota di occupati all'estero della multinazionale, così come delle attività e delle vendite sull'estero.

²⁹ I dati statistici si basano su UNCTAD (2017), op. cit., tavola 17 dell'allegato.

³⁰ Cfr. Dunning (1988), op. cit.

anti-dumping³¹ ("IDE orizzontali"). Attraverso gli IDE orizzontali un'impresa può sfruttare il know-how e le capacità tecnologiche possedute senza che terze parti se ne appropriino, come potrebbe più facilmente accadere per il tramite dei meccanismi delle catene di approvvigionamento.

Di fatto, le multinazionali spesso affiancano le esportazioni al possesso di sussidiarie all'estero. Tale fenomeno le ha portate a coprire una quota crescente del commercio mondiale³². Le evidenze riscontrabili in letteratura, inoltre, suggeriscono l'esistenza di una correlazione positiva tra la capacità di attrarre IDE e il grado di apertura commerciale di un paese³³. Ciò induce a interrogarsi su quali tipologie di IDE siano correlate positivamente con l'apertura commerciale e con le esportazioni dal paese di origine a quello ospitante.

In primo luogo, mediante gli IDE verticali, le multinazionali distribuiscono e ottimizzano la loro produzione tra i paesi. Le sedi centrali e le sussidiarie svolgono attività economiche specifiche, anziché ad ampio spettro, e i diversi siti produttivi sono collegati tra loro da legami commerciali (importazioni ed esportazioni)³⁴. Tale tipologia di investimenti è per sua natura volta alla ricerca di efficienza: le multinazionali sfruttano le diverse caratteristiche dei vari paesi per minimizzare i costi. I processi produttivi a livello mondiale diventano quindi più frammentati, in quanto le imprese collocano la produzione e si procurano input produttivi fuori dai confini nazionali.

In secondo luogo, gli IDE possono anche costituire uno strumento per facilitare l'ingresso in mercati esteri tramite le esportazioni. Gli IDE a sostegno delle esportazioni si riferiscono agli investimenti delle multinazionali nel settore del commercio all'ingrosso e al dettaglio³⁵. Secondo questo schema, la multinazionale istituisce una sussidiaria in un paese straniero per importare e distribuire i suoi beni o servizi. In questo caso, a differenza di quanto avviene per gli IDE orizzontali, esportazioni bilaterali di beni finali e IDE sono correlati positivamente.

In terzo luogo, le multinazionali investono all'estero anche per fornire direttamente i propri prodotti al paese ospitante e a paesi terzi.

Gli "IDE per le piattaforme di esportazione" puntano a soddisfare le regioni prescelte in modo da integrare o sostituire le esportazioni³⁶. Tale strategia di investimento, in genere diretta a paesi appartenenti a un mercato comune, viene attuata se la somma tra i costi di produzione nel mercato di residenza e i costi commerciali sostenuti per soddisfare un determinato mercato straniero è superiore ai costi generati dal produrre ed esportare da un paese terzo. Gli investimenti di questo tipo non

³¹ Cfr. Blonigen (2005), op. cit.

³² Cfr. Antràs, P. e Yeaple, S.R., "Multinational Firms and the Structure of International Trade", *Handbook of International Economics*, vol. 4, 2014, pagg. 55-130.

³³ L'apertura commerciale è definita come il rapporto tra l'interscambio totale e il PIL. Cfr. Chakrabarti, A., "The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions", *Kyklos*, vol. 54, n. 1, 2001, pagg. 89-114.

³⁴ Cfr. Hanson, G.H., Mataloni Jr, R.J. e Slaughter, M.J., "Vertical Production Networks in Multinational Firms", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n. 4, 2005, pagg. 664-678.

³⁵ Cfr. Krautheim, S., "Export-supporting FDI", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 46, n. 4, 2013, pagg. 1571-1605.

³⁶ Cfr. Ekholm, K., Forslid, R. and Markusen, J.R., "Export-platform foreign direct investment", *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n. 4, 2007, pagg. 776-795.

implicano necessariamente la riproduzione dell'intera attività economica dell'impresa all'estero, in quanto il commercio di beni intermedi e servizi avrà luogo probabilmente tra la sede principale dell'azienda e le sue sussidiarie estere, contribuendo così al funzionamento delle catene globali del valore.

Le politiche di liberalizzazione degli scambi dovrebbero incidere in svariati modi su ciascuna tipologia di IDE descritta (orizzontale, verticale, a sostegno delle esportazioni e per le piattaforme di esportazione). È probabile che tali politiche ostacolino gli IDE orizzontali poiché riducono i costi commerciali e, di conseguenza, l'incentivo a produrre nei mercati stranieri anziché esportare. La liberalizzazione degli scambi bilaterali che comporta accordi di scambio "approfonditi" (contenenti, ad esempio, disposizioni non commerciali su investimenti e concorrenza, clausole legali e istituzionali, nonché collaborazione economica) tende ad agevolare gli IDE verticali e quelli a sostegno delle esportazioni. La redditività di entrambe le strategie aumenta al diminuire dei costi commerciali. La relazione con gli IDE per le piattaforme di esportazione risulta meno chiara, dal momento che la loro natura può variare dall'essere puramente orizzontale al configurarsi in maniera simile a quella degli IDE a sostegno delle esportazioni. Tuttavia, saranno sempre orientati a soddisfare non soltanto un paese ma un'intera regione.

Il riquadro 2 esamina il rapporto tra le operazioni di fusione e acquisizione e il valore aggiunto incorporato nelle esportazioni. I risultati ottenuti evidenziano l'esistenza di una relazione di complementarità, principalmente imputabile agli IDE a sostegno delle esportazioni, tra le attività di fusione e acquisizione e le esportazioni dal paese di origine a quello ospitante.

Riquadro 2

Il rapporto fra le operazioni di fusione e acquisizione e il valore aggiunto incorporato nelle esportazioni

a cura di Federico Carril-Caccia ed Elena Pavlova

Per studiare il rapporto fra operazioni di fusione e acquisizione ed esportazioni viene stimata un'estensione del modello gravitazionale. Tale modello mostra come gli investimenti in fusioni e acquisizioni fatti da un paese di origine i e diretti a un paese di destinazione j siano influenzati da diverse misure dei flussi di esportazione da i a j . Stimiamo la seguente equazione³⁷:

$$MA = f(GDPsum, diffGDPpc, currency, PTA, BIT, rulelaw, exports)$$

Il modello così configurato prende in esame, sia per il paese di origine che per quello di destinazione, la dimensione economica ($GDPsum$), la differenza tra di essi in termini di intensità del capitale ($diffGDPpc$), l'utilizzo di una valuta comune ($currency$), l'esistenza tra i due di accordi commerciali preferenziali (PTA) o di un trattato bilaterale d'investimento (BIT), nonché la qualità delle istituzioni di entrambi ($rulelaw$)³⁸. La variabile studiata è $exports$, che indica in quale misura

³⁷ È stato utilizzato lo stimatore Poisson Pseudo Maximum Likelihood (PPML). Cfr. Santos Silva, J.M.C. e Tenreyro, S., "The Log of Gravity", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n. 4, 2006, pagg. 641-658.

³⁸ Il modello include inoltre gli effetti fissi per coppia di paesi, così da controllare per tutti i costi di transazione invariati rispetto al tempo fra diverse coppie di paesi (ad esempio la distanza), nonché gli effetti fissi per ciascun anno, per tener conto degli andamenti macroeconomici a livello mondiale.

le variazioni nelle esportazioni dal paese di origine a quello di destinazione in un determinato anno si riverberino sulle operazioni di fusione e acquisizione. Sotto l'ipotesi di un effetto di sostituzione (IDE orizzontali) ci si attende una correlazione negativa, mentre una correlazione positiva implicherebbe una complementarità fra fusioni e acquisizioni ed esportazioni (IDE verticali o IDE a sostegno delle esportazioni).

L'analisi sfrutta una base dati di Thomson Reuters sulle operazioni di fusione e acquisizione bilaterali e il World Input-Output Database (WIOD). La serie di dati copre 41 paesi di origine e di destinazione, vale a dire più dell'80 per cento del commercio mondiale, delle fusioni e acquisizioni e del PIL nel periodo analizzato (2000-2014). La base dati sulle fusioni e acquisizioni consente di analizzare separatamente il numero dei progetti di fusione e acquisizione (che dà un'indicazione della capacità di dare vita a nuovi rapporti bilaterali) e il loro valore (che dà conto del flusso dei capitali). La base dati WIOD consente un'analisi separata delle esportazioni di beni finali e di quelli intermedi, così come del valore aggiunto che esse incorporano. Pertanto, l'analisi considera separatamente il valore aggiunto interno incorporato nelle esportazioni di beni finali e intermedi, il valore aggiunto interno che ritorna al paese di origine tramite esportazioni di beni finali e intermedi e il valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni di beni finali e intermedi³⁹. Se si considera il valore aggiunto incorporato nelle esportazioni è possibile, a differenza di quanto avviene con le esportazioni lorde, tener conto anche degli input interni ed esteri utilizzati per l'esportazione. Si evitano inoltre le problematiche legate al doppio conteggio di esportazioni e importazioni⁴⁰.

Tavola A

Operazioni di fusione e acquisizione e valore aggiunto incorporato nelle esportazioni

(risultati di una stima del modello di gravità; variabile dipendente: operazioni di fusione e acquisizione)

	Valore aggiunto interno nelle esportazioni di beni finali	Valore aggiunto interno nelle esportazioni di beni intermedi	Valore aggiunto interno nelle esportazioni che ritorna al paese di origine tramite importazioni di beni finali e intermedi	Valore aggiunto estero nelle esportazioni di beni finali	Valore aggiunto estero nelle esportazioni di beni intermedi
Progetti di fusione e acquisizione	0,094** (0,04)	0,077 (0,07)	0,066** (0,03)	0,083** (0,03)	0,068 (0,06)
<i>R</i> ²	0,946	0,945	0,946	0,946	0,945
Valore delle operazioni di fusione e acquisizione	0,418* (0,22)	0,119 (0,23)	0,144 (0,10)	0,456** (0,22)	0,096 (0,20)
<i>R</i> ²	0,499	0,491	0,487	0,504	0,489
Osservazioni	17.671	17.699	17.668	17.671	17.670

Fonti: Thomson Reuters, WIOD (edizione 2016) ed elaborazioni della BCE.

Note: errori standard robusti fra parentesi, raggruppati per coppia di paesi.

*** valore $p < 0,01$, ** valore $p < 0,05$ e * valore $p < 0,10$.

³⁹ Il valore aggiunto incorporato nelle esportazioni è scomposto in linea con Wang, Z., Wei, S.J. e Zhu, K., "Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels", *NBER Working Papers*, n. 19677, 2013. Cfr. anche l'articolo *L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro* nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

⁴⁰ Poiché le esportazioni comprendono anche input importati e una quota del prodotto esportato finisce per tornare nel paese di origine, nelle statistiche sul commercio transfrontaliero una parte dei flussi commerciali viene conteggiata due volte. Inoltre, poiché la provenienza del valore aggiunto non viene rappresentata nelle statistiche sul commercio lordo, l'attività economica interna ed estera incorporata rispettivamente nelle esportazioni e nelle importazioni potrebbe essere sovrastimata. Infine, qualsiasi analisi che si basi su dati relativi al commercio lordo potrebbe sovrastimare la rilevanza di alcuni partner commerciali e sottovalutare l'importanza di altri.

I risultati della stima illustrata nella tavola A indicano che le operazioni di fusione e acquisizione forniscono prima di tutto sostegno alle esportazioni e che sono, in ampia misura, verticali. Le esportazioni di beni finali, a prescindere dal valore aggiunto interno o estero che incorporano, hanno un effetto positivo sul numero di progetti di fusione e acquisizione e sul loro valore. Questo elemento suggerisce che le operazioni di fusione e acquisizione vadano principalmente a sostegno delle esportazioni. Per contro, né il numero dei progetti, né il loro valore viene influenzato in alcuna maniera dalle esportazioni complessive di beni intermedi. Il valore aggiunto interno che ritorna al paese di origine tramite importazioni di beni finali e intermedi lavorati all'estero ha invece un effetto positivo sul numero di progetti. Nel complesso, quest'ultimo risultato dimostra che c'è una correlazione positiva fra gli IDE verticali e l'esportazione di beni intermedi che vengono lavorati all'estero prima di tornare al paese di provenienza.

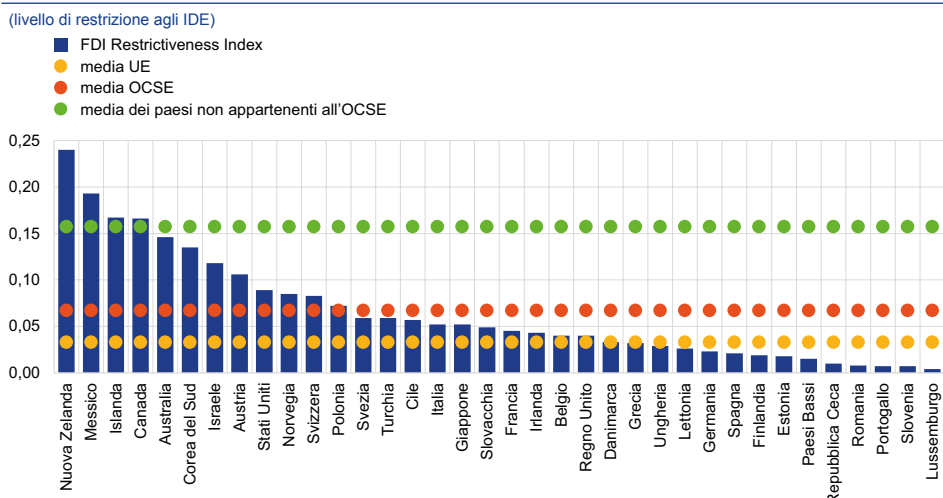
5 Investimenti diretti esteri nell'UE e nell'area dell'euro

Il processo di integrazione economica, monetaria e istituzionale all'interno dell'UE è stato uno dei fattori determinanti per gli IDE. Come messo in luce dall'analisi del riquadro 3, si stima che l'adesione all'UE e all'eurozona abbia dato slancio, per importi considerevoli, ai flussi di IDE bilaterali fra gli Stati membri.

All'interno dell'UE le restrizioni agli IDE in entrata sono, in media, minori rispetto ai paesi OCSE. Per quanto non vi sia omogeneità fra gli Stati membri, nell'UE le restrizioni agli IDE in entrata sono, al netto di due eccezioni, minori rispetto alla media dell'OCSE. Come evidenziato dalla figura 4, che illustra i vincoli regolamentari in materia di IDE in entrata nel 2016, ad eccezione di Austria e Polonia, tutti i paesi dell'UE subiscono minori restrizioni rispetto alla media dell'OCSE. Tuttavia, se da un lato paesi come Lussemburgo, Slovenia e Portogallo non sono soggetti praticamente

Grafico 4

Restrizioni agli IDE in entrata nel 2016



Fonte: FDI Regulatory Restrictiveness Index dell'OCSE.

Note: l'FDI Regulatory Restrictiveness Index dell'OCSE misura le restrizioni regolamentari agli investimenti diretti esteri in 22 settori economici. L'indicatore fornisce una misura dell'intensità delle restrizioni agli IDE in un determinato paese concentrandosi su quattro principali tipi: a) restrizioni alle posizioni azionarie sull'estero; b) meccanismi di selezione o di approvazione discriminatori; c) restrizioni sull'impiego di personale straniero in ruoli chiave; d) altre restrizioni operative, ad esempio limitazioni alla costituzione di reti territoriali e al rimpatrio dei capitali o alla proprietà fondiaria facente capo a imprese estere.

ad alcuna restrizione, altri paesi quali Austria, Polonia, Svezia, Italia, Slovacchia e Francia si collocano ben al di sopra della media dell'UE. A livello settoriale, nel settore manifatturiero gli Stati membri dell'UE non hanno quasi nessuna restrizione sugli IDE, mentre le restrizioni esistenti nel settore primario appaiono generalmente più significative rispetto a quelle presenti nel settore dei servizi.

L'incidenza dell'UE sugli IDE in entrata a livello mondiale si è ridotta dopo il 2007, mostrando però una lieve ripresa a partire dal 2015. Sebbene, in media, all'interno dell'UE le restrizioni sugli IDE in entrata si collochino decisamente al di sotto sia della media dei paesi OCSE che della media dei paesi non appartenenti all'OCSE, l'incidenza complessiva degli Stati membri sugli IDE in entrata a livello mondiale si è ridotta in maniera significativa nel periodo fra il 2008 e il 2014, per poi registrare una parziale ripresa. Il grafico 1 illustra la distribuzione degli IDE in entrata a livello mondiale su tre gruppi di paesi: l'UE (inclusendo gli IDE in entrata interni all'Unione), le altre economie avanzate e le economie emergenti. Prima del 2008 i paesi dell'UE erano i destinatari principali degli IDE a livello mondiale. Fra il 2000 e il 2007 i paesi dell'UE hanno attratto in media il 43,1 per cento degli IDE a livello mondiale, mentre le altre economie avanzate hanno attratto il 23,8 per cento e le economie emergenti il 33 per cento. Per contro, nel periodo fra il 2008 e il 2016 c'è stato un consistente spostamento della distribuzione degli IDE verso le economie emergenti, a scapito dell'UE. In tale periodo l'UE ha attratto, in media, solo il 26,7 per cento degli IDE a livello mondiale mentre il 25,2 per cento è andato alle altre economie avanzate e il 48,1 alle economie emergenti.

La Grande recessione che ha fatto seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008 ha inficiato la capacità dell'UE di attrarre IDE. Come illustrato nel grafico 5, tra il 2000 e il 2015 gli IDE in entrata si sono mostrati più volatili nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che nei paesi dell'area dell'euro. Parallelamente, il calo degli IDE in entrata verso l'UE dovuto alla crisi è stato più marcato nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Fra i fattori principali che hanno determinato la graduale riduzione degli IDE in entrata diretti alle economie dell'area dell'euro c'è il calo degli IDE provenienti da paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e la crisi dell'euro del 2012. Nel frattempo, a partire dal 2008 nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro si è registrato un calo significativo degli IDE in entrata provenienti da tutti gli Stati membri.

Dal 2007 anche il ruolo dell'UE come fonte di IDE all'interno della regione è andato scemando. Per i paesi dell'area dell'euro la prima fonte di IDE continuano a essere gli altri paesi dell'area dell'euro, sebbene il peso di questi ultimi sia andato gradualmente diminuendo nel corso dei primi anni della Grande recessione. Inoltre, nel 2012 gli IDE interni all'area sono crollati (cfr. grafico 5). Per le economie dell'UE non appartenenti all'area dell'euro questa tendenza si è rivelata ancor più drastica: nel 2008 il 70 per cento degli IDE complessivi diretti ai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro provenivano dai paesi dell'area dell'euro. Nel 2014 questa percentuale era scesa al 50 per cento.

Come nel resto del mondo, nell'UE i nuovi investitori sono aumentati considerevolmente. Il grafico 5 dimostra che dal 2008 la quota di IDE provenienti dalle economie emergenti è aumentata in maniera significativa, in particolare

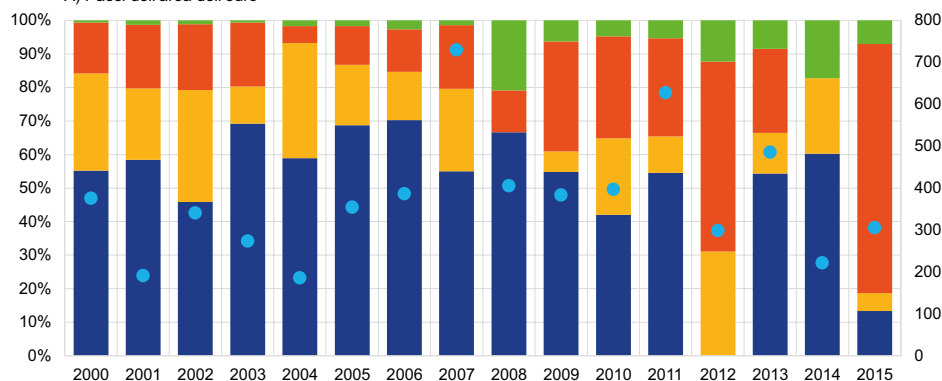
Grafico 5

Flussi di IDE in entrata per provenienza

(scala di sinistra: IDE in entrata diretti all'area dell'euro per provenienza, valori percentuali; scala di destra: totale degli IDE in entrata diretti all'area dell'euro, miliardi di dollari)

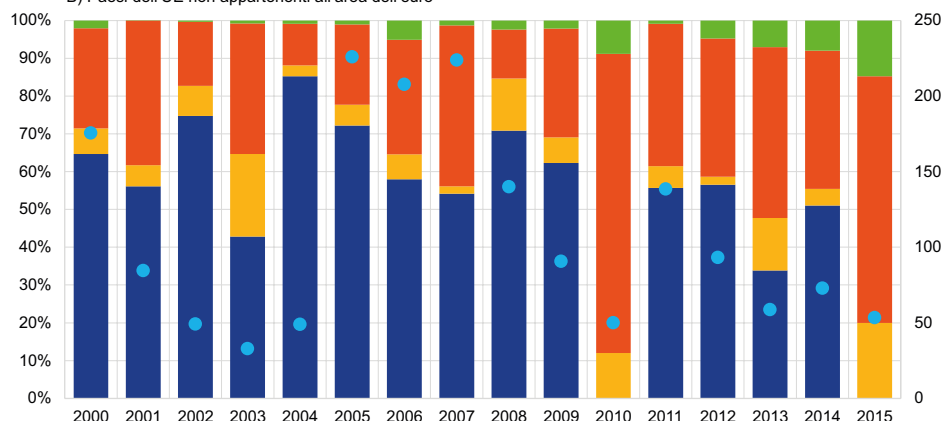
- area dell'euro (scala di sinistra)
- paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (scala di sinistra)
- altre economie avanzate (scala di sinistra)
- economie emergenti (scala di sinistra)
- totale flussi di IDE in entrata (scala di destra)

A) Paesi dell'area dell'euro



(scala di sinistra: IDE in entrata diretti ai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro per provenienza, valori percentuali; scala di destra: totale degli IDE in entrata diretti ai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, miliardi di dollari)

B) Paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro



Fonte: statistiche BMD3 e BMD4 dell'OCSE sugli IDE in entrata.

Nota: BMD3 e BMD4 sono la definizione di riferimento degli investimenti diretti esteri dell'OCSE – terza e quarta edizione.

nell'area dell'euro, con Cina, Singapore e Brasile che rappresentano i tre principali investitori. Gli IDE provenienti dalle economie emergenti e diretti all'UE sono principalmente riconducibili all'ambizione di avere accesso ai mercati dell'UE e di acquisire tecnologie e marchi⁴¹.

In linea con le tendenze a livello mondiale, i paesi dell'UE stanno investendo sempre di più nelle economie emergenti. Gli IDE in uscita dagli Stati membri dell'UE presentano andamenti analoghi agli IDE in entrata. Come illustrato nel grafico 6, gli IDE in uscita dall'area dell'euro sono risultati meno volatili rispetto agli IDE in uscita

⁴¹ Cfr., per esempio, Blomkvist, K. e Drogendijk, R., "Chinese outward foreign direct investments in Europe", *European Journal of International Management*, vol. 10, n. 3, 2016, pagg. 343-358; Carril-Caccia, F. e Milgram Baleix, J., "From Beijing to Madrid: Profiles of Chinese investors in Spain", *Universia Business Review*, vol. 51, 2016, pagg. 112-129; Giuliani, E., Gorgoni, S., Günther, C. e Rabellotti, R., "Emerging versus advanced country MNEs investing in Europe: Evidence from the European regions", *International Business Review*, vol. 23, n. 4, 2015, pagg. 680-691.

dai paesi dell'UE non appartenenti all'area. Mentre il volume complessivo dei flussi degli IDE in uscita dall'area dell'euro è rimasto stabile nel periodo 2008-2015, per i paesi dell'UE non appartenenti all'area si è osservato un rallentamento significativo. Allo stesso tempo, sia nei paesi dell'area dell'euro, sia nei paesi UE esterni all'area, per gli IDE in uscita si è registrato uno spostamento significativo verso le economie emergenti. Questa tendenza è riconducibile alla crisi del debito sovrano, alla maggiore incertezza economica e alla debole espansione che ha interessato la maggior parte dei paesi dell'UE fino agli anni più recenti. In questo contesto, le multinazionali dell'UE hanno in parte ridotto i propri investimenti all'estero e in parte spostato gli investimenti in questione verso economie emergenti in rapida crescita e con elevato potenziale di mercato. Molte multinazionali UE hanno ridotto i propri investimenti all'estero, e ciò in particolare nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la cui quota di flussi di IDE verso gli altri Stati membri è scesa a un contenuto 13 per cento nel periodo fra il 2012 e il 2015. Ciononostante, con il rafforzarsi della ripresa economica, è probabile che gli IDE interni all'UE riprendano a crescere.

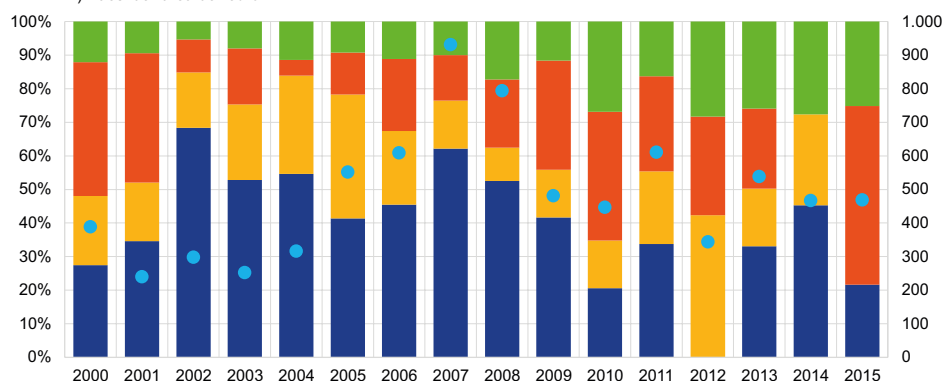
Grafico 6

IDE in uscita per destinazione

(scala di sinistra: IDE in entrata diretti all'area dell'euro per provenienza, valori percentuali; scala di destra: totale degli IDE in entrata diretti all'area dell'euro, miliardi di dollari)

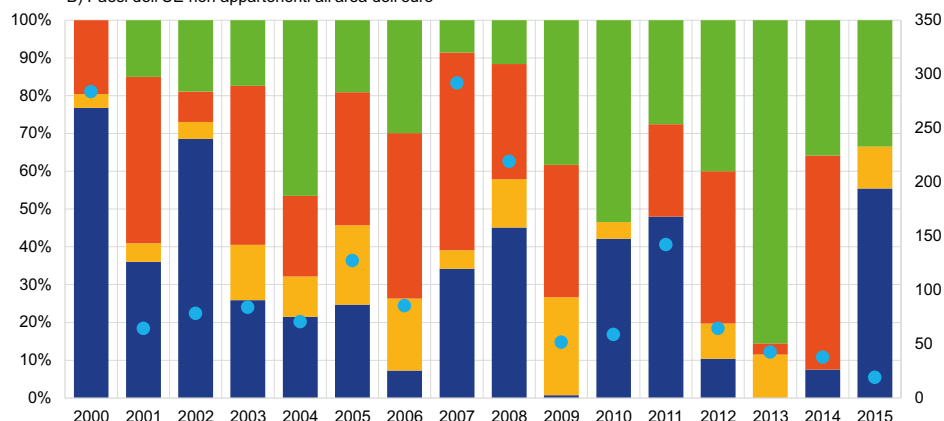
- area dell'euro (scala di sinistra)
- paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (scala di sinistra)
- altre economie avanzate (scala di sinistra)
- economie emergenti (scala di sinistra)
- totale flussi di IDE in uscita (scala di destra)

A) Paesi dell'area dell'euro



(scala di sinistra: IDE in uscita dai paesi UE non appartenenti all'area dell'euro per destinazione, valori percentuali; scala di destra: totale degli IDE in uscita dei paesi UE non appartenenti all'area dell'euro, miliardi di euro)

B) Paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro



Fonte: statistiche BMD3 e BMD4 dell'OCSE sugli IDE in uscita.

Nota: BMD3 e BMD4 sono la definizione di riferimento degli investimenti diretti esteri dell'OCSE – terza e quarta edizione.

La sfida più recente che l'UE si trova ad affrontare è l'imminente uscita del Regno Unito (Brexit). Se da un lato non vi è certezza in quanto all'impatto della Brexit, la maggior parte degli studi ha stimato una contrazione degli IDE verso il Regno Unito che si colloca tra il 12 e il 28 per cento⁴². La Brexit potrebbe infatti far aumentare in misura significativa il costo dell'accesso al mercato unico dell'UE dal Regno Unito, rendendo il paese meno attraente per gli investitori esteri. Inoltre, modifiche normative eventualmente approvate nel Regno Unito dopo l'uscita dall'UE potrebbero rendere più onerosa l'attività d'impresa nel paese per le multinazionali dell'UE.

Riquadro 3

L'impatto sui flussi di IDE dell'integrazione a livello di UE e di area dell'euro

a cura di Federico Carril-Caccia ed Elena Pavlova

L'impatto economico dell'integrazione fra le varie regioni europee è stato ampiamente studiato in letteratura. L'oggetto principale di tali studi è stato l'impatto sul commercio, sebbene alcune ricerche si siano anche soffermate sul modo in cui l'UE e, in particolare, l'area dell'euro abbiano influenzato gli IDE fra gli Stati membri aderenti. Tali studi⁴³ tendenzialmente mostrano una crescita marcata degli IDE negli Stati membri dell'UE. Per quanto riguarda l'appartenenza all'UE, si stima un aumento degli IDE che va dai 28 agli 83 punti percentuali, mentre l'effetto incrementale connesso all'appartenenza all'area dell'euro è stimato fra i 21 e i 44 punti percentuali. Tuttavia, questi studi prendono in esame periodi diversi e gruppi di paesi diversi e pertanto non sono del tutto comparabili. Misurano, inoltre, l'impatto dell'entrata nell'UE e dell'adozione dell'euro da parte di paesi differenti.

Al fine di superare queste problematiche impieghiamo una base dati sui flussi di IDE bilaterali che copre il periodo compreso fra il 1985 e il 2012 per 34 paesi di destinazione e 70 paesi d'origine⁴⁴. I paesi e i periodi temporali presi in esame danno conto dell'ingresso di 17 paesi nell'UE, così come dell'intero processo di Unione economica e monetaria (UEM). Stimiamo la seguente equazione⁴⁵:

$$FDI = f(GDPsum, diffGDPpc, PTA, BIT, SIMI, diffHC, reer, invpro, govstab, law, EU, EA, noEUtEU)$$

dove *FDI* rappresenta i flussi di IDE da un paese all'altro. Questo modello ci consente di contemplare il lato della domanda e quello dell'offerta (*GDPsum*), la differenza di intensità del capitale fra una determinata coppia di paesi (*diffGDPpc*), l'esistenza di accordi commerciali preferenziali (*PTA*) o di un trattato bilaterale d'investimento (*BIT*), le affinità in termini di dimensione

⁴² Cfr., ad esempio, Dhingra, S., Ottaviano, G., Sampson, T. e Van Reenen, J., "The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK", *CEP Brexit Analysis*, n. 3, Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016; Bruno, R., Campos, N., Estrin, S. e Tian, M., "Technical Appendix to 'The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK' – Gravitating towards Europe: An Econometric Analysis of the FDI Effects of EU Membership", Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016; Tesoro britannico, "HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives", relazione presentata al Parlamento britannico dal Cancelliere dello Scacchiere, 2016.

⁴³ Cfr., ad esempio, Brouwer, J., Paap, R. e Viaene, J.-M., "The trade and FDI effects of EMU enlargement", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 2, 2008, pagg. 188-208; De Sousa, J. e Lochard, J., "Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment?", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 113, n. 3, 2011, pagg. 553-578; Flam, H. e Nordström, H., "The euro and Single Market impact on trade and FDI", manoscritto, Institute for International Economic Studies, Università di Stoccolma, 2007; Dhingra et al. (2016), op. cit.; Tesoro britannico (2016), op. cit.

⁴⁴ I dati sono ricavati dalle statistiche BMD3 dell'OCSE sugli IDE.

⁴⁵ È stato utilizzato lo stimatore Poisson Pseudo Maximum Likelihood – cfr. Santos Silva e Tenreiro (2006), op. cit.

economica (*SIMI*) e la differenza fra il paese di origine e quello di destinazione in termini di dotazione di capitale umano (*diffHC*). Inoltre l'equazione tiene conto del tasso di cambio reale (*reer*), nonché di un insieme di indicatori relativi alla qualità delle istituzioni⁴⁶. Le variabili di interesse sono EU_{ijt} , una variabile dummy che assume un valore pari a 1 nell'anno t nel caso di coppie di paesi che sono membri dell'UE, EA_{ijt} , una variabile dummy che assume un valore pari a 1 nell'anno t nel caso di coppie di paesi che appartengono all'area dell'euro, e $noEUtEU_{ijt}$, una variabile dummy che assume un valore pari a 1 nell'anno t quando il paese di destinazione è uno Stato membro dell'UE⁴⁷.

Tali risultati indicano che, in media, l'ingresso nell'UE ha aumentato del 43,9 per cento i flussi di IDE in entrata provenienti da altri paesi dell'UE, mentre non ha avuto impatti significativi sulla capacità di attrarre IDE provenienti da paesi non appartenenti all'UE. In media, l'adozione dell'euro ha aumentato del 73,7 per cento gli IDE provenienti da altri paesi dell'area dell'euro. L'effetto ulteriore ascrivibile all'appartenenza all'area valutaria comune è stimato pertanto al 20 per cento circa⁴⁸. L'UE ha infatti ridotto i costi delle attività commerciali transfrontaliere fra i paesi a essa appartenenti; l'area valutaria comune, avendo eliminato il rischio di cambio e quello di liquidità, ha stimolato i flussi di capitale tra i paesi aderenti⁴⁹. I risultati ottenuti dimostrano altresì che il fatto di appartenere all'UE e all'area dell'euro ha in parte mitigato la tendenza negativa osservata dopo la Grande recessione in relazione agli IDE in entrata, di cui si è dato conto nella sezione precedente.

6 Osservazioni conclusive

L'incidenza degli IDE è aumentata in maniera significativa negli ultimi 16 anni, passando dal 22 al 35 per cento del PIL mondiale. Gli IDE tradizionalmente provenivano dalle economie avanzate, ma a partire dalla Grande recessione si sono osservati due importanti sviluppi:

- le economie emergenti hanno aumentato la propria incidenza sia come destinatari che come fonti di IDE a livello mondiale. A partire dal 2013 le economie emergenti sono riuscite ad attrarre più della metà del totale degli IDE in entrata e hanno dato origine a circa il 30 per cento del totale degli IDE in uscita.
- Nel contempo, la quota di IDE diretti alle economie avanzate e quella di IDE provenienti dalle economie avanzate, UE in particolare, è andata gradualmente diminuendo.

Gli IDE vengono realizzati dalle imprese più produttive dei paesi di origine tramite fusioni e acquisizioni e tramite investimenti in nuovi progetti.

⁴⁶ Gli indicatori relativi alla qualità delle istituzioni includono la tutela degli investimenti ($invpro_{it}$, $invpro_{jt}$), la stabilità di governo ($govstab_{jt}$) e l'applicazione delle leggi (law_{jt}).

⁴⁷ Il modello include inoltre gli effetti fissi per coppia di paesi e per anno, così da contemplare tutti i costi di transazione invariati rispetto al tempo fra diverse coppie di paesi (ad esempio la distanza) e gli andamenti macroeconomici a livello mondiale.

⁴⁸ La crescita supplementare degli IDE presso i paesi dell'area dell'euro viene calcolata utilizzando la formula seguente: $(e^{\beta_2 - \beta_1 - \beta_3} - 1) \times 100$. Cfr. Coeurdacier, N., De Santis, R.A. e Aviat, A., "Cross-border mergers and acquisitions and European integration", *Economic Policy*, vol. 24, n. 57, 2009, pagg. 56-106.

⁴⁹ Cfr. Rodriguez Palenzuela, D., Dees, S. e la Saving and Investment Task Force, "Savings and investment behaviour in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 167, BCE, gennaio 2016.

La rilevanza di ciascun tipo di investimento varia a seconda del paese di origine e di quello di destinazione, nonché del settore verso cui l'investimento è diretto. I flussi di IDE sono in ampia misura riconducibili a un numero relativamente contenuto di operazioni commerciali. Nello specifico:

- per quanto riguarda gli IDE in entrata, le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano la principale modalità di ingresso nei paesi dell'UE e nelle altre economie avanzate, mentre gli investimenti in nuovi progetti rappresentano la tipologia più diffusa di IDE diretti alle economie emergenti. Se si analizzano gli IDE in uscita, le operazioni di fusione e acquisizione e gli investimenti in nuovi progetti hanno analoga rilevanza per l'UE e per le altre economie avanzate, mentre gli investimenti in nuovi progetti rappresentano la tipologia di IDE prediletta nelle economie emergenti. Circa il 70 per cento delle operazioni di fusione e acquisizione riguarda il settore dei servizi, mentre gli investimenti in nuovi progetti sono distribuiti in modo omogeneo fra settore manifatturiero e servizi.
- Le più grandi multinazionali generalmente provengono dalle economie avanzate. Alcune di queste sono così imponenti in termini di vendite, attività possedute e numero di dipendenti da raggiungere grandezze simili al PIL e alla forza lavoro di interi paesi. Il totale degli IDE realizzati è per lo più riconducibile a un numero contenuto di operazioni di fusione e acquisizione di grande entità. Nel 2016 queste ultime rappresentavano solo l'1 per cento dei progetti di IDE a livello mondiale, ma il 55 per cento del totale dei flussi di IDE. La maggior parte di queste operazioni ha riguardato l'acquisizione di imprese attive nel settore dei servizi.

Gli IDE hanno la capacità di generare vari effetti positivi sulle economie di destinazione. Gli IDE volti alla ricerca di sbocchi di mercato sono indirizzati verso le economie in fase di convergenza con potenzialità di mercato, mentre gli IDE volti all'acquisizione di attività mirano a garantire che le multinazionali abbiano accesso a competenze nuove o complementari. Gli IDE mirati all'acquisizione di risorse naturali sono diretti verso le economie emergenti, benché l'ampia disponibilità di tali risorse nel paese di destinazione possa in alcuni casi essere addirittura un deterrente per gli investimenti. Gli IDE motivati dalla ricerca di efficienza sono essenzialmente indotti dai bassi costi del lavoro. L'elevata qualità delle istituzioni, la facilità di condurre operazioni commerciali e la stabilità macroeconomica possono aiutare ad attrarre IDE in quanto sono tutti fattori che riducono i rischi negativi associati agli investimenti. Infine, le operazioni di fusione e acquisizione costituiscono principalmente un complemento rispetto al commercio e non si sostituiscono a esso.

Guardando all'Europa, l'appartenenza all'UE e all'area dell'euro ha incoraggiato gli IDE fra i paesi aderenti. I paesi dell'UE sono soggetti, in media, a restrizioni sugli IDE più lievi rispetto al resto del mondo. Sin dalla Grande recessione, tuttavia, l'UE non è più la prima fonte e destinazione di IDE a livello mondiale e la sua incidenza è andata gradualmente diminuendo. Questo calo degli IDE tanto in entrata quanto in uscita, tuttavia, si è rivelato più marcato nei paesi dell'UE che non appartengono all'area dell'euro rispetto ai paesi che hanno adottato la moneta unica. Questi ultimi hanno continuato a ricevere flussi considerevoli di IDE in entrata, provenienti principalmente da altre economie avanzate esterne all'UE.

Misurare e interpretare il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro

a cura di André Geis, Daniel Kapp e Kristian Loft Kristiansen

Il capitale di rischio costituisce una delle principali fonti di finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro (SNF) e, conseguentemente, un fattore importante nella trasmissione della politica monetaria. Dal punto di vista di una banca centrale, è quindi indispensabile migliorare la conoscenza e le modalità di misurazione del costo del capitale di rischio.

A differenza del costo del debito, che ha subito un sostanzioso calo negli ultimi anni, il costo del capitale di rischio è rimasto relativamente stabile a livelli elevati. I risultati dell'analisi svolta nel presente articolo suggeriscono che la persistenza di un "premio per il rischio azionario" elevato è stato il principale fattore alla base dell'elevato costo del capitale di rischio per le SNF dell'area dell'euro. In effetti, dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, gli incrementi del premio per il rischio azionario hanno ampiamente compensato il calo dei rendimenti delle attività prive di rischio.

Secondo la tesi sostenuta nell'articolo, è possibile migliorare il modello di base ampiamente utilizzato per desumere il costo del capitale di rischio e il relativo premio, noto come modello di sconto dei dividendi a tre fasi. In particolare, il modello può essere perfezionato integrandovi le attese sugli utili a breve termine, scontando i dividendi pagati agli investitori con un fattore di sconto con una scadenza adeguata e tenendo conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie. Ciò rafforzerebbe a sua volta la teoria e la base del modello migliorando la solidità delle stime che se ne ricavano. L'attività di riacquisto delle azioni sembra essere particolarmente rilevante, soprattutto in relazione al livello del premio per il rischio azionario. Nonostante tali miglioramenti al metodo di modellizzazione, una stima del premio per il rischio azionario, e segnatamente del suo livello, resta soggetta a notevole incertezza. In ultima analisi tale incertezza induce ad avvalersi di diversi modelli e stime e a prestare maggiore attenzione alle dinamiche, piuttosto che al livello, del premio per il rischio azionario.

Dal punto di vista di un'analisi applicata, l'articolo dimostra che la modellizzazione del costo del rischio azionario può essere utilizzata per distinguere le differenti determinanti delle variazioni delle quotazioni azionarie. Ciò è utile in un'ottica di politica monetaria, dal momento che tali variazioni possono contenere importanti informazioni sulle prospettive economiche e giustificano un monitoraggio a fini di stabilità finanziaria. L'articolo mostra inoltre come conferire una prospettiva internazionale all'analisi del premio per il rischio azionario per l'intero mercato possa fornire alle autorità indicazioni preziose. Ad esempio, il recente calo del premio per il rischio azionario, più repentino negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, sembra essere in parte riconducibile a un maggior ricorso al riacquisto di azioni proprie da parte delle società degli Stati Uniti rispetto a quelle dell'area dell'euro.

1 Introduzione

Sebbene le SNF dell'area dell'euro si finanzino soprattutto attraverso il capitale di rischio, calcolare il costo effettivo della raccolta del finanziamento azionario rappresenta una sfida.

A differenza del costo del debito, che spesso può essere osservato con facilità, il costo del capitale di rischio, che corrisponde al rendimento richiesto dagli investitori per sostenere i rischi legati alla titolarità delle azioni, deve essere stimato. Ciò fa sì che l'entità e la traiettoria del costo del capitale di rischio – una variabile importante dal punto di vista della finanza aziendale, degli investimenti o delle politiche da adottare – siano soggette a un considerevole livello di incertezza. Si presume quindi che un affinamento delle strategie comunemente utilizzate per stimare il costo del capitale di rischio possa apportare considerevoli benefici per società, investitori e responsabili politici in quanto consentirebbe loro di adottare decisioni più consapevoli.

Dal punto di vista di una banca centrale un miglioramento delle stime del costo del capitale di rischio è auspicabile, principalmente per tre ragioni, in parte correlate tra loro.

- **Il costo del capitale di rischio è parte del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.** Le variazioni nell'orientamento della politica monetaria possono incidere sulle quotazioni azionarie attraverso tre canali: le potenziali implicazioni per gli utili societari; i tassi di interesse impiegati per scontare tali utili; e la percezione del rischio. Il costo marginale di un'unità aggiuntiva di capitale azionario, rispetto al rendimento marginale di un'unità aggiuntiva di investimento, può contribuire a determinare la sostenibilità di un progetto di investimento. Le variazioni del costo del capitale di rischio possono pertanto frenare o stimolare gli investimenti aziendali. Analogamente, l'evoluzione dei corsi azionari può, in una certa misura, influenzare la ricchezza finanziaria delle famiglie e quindi le decisioni di consumo.
- **Le variazioni nelle determinanti del costo del capitale di rischio possono rivelare le opinioni degli operatori di mercato circa le prospettive economiche, il che spiega la ragione per cui le banche centrali ricorrono a tali variazioni come indicatore delle aspettative sullo stato dell'economia.** In particolare, è probabile che la variazione delle percezioni dell'economia si rifletta nell'andamento dei corsi azionari, che rappresentano un flusso attualizzato di redditi futuri. Tale ruolo di indicatore dell'attività economica svolto dai corsi azionari spiega inoltre per quale motivo comprenderne le determinanti sia importante per le banche centrali.
- **Le quotazioni azionarie e, conseguentemente, il costo del capitale di rischio devono essere monitorati nell'ottica della stabilità finanziaria.** Chiaramente, il costo del capitale di rischio rispetto al costo del debito può influenzare le decisioni concernenti la struttura patrimoniale delle imprese e la leva finanziaria. Inoltre le quotazioni azionarie che non sono in linea con i fondamentali macroeconomici potrebbero innescare correzioni disordinate sul mercato azionario con possibili effetti avversi su altre categorie di attività e sull'economia reale. In circostanze estreme, ciò può compromettere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per questa ragione la

Financial Stability Review della BCE esamina regolarmente i corsi azionari e le valutazioni azionarie. Analogamente, le ipotesi sui futuri corsi azionari costituiscono informazioni sulla base delle quali vengono elaborati le proiezioni macroeconomiche della BCE e le prove di stress cui sono sottoposte le banche dell'area dell'euro.

In tale contesto, il presente articolo esamina varie metodologie per la stima del costo del capitale di rischio per le società dell'area dell'euro, con particolare attenzione al premio per il capitale di rischio, che rappresenta la componente più difficile da stimare. La sezione 2 richiama il ruolo del finanziamento azionario per le SNF dell'area dell'euro ed esamina l'andamento del costo del capitale di rischio e del relativo premio nel tempo, anche rispetto ad altri mezzi di finanziamento delle imprese. Nella sezione 3 vengono presentati diversi metodi per la stima del premio per il capitale di rischio, tra cui il modello della Fed, il modello di crescita di Gordon e il modello di sconto dei dividendi. Oltre alla logica che sottende ciascun modello, nella sezione 3 viene mostrata anche un'applicazione pratica del modello di sconto dei dividendi di cui il riquadro 1 fornisce una versione corretta volta ad ovviare a diverse delle lacune insite nel modello stesso. Infine la sezione 5 pone in prospettiva gli andamenti del premio per il capitale di rischio nell'area dell'euro confrontandoli con quelli registrati negli Stati Uniti, mentre nella sezione 6 sono esposte le conclusioni.

2 Il finanziamento azionario nell'area dell'euro: indispensabile ma costoso

2.1 Il ruolo del finanziamento azionario per le SNF dell'area dell'euro

La struttura di finanziamento delle SNF dell'area dell'euro è in gran parte riconducibile a varie forme di finanziamento azionario. Data la natura permanente del finanziamento azionario, non è possibile confrontarlo direttamente con il finanziamento mediante il ricorso all'indebitamento. Poiché quest'ultimo deve essere effettuato frequentemente, potrebbe essere più opportuno valutare l'importanza del capitale di rischio in termini di consistenze piuttosto che di flusso. In termini aggregati, nel quarto trimestre del 2017 le azioni quotate e altre forme di finanziamento mediante capitale di rischio, tra cui gli utili non distribuiti e l'emissione di azioni non quotate, rappresentavano il 54 per cento della consistenza nozionale degli strumenti di finanziamento aziendale in essere (cfr. grafico 1a), davanti a prestiti (20 per cento), titoli di debito (4 per cento) e altri mezzi di finanziamento (22 per cento). La quota del finanziamento azionario rispetto alle consistenze in essere di strumenti di finanziamento aziendale misurati a valore di mercato è rimasta relativamente stabile dal 1999. È cresciuta solo lievemente passando dal 52 per cento nel primo trimestre del 1999 al 54 per cento nel quarto trimestre del 2017. Nello stesso orizzonte temporale la quota dei prestiti è diminuita dal 22 al 20 per cento mentre quella dei titoli di debito è aumentata dal 3 al 4 per cento.

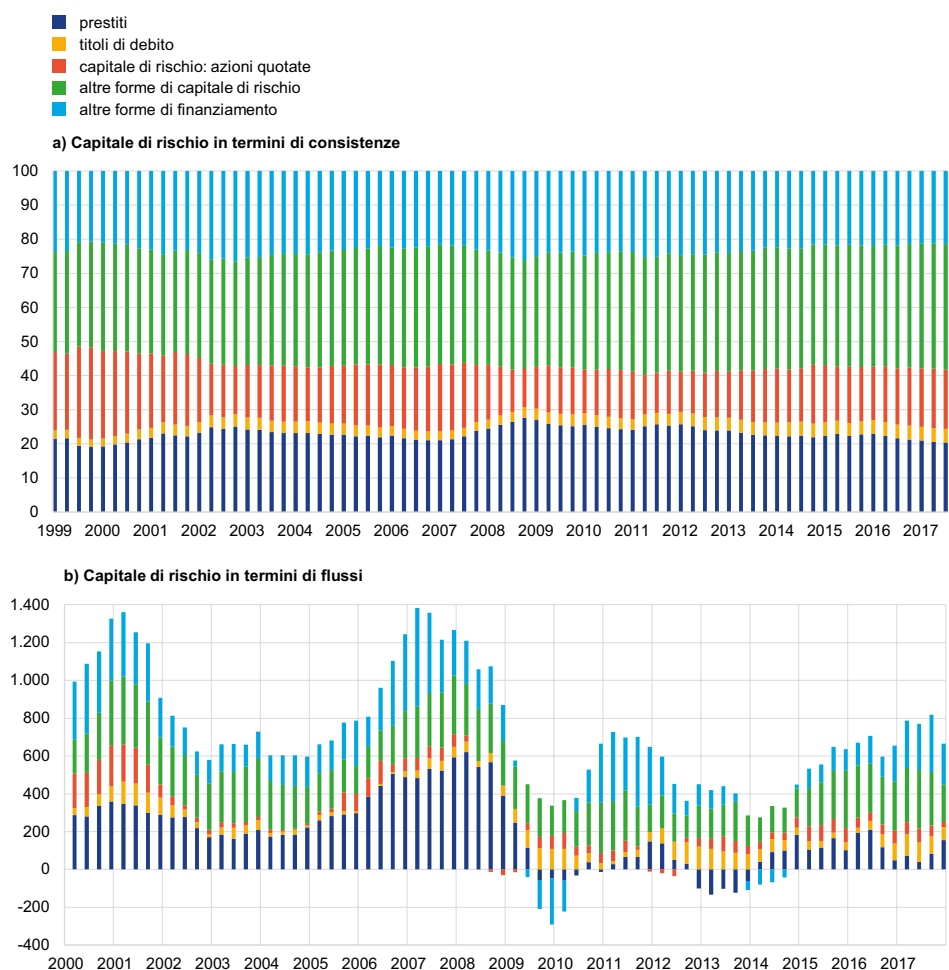
Quanto al reperimento di nuovi finanziamenti da parte delle SNF dell'area dell'euro, anche in questo caso il capitale di rischio rappresenta una fonte

importante, anche se non sempre sotto forma di azioni quotate. In effetti, i dati sui flussi finanziari netti verso le SNF dell'area attribuiscono un ruolo relativamente marginale all'emissione di azioni quotate quale mezzo per la raccolta di capitali, soprattutto rispetto ad altri strumenti di finanziamento (cfr. grafico 1b). Le SNF dell'area dell'euro hanno invece fatto ricorso in misura considerevole ad altre forme di capitale di rischio per finanziarsi. In alcuni periodi queste ultime sono diventate la prima fonte di finanziamento, ad esempio dopo la crisi finanziaria mondiale, quando l'emissione di nuovi prestiti da parte delle istituzioni finanziarie monetarie è stata sottoposta a forti vincoli. Benché negli ultimi anni sia stata registrata una ripresa nell'erogazione di prestiti e nell'emissione di titoli di debito, tali forme alternative di capitale di rischio hanno rappresentato comunque una percentuale considerevole dei finanziamenti netti di cui hanno beneficiato le società non finanziarie dell'area dell'euro.

Grafico 1

Il ruolo del capitale di rischio per il finanziamento delle SNF dell'area dell'euro in termini di consistenze e di flusso

(valori percentuali; milioni di euro, somma di quattro trimestri)



Fonte: BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2017. Fra i prestiti sono compresi i prestiti erogati dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), dalle istituzioni finanziarie non monetarie e dal resto del mondo. Le altre forme di finanziamento comprendono i prestiti intersocietari, il credito commerciale e altre forme di finanziamento. I dati sono misurati al valore di mercato.

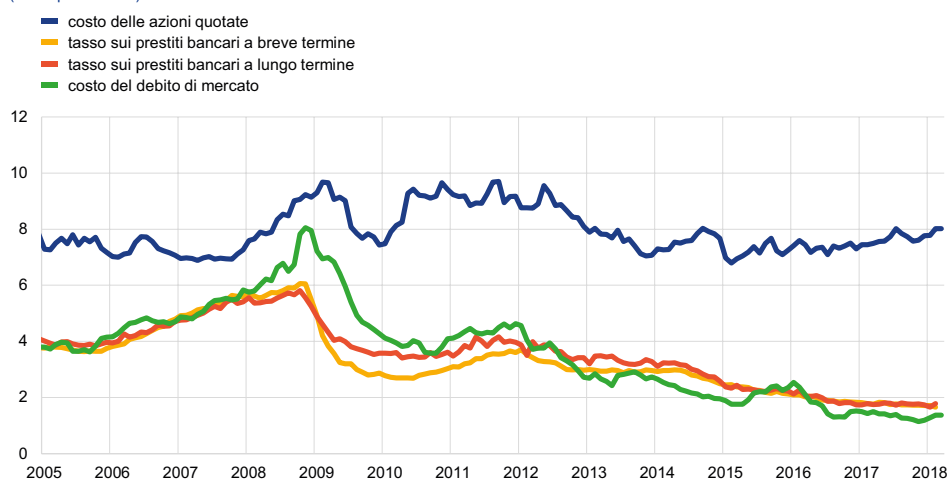
2.2 Il costo del capitale di rischio delle SNF dell'area dell'euro

A differenza del costo del debito, il costo del capitale di rischio, che rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per sostenere i rischi legati alla titolarità delle azioni, deve essere stimato. Il costo del debito può in genere essere prontamente osservato sul mercato, ad esempio sotto forma di rendimento nel caso di obbligazioni o di tasso di interesse applicato a un prestito e consiste in un tasso di interesse privo di rischio aumentato del premio per il rischio di credito determinato sulla base della rischiosità del prestatore. L'ammontare del premio al rischio di credito è quindi relativamente semplice da calcolare e si ottiene sottraendo il tasso privo di rischio osservabile dal rendimento di un'obbligazione o dal tasso di interesse pagato su un prestito. Analogamente, il costo del capitale azionario viene in genere stimato aggiungendo a un tasso d'interesse privo di rischio un premio per il capitale di rischio. Quest'ultimo riflette il compenso che gli investitori richiedono per sostenere i rischi legati alla detenzione di azioni che danno loro diritto a rivalersi sugli utili di una società soltanto dopo che tutte le altre obbligazioni siano state onorate. Tuttavia, a differenza del costo del debito e del premio al rischio di credito, né il costo del capitale di rischio né il relativo premio sono direttamente osservabili. Nel caso delle azioni quotate, essi devono essere stimati applicando una serie di differenti metodi di modellizzazione, basati fra l'altro sul corso azionario corrente, su un tasso di interesse privo di rischio e su flussi di reddito futuri quali utili e dividendi attesi dagli investitori. Desumere il costo delle azioni non quotate e di altre forme di finanziamento azionario come gli utili non distribuiti è ancor più difficile in quanto non è possibile osservare il prezzo corrente delle azioni. Inoltre in questi casi è possibile applicare ulteriori premi per il rischio al fine di dar conto dell'illiquidità delle azioni non quotate. Per questo motivo il resto dell'articolo esaminerà unicamente il costo delle azioni quotate.

Grafico 2

Costi nominali del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2018 (tassi sui prestiti bancari a breve e lungo termine) e marzo 2018 (costo delle azioni quotate e costo del debito di mercato).

Il costo delle azioni quotate delle SNF dell'area dell'euro è rimasto relativamente elevato negli ultimi anni.

In particolare non è diminuito in linea con il costo del debito (cfr. grafico 2), che ha beneficiato più direttamente delle misure di politica monetaria non convenzionali adottate dall'Eurosistema. Ciò ha reso il finanziamento azionario un mezzo di finanziamento aziendale relativamente costoso negli ultimi anni rispetto ai prestiti bancari o all'emissione di obbligazioni.

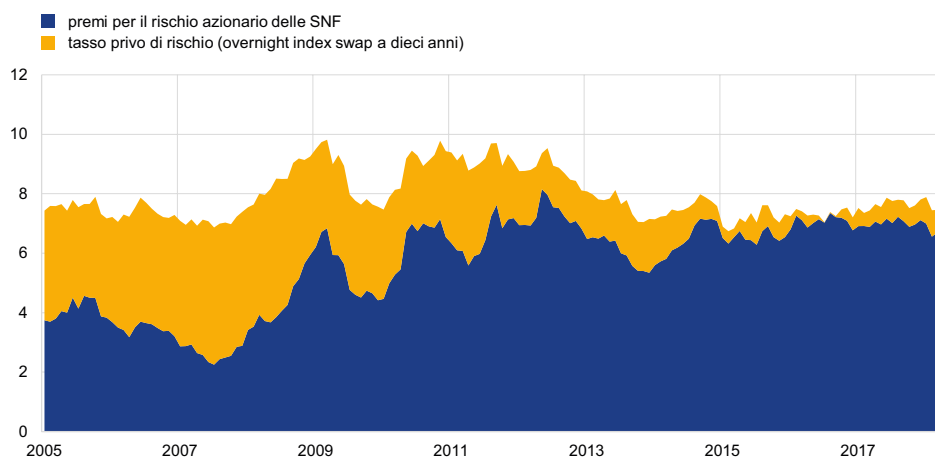
Il principale fattore alla base dell'elevato costo del finanziamento azionario per le SNF dell'area dell'euro è stato il livello persistentemente elevato del premio per il rischio azionario.

Per costo del capitale azionario si intende in genere il tasso di rendimento sul capitale richiesto al quale vengono scontati i dividendi futuri ed è dato dalla somma del premio per il rischio azionario e del tasso a lungo termine privo di rischio. Mentre i tassi privi di rischio hanno toccato minimi storici, il rischio per il premio azionario ha continuato a oscillare attorno al livello registrato all'inizio del 2009, quando il calo dei corsi azionari subì un'accelerazione dopo il crollo di Lehman Brothers nell'autunno precedente (cfr. grafico 3). Di fatto, nella trasmissione delle misure non convenzionali di politica monetaria il canale della ricomposizione dei portafogli sembra aver esercitato un effetto molto contenuto rispetto a quello avuto sui mercati azionari che non sui mercati del debito. Mentre vi sono molte prove del fatto che i vari programmi di acquisto di attività dell'Eurosistema hanno contribuito a indurre gli investitori a ricercare un maggior rischio di duration e di credito¹, le evidenze relative all'incidenza di questo canale sui mercati azionari sono più scarse.

Grafico 3

Scomposizione del costo del capitale di rischio delle SNF

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: dati mensili. le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2018.

¹ Cfr. ad esempio, Altavilla C., Carboni G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, novembre 2015, o Andrade et al., "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", *Working Paper Series*, n. 1956, BCE, settembre 2016.

3 Modellizzazione del premio per il rischio azionario

A differenza del premio per il rischio di credito, il premio per il rischio azionario non può per sua natura essere osservato, dal momento che deve essere stimato sulla base di un modello e di una serie di ipotesi. Per stimare il premio per il rischio azionario sono stati proposti vari modelli, che variano dal semplice assunto che esso consista nella differenza tra il rendimento corrente delle azioni e la sua media storica a metodi di regressione e modelli di sconto dei dividendi (DDM)². Verosimilmente i metodi più comuni e più solidi dal punto di vista teorico si fondano sull'idea di stimare e attualizzare i flussi di dividendi futuri, concetto che costituisce la base del modello DDM nonché il principale oggetto della trattazione in questa sezione.

Il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (cyclically adjusted price/earnings, CAPE) suggerito da Shiller fornisce soltanto un'indicazione indiretta e imprecisa del premio per il rischio azionario. Il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo corrisponde al rapporto tra le quotazioni azionarie e la media mobile a dieci anni degli utili. Se invertito, dà il rapporto tra utili medi e prezzi correnti, anche noto come rendimento storico degli utili o "inverso del CAPE di Shiller" (cfr. grafico 4). Tale metrica è utilizzata come parametro di riferimento per determinare il valore delle azioni rispetto agli utili nell'arco di un ciclo di dieci anni: quando essa è elevata, i prezzi delle azioni sono comparativamente bassi e il compenso per il rischio azionario è elevato, il che rappresenta un incentivo all'acquisto delle azioni. Oltre al limite evidente insito nel raffronto tra utili passati e i rendimenti futuri, il rendimento storico degli utili potrebbe costituire un parametro di valutazione fuorviante in contesti in cui l'andamento congiunto degli utili e dei tassi d'interesse non sia in linea con le regolarità osservate in passato. In particolare, il rendimento storico degli utili non tiene conto del fatto che un determinato flusso di utili ha un valore attualizzato più elevato in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse rispetto a uno con tassi di interesse elevati. A riguardo è evidente, inoltre, che l'inverso del CAPE misura il rendimento assoluto del capitale e non il rendimento aggiuntivo rispetto a un tasso privo di rischi. Pertanto, anche se l'inverso del CAPE può fornire informazioni utili sul premio per il rischio azionario, non può essere considerato una stima di quest'ultimo.

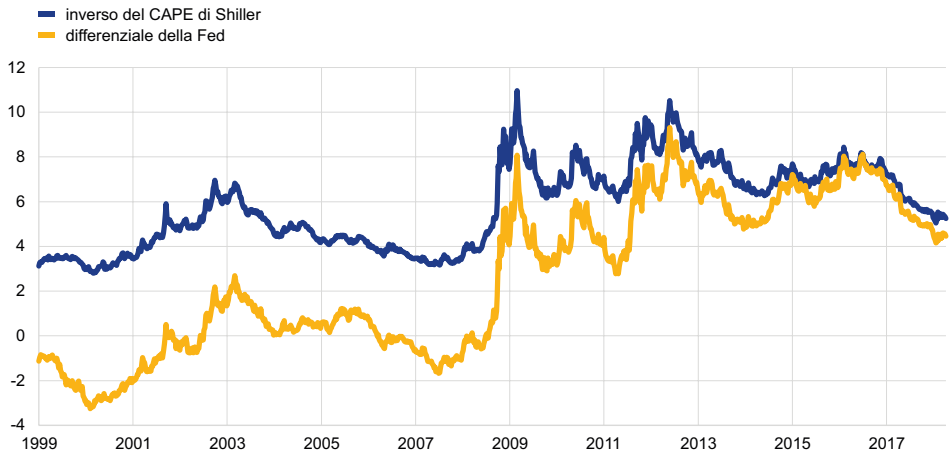
Un altro modello proposto per la stima del premio per il rischio azionario è costituito dal modello della Fed, in cui il rendimento privo di rischio a più lungo termine viene sottratto dall'inverso del CAPE ottenendo il cosiddetto differenziale della Fed (cfr. grafico 4). Un livello contenuto del differenziale della Fed suggerisce che le quotazioni azionarie sono elevate rispetto agli utili realizzati e ai rendimenti privi di rischio. Ne consegue che la differenza tra il differenziale della Fed e l'inverso del CAPE dovrebbe essere consistente nei periodi caratterizzati da tassi di interesse elevati, come quello compreso tra il 2002 e il 2007, mentre negli anni recenti è stato relativamente contenuto.

² Per una rassegna completa delle differenti classi di modelli per la stima del premio per il rischio azionario cfr. Duarte F. e Rosa C., "The Equity Risk Premium: A Review of Models", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 2015.

Grafico 4

Semplici metriche comuni per la stima del rendimento e del premio per il rischio azionario: il CAPE e il differenziale della Fed

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2018.

Il differenziale della Fed presenta tuttavia alcune lacune pratiche e teoriche.

La lacuna più rilevante consiste nel fatto che esso raffronta gli utili passati con i prezzi correnti: tale approccio non è coerente con l'idea che gli operatori economici guardano al futuro e induce quindi a optare per i modelli di sconto dei dividendi, ossia la categoria di modelli illustrata di seguito. Il differenziale della Fed risulta spesso negativo per periodi prolungati, soprattutto in presenza di tassi di interesse relativamente elevati, il che implica che gli operatori di mercato dovrebbero mostrare una propensione a detenere azioni con un premio negativo piuttosto che attività prive di rischio. Ciò è in contrasto con le indagini e la teoria fondamentale sulla determinazione dei prezzi delle attività³.

L'origine di un approccio prospettico alla valutazione delle azioni può essere ricercata nel modello di crescita di Gordon (cfr. grafico 5).

Il modello integra il concetto di differenziale della Fed attraverso l'intuizione di base secondo la quale il valore di un'azione è determinato dal valore di tutti i flussi di cassa *futuri* attualizzati che essa produce per gli azionisti⁴. I dividendi storici assumono rilievo nella misura in cui contengono informazioni sui dividendi futuri. Nella rappresentazione originale del modello di crescita di Gordon si suppone semplicemente che le remunerazioni degli azionisti crescano a un tasso costante nel tempo, pari al tasso di crescita atteso dell'economia. La differenza tra il concetto di una stima retrospettiva del premio per il rischio azionario come il differenziale della Fed e quello di una stima prospettica come il modello di crescita di Gordon può essere osservata ad esempio in un periodo di ripresa economica, come quello vissuto nell'area dell'euro negli ultimi anni. Mentre il premio per il rischio azionario implicito calcolato in base al differenziale

³ Il modello talvolta è corretto in modo tale che gli utili reali siano pari al rendimento reale, correzione che non ovvia, tuttavia, alle lacune di una misura di valutazione retrospettiva; cfr. Gordon M.J., *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, R.D. Irwin, Homewood, Illinois, 1962.

⁴ Tuttavia, come mostrato nel riquadro 1, è opportuno notare che, per quanto i dividendi rappresentino i flussi di cassa più consistenti per gli investitori, anche le operazioni di riacquisto di azioni costituiscono una quota importante del compenso degli azionisti.

della Fed è diminuito dall'8 per cento circa nel 2016 a quasi il 4 per cento attuale, il miglioramento negli utili *attesi*, valutato sulla scorta di un miglioramento della crescita economica attesa nel lungo termine, ha prodotto una riduzione molto inferiore del rischio azionario implicito nel modello di crescita di Gordon.

Di per sé il modello di crescita di Gordon rappresenta la base e la più semplice forma di metodo appartenente alla classe dei modelli di sconto dei dividendi, che legano le quotazioni azionarie alle attese sulle future remunerazioni degli azionisti, ai tassi di interesse dei titoli privi di rischio e a un ulteriore compenso per il rischio. I modelli di sconto dei dividendi consentono di scomporre agevolmente le variazioni delle quotazioni azionarie in contributi derivanti da tre fattori: a) variazioni dei flussi di cassa futuri attesi delle azioni sotto forma di dividendi; b) variazioni del tasso a lungo termine privo di rischio; c) variazioni del premio per il rischio azionario.

Nella misura in cui i dividendi attesi, i tassi di interesse a lungo termine privi di rischio e le quotazioni azionarie possono essere rilevati tramite i dati dei mercati finanziari, il premio per il rischio azionario si può ottenere facendo corrispondere la somma attualizzata dei flussi di cassa futuri ai corsi azionari prevalenti. La traiettoria dei dividendi futuri attesi, tuttavia, è intrinsecamente non osservabile e andrebbe approssimata sulla base di indicatori osservabili associati a ipotesi plausibili dal punto di vista economico.

Un metodo comunemente adottato per perfezionare i risultati del modello di crescita di Gordon consiste nel ricorso al modello di sconto dei dividendi in tre fasi, in base al quale si ipotizza che il tasso atteso di crescita dei dividendi vari nel corso delle varie fasi e converga verso un valore di lungo termine costante.

Nel modello a tre fasi vengono in genere ipotizzati tre diversi stadi per il tasso di crescita dei dividendi: a) un periodo iniziale durante il quale i dividendi aumentano costantemente a un tasso g_a ; b) un periodo intermedio in cui il tasso di crescita iniziale converge in maniera lineare verso un tasso di crescita di lungo termine (g_n); e (c) un ultimo periodo indeterminato in cui i dividendi crescono a un tasso di lungo termine costante su base annua (g_n). Tale sequenza di tassi di crescita, unitamente al dividendo attuale, delinea l'evoluzione complessiva dei dividendi futuri attesi.

Questo modello di base consente un'agevole stima del premio per il rischio azionario, che può essere prontamente ottenuto dai rendimenti dei dividendi osservati e dal tasso privo di rischio⁵. Esso può essere calcolato utilizzando l'espressione mostrata nell'equazione riportata sotto, che rappresenta un'approssimazione del modello di sconto dei dividendi a tre fasi, anche noto come "modello H"⁶. Nell'equazione, r indica il tasso di rendimento richiesto su un'azione (o un indice azionario), r_f il tasso privo di rischio a lungo termine, EPR il premio per il rischio azionario e d_o/p_o il rendimento corrente del dividendo, mentre g_a e g_n sono i due parametri di crescita dei dividendi. Il parametro H è la durata del periodo iniziale (prima fase) più metà della durata del periodo intermedio (seconda fase).

⁵ Per una trattazione approfondita del modello di sconto dei dividendi a tre fasi, cfr. il riquadro dal titolo "*Determinanti recenti delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro*", nel numero 5 di questo Bollettino.

⁶ Cfr. Fuller, R.J. e Hsia, C.-C., "A simplified common stock valuation model", *Financial Analysts Journal*, vol. 40, n. 5, settembre-ottobre 1984, pagg. 49-56.

Per applicare il modello, il tasso iniziale (prima fase) di crescita dei dividendi (g_a) può essere approssimato dalle proiezioni “a lungo termine” sugli utili I/B/E/S⁷ e il tasso di crescita a lungo termine (g_n) (terza fase) è approssimato dalle aspettative di crescita su base annua del PIL a lungo termine sul periodo corrispondente fornite da Consensus Economics. Le quotazioni azionarie e i dividendi iniziali sono ricavati direttamente dai mercati finanziari, mentre come tasso a lungo termine privo di rischio si utilizza il tasso sugli overnight index swap a dieci anni. Al fine di calcolare il premio per il rischio azionario quest'ultimo tasso viene dedotto dal tasso di rendimento richiesto. Le variazioni dell'indice dei prezzi azionari possono quindi essere disaggregate in variazioni delle aspettative di crescita (evidenziate da variazioni dei parametri g), variazioni del tasso a lungo termine privo di rischio, o variazioni del premio azionario calcolato.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_o}{P_o} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

- **Poiché le aspettative sugli utili a breve-medio termine sono spesso più elevate rispetto alle stime relative alla crescita economica a più lungo termine, il premio per il rischio azionario derivante dall'approssimazione basata sul modello H è più elevato di quello desunto dal modello di crescita di Gordon (cfr. grafico 5).** Tale regolarità può facilmente essere osservata dalla crescente differenza di livello fra le due stime del premio per il rischio azionario registrata dal culmine della crisi finanziaria. Ciò evidenzia al tempo stesso la sensibilità della stima del premio per il rischio azionario al variare delle presunte future remunerazioni degli azionisti (cfr. anche il riquadro 1).
- **In pratica, misurare le stime della crescita futura attesa dei dividendi è difficile e ricorrere alle previsioni aggregate degli analisti per cogliere le aspettative di crescita a più breve termine appare discutibile.** Da una parte, le aspettative aggregate degli analisti sono state contestate da alcuni per via del fatto che talvolta ritardano, piuttosto che anticiparlo, il ciclo economico e sono eccessivamente ottimistiche⁸. Ciò risulta problematico se, al tempo stesso, le quotazioni azionarie riflettono una visione più aggiornata dell'andamento futuro dell'economia quale percepito dagli operatori del mercato azionario. D'altra parte, è difficile reperire una misura delle aspettative sugli utili e sui dividendi migliore delle aspettative degli analisti. È inoltre ancor più importante osservare che almeno alcune imprese crescono più rapidamente dell'economia, nel breve-medio termine. Per questa ragione per cogliere le aspettative sugli utili a scadenze in un orizzonte temporale compreso tra uno e cinque anni si ricorre ai dati desunti dalle aspettative aggregate sulla crescita dei dividendi a breve termine. In effetti per gli operatori questi dati costituiscono la fonte di aspettative sugli utili futuri più ampiamente utilizzata.

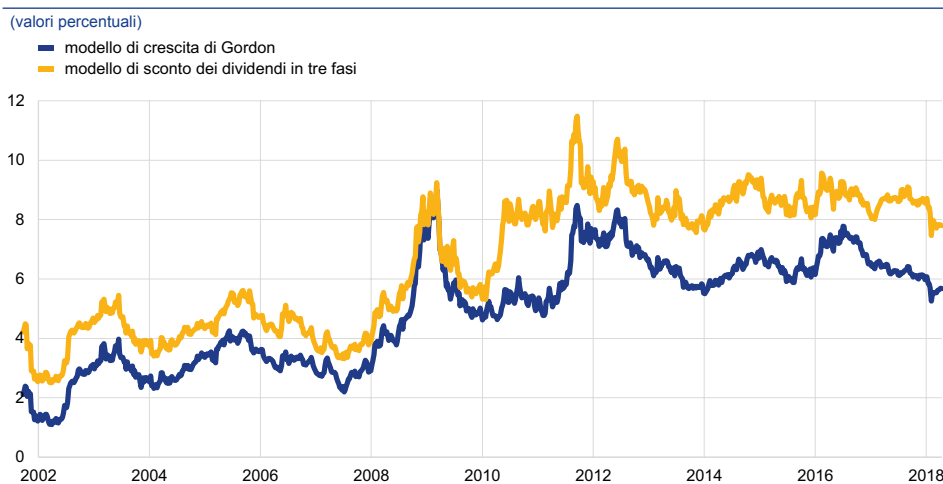
⁷ L'Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) fornisce stime composite del tasso di crescita previsto su base annua degli utili per azione, su un arco temporale compreso fra tre e cinque anni.

⁸ Cfr. ad esempio Wright et al., “The Equity Risk Premium when growth meets rates”, *Goldman Sachs Global Strategy Paper*, n. 26, 2017, e Dison W. e Rattan A., “An improved model for understanding equity prices”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2° trim. 2017.

Da una prospettiva storica e malgrado la riduzione verificatasi negli ultimi anni, l'attuale stima del rischio per il premio azionario basata sul modello H nell'area dell'euro resta piuttosto elevata (cfr. grafico 5), fattore che indica che le valutazioni delle azioni non particolarmente elevate rispetto a quelle delle obbligazioni. Secondo le stime elaborate in base al modello H, il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro è cresciuto significativamente raggiungendo livelli compresi fra il 6 e l'8 per cento sulla scia del crollo di Lehman Brothers nel 2008 e da allora non è sceso in maniera considerevole. Per quanto tali stime siano contraddistinte da un certo grado di incertezza, esse suggeriscono comunque che i mercati azionari non sono cresciuti, in linea con la riduzione dei tassi di interesse verificatasi negli ultimi anni.

Grafico 5

Premio per il rischio azionario calcolato in base al modello di crescita di Gordon e al modello di sconto dei dividendi in tre fasi



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2018.

4 Applicare il modello H: un'analisi approfondita delle variazioni nelle quotazioni azionarie dell'area dell'euro

Come dimostrato nella sezione precedente, la possibilità di esaminare le determinanti delle variazioni nelle quotazioni azionarie contribuisce a rendere interessante il modello H. Per i responsabili delle politiche, questo aspetto è importante per comprendere in che modo gli operatori di mercato valutano l'attuale contesto economico e per trarre potenziali conclusioni ai fini della politica monetaria. Ad esempio, l'incremento delle quotazioni azionarie nell'ultimo anno potrebbe essere indicativo di una diminuzione dei premi per il rischio, di un calo nei tassi privi di rischio, o di un miglioramento delle aspettative sugli utili – tutti aspetti che conducono a conclusioni fra loro molto diverse sul piano delle politiche.

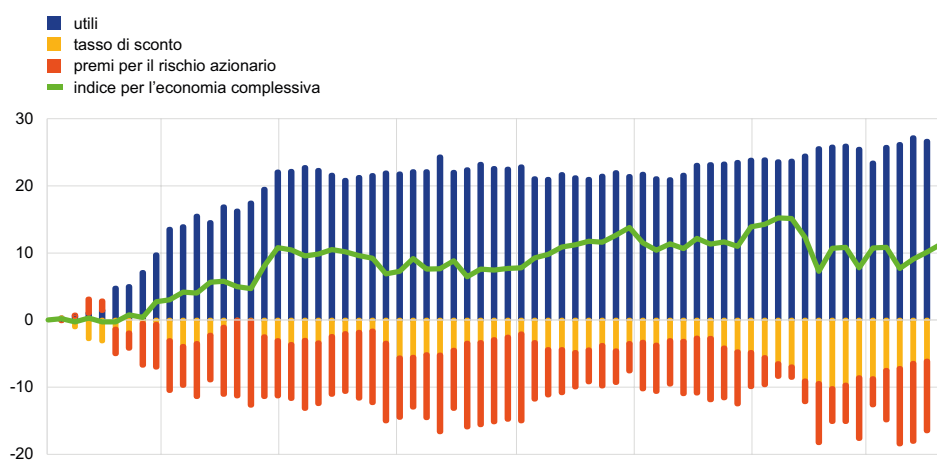
Scomponendo le variazioni a partire dagli inizi del 2017 con l'aiuto del modello H, si può notare come i rialzi dei titoli azionari dell'area dell'euro sono ascrivibili soprattutto al miglioramento delle aspettative di crescita degli

utili delle imprese dell'area, malgrado alcuni episodi di volatilità negli ultimi mesi (cfr. grafico 6)⁹. Nel contempo, secondo questa scomposizione, gli aumenti nel fattore di sconto hanno fornito un contributo negativo nel periodo, in particolare a partire dalla fine di gennaio 2018, quando i tassi di interesse hanno iniziato a crescere più marcatamente sulla scia del rafforzamento dei segnali di un aumento dell'inflazione a livello mondiale. In questa fase, spesso le quotazioni azionarie hanno reagito alle variazioni nei tassi di interesse più di quanto prevederebbero i modelli di sconto dei dividendi. La ragione economica che determina queste reazioni è che le quotazioni azionarie subiscono l'influenza dei due fattori contrapposti rappresentati nel grafico 6. Da una parte, le aspettative sugli utili continuano ad aumentare nel contesto dell'espansione economica in atto, il che giustifica ulteriori aumenti nelle quotazioni; d'altra, le aspettative del mercato circa un inasprimento delle condizioni di politica monetaria sulla scorta della normalizzazione dell'inflazione e, conseguentemente, un incremento dei rendimenti obbligazionari, deprimono il valore attuale dei futuri dividendi e ciò comporta a sua volta un calo delle valutazioni delle azioni.

Grafico 6

Scomposizione delle variazioni cumulate delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro secondo il modello di sconto dei dividendi

(valori percentuali, variazione cumulata)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2018.

⁹ Per una precedente versione di questa scomposizione, cfr. il riquadro intitolato *Determinanti recenti delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro*, nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

Riquadro 1

Perfezionare il modello di sconto dei dividendi a tre fasi: il ruolo degli utili, del riacquisto di azioni proprie e della curva dei rendimenti

a cura di André Geis, Daniel Kapp e Kristian Loft Kristiansen

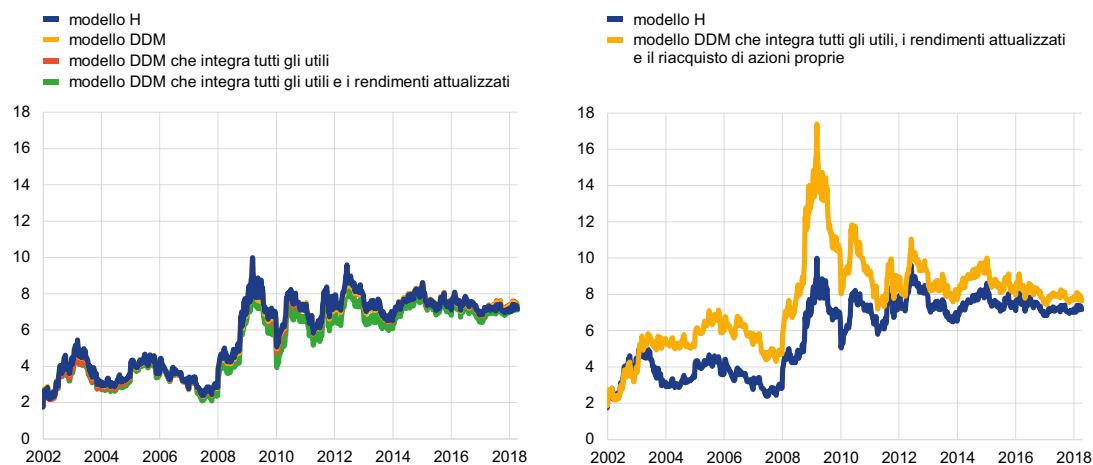
Sebbene venga spesso applicato sulla base dell'approssimazione offerta mediante il modello H, il modello di sconto dei dividendi (dividend discount model, DDM) può essere perfezionato, come mostra questo riquadro¹⁰.

Innanzitutto, un approccio più complesso ma più preciso rispetto a quello illustrato nel testo principale, che approssima il modello sulla base del modello H, consiste nel calcolare il premio per il rischio azionario (equity risk premium, ERP) implicito che riduce al minimo la differenza tra la quotazione azionaria implicita nel modello e il prezzo registrato sul mercato. Ciò ha un impatto modesto sul livello del premio per il rischio azionario stimato (cfr. grafico A, lato sinistro) e fornisce una base per introdurre altre tre modifiche.

Grafico A

Variazioni del premio per il rischio azionario dovute al perfezionamento del modello di sconto dei dividendi a tre fasi (modello H)

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: La figura di sinistra confronta il premio per il rischio azionario risultante dall'approssimazione ottenuta mediante il modello H con alcune delle modifiche al modello di sconto dei dividendi suggerite nel presente riquadro. La figura di destra raffronta la stima definitiva dell'ERP derivante dal modello di sconto dei dividendi e comprendente tutte le modifiche proposte in questo riquadro, con quella calcolata attraverso il modello H. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2018.

La seconda modifica si basa sull'idea che nel modello di sconto dei dividendi dovrebbero riflettersi anche le aspettative sugli utili a breve termine. Nel modello DDM a tre fasi, le

¹⁰ Per un'applicazione del modello DDM a sei fasi, in cui gli utili a breve termine in diversi stadi vengono stimati a partire da indagini congiunturali, cfr. Damodaran, A., "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, estimation and implication – the 2012 edition" in Roggi, Oliviero e Altman, Edward I. (eds.), *Managing and Measuring Risk: Emerging Global Standards and Regulations After the Financial Crisis*, 2013, pagg. 343-455. Anche altre banche centrali hanno di recente introdotto alcune correzioni sostanzialmente paragonabili a quelle proposte in questo riquadro e consistenti nel tener conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie e nell'attualizzare gli utili sulla base di adeguate scadenze (cfr., ad esempio, Dison, W. e Rattan, A., "An improved model for understanding equity prices", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2° trimestre 2017 o "Stock market valuations – theoretical basics and enhancing the metrics", *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, aprile 2016).

aspettative sugli utili venivano osservate in due soli momenti e interpolate nell'intervallo tra questi due punti temporali. Adesso, invece, viene elaborata l'evoluzione delle aspettative sugli utili per i primi cinque anni utilizzando sia il tasso di crescita a un anno che quello a cinque anni; tale approccio permette in effetti di attribuire una proporzione più ampia dei movimenti di prezzo alle fluttuazioni nelle aspettative sugli utili a breve termine. Resta invariato l'assunto che, nel lungo periodo, la crescita attesa dei dividendi converge verso il tasso atteso di crescita nominale di lungo termine dell'economia.

In terzo luogo, tutti i dividendi attesi futuri dovrebbero essere attualizzati lungo la curva dei rendimenti in modo tale che vi sia corrispondenza tra il fattore di sconto e il momento di erogazione della remunerazione attesa. Nello specifico, gli utili futuri dei primi dieci anni vengono attualizzati sulla base dei tassi sugli overnight index swap da uno e dieci anni. I dividendi su un orizzonte di 11 anni o superiore vengono attualizzati utilizzando il rendimento a 15 anni.

L'impatto di queste correzioni è molto contenuto (cfr. grafico A, figura di sinistra). Ciò tuttavia non esclude la possibilità che tale impatto possa essere rilevante in futuro. Ad esempio, il significativo accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti rafforzerebbe i risultati stimati.

L'incidenza sulla stima del premio per il rischio azionario è maggiore se tra le remunerazioni degli azionisti vengono incluse, oltre ai dividendi, anche le operazioni di riacquisto di azioni proprie (cfr. grafico A, figura di destra). Nell'area dell'euro i dividendi rappresentano la quota più consistente delle remunerazioni degli azionisti e nel 2017 ammontavano all'86 per cento delle remunerazioni complessive. Tale percentuale si colloca su livelli notevolmente inferiori in altre giurisdizioni, come gli Stati Uniti. Anche se attualmente nella zona dell'euro le operazioni di riacquisto di azioni proprie hanno solo un'importanza secondaria, prima della crisi finanziaria esse costituivano una parte più significativa delle remunerazioni complessive. Le stime del premio di rischio realizzate tenendo conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie riducono quindi la dimensione dell'incremento del premio per il rischio azionario registrato nell'area dell'euro tra il periodo precedente alla crisi e quello successivo.

Sebbene da un punto di vista teorico sia importante tenere conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie, farlo è relativamente complesso. Nella sua forma originaria, il modello di sconto dei dividendi non prendeva in considerazione in modo diretto le operazioni di riacquisto di azioni proprie perché non erano determinanti, specie nella misura in cui quasi tutte le remunerazioni agli azionisti venivano corrisposte attraverso il pagamento di dividendi. Inoltre, in teoria le operazioni di riacquisto di azioni proprie hanno un impatto scarsamente significativo poiché dovrebbero riflettersi in un aumento del valore dei dividendi futuri per gli azionisti rimanenti. I dati tuttavia suggeriscono che le stime della crescita attesa dei dividendi tengono conto solo in maniera imprecisa delle variazioni nelle operazioni di riacquisto delle azioni proprie¹¹. La crescita attesa dei dividendi sembra inoltre poco adatta a stimare la crescita del ricorso alle operazioni di riacquisto di azioni proprie. Di fatto, i dati sembrano indicare che potrebbe essere più ragionevole presumere che la remunerazione totale degli azionisti di una società, sia essa sotto forma di

¹¹ Cfr., ad esempio, Lamdin, Douglas J., "Handle with care: cost of equity estimation with the discounted dividend model when corporations repurchase", *Applied Financial Economics*, vol. 11, n. 5, 2001, pagg. 483-487 e Stowe, John D., McLeavey, Dennis W. e Pinto, Jerald E., [Share Repurchases and Stock Valuation Models](#), SSRN, 2007.

dividendi o di operazioni di riacquisto di azioni proprie, rappresenti una quota sostanzialmente costante degli utili. Di conseguenza, questo modello ipotizza che i valori correnti osservati dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie aumentino nel breve periodo unitamente al tasso atteso di espansione degli utili, piuttosto che ai dividendi.

5 Il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

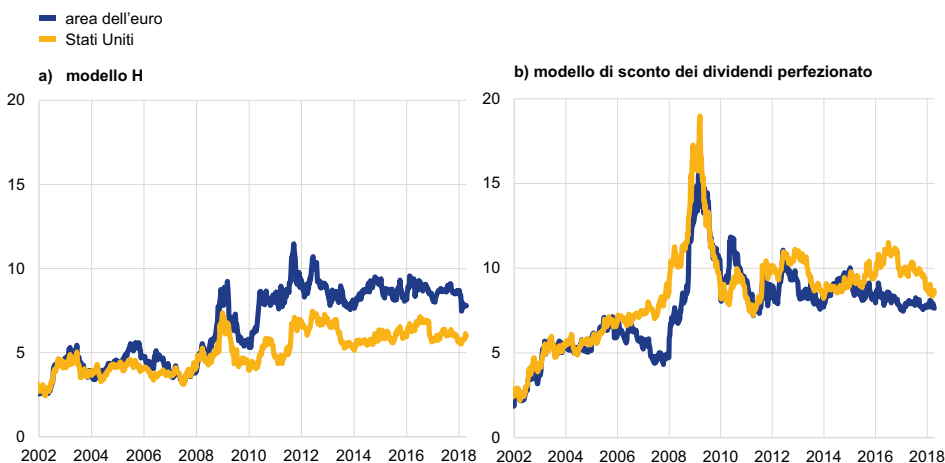
Per quanto riguarda il raffronto tra l'andamento del premio per il rischio azionario negli Stati Uniti e quello nell'area dell'euro, il modello H indica che essi si sono mossi quasi in parallelo prima della crisi finanziaria e che in seguito si sono discostati fra loro (cfr. grafico 7a). A partire dal 2010 il modello H mostra l'emergere di un divario tra le due regioni, con un premio per il rischio azionario molto più elevato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Tuttavia, come illustrato nel riquadro 1, l'approssimazione del modello H non tiene conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie, che possono essere considerate un reddito futuro per gli azionisti, e pertanto sottostima in maniera notevole il premio per il rischio azionario in caso di considerevoli operazioni di riacquisto di azioni proprie.

La stima del premio per il rischio azionario realizzata con l'aiuto del modello

Grafico 7

Stime del premio per il rischio azionario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti ricavate usando il modello H e il modello di sconto dei dividendi perfezionato

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2018.

corretto, che tiene conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie, dà origine a un quadro alquanto diverso, che enfatizza la rilevanza di tali operazioni, specie sui mercati azionari statunitensi (cfr. grafico 7b). Prima della crisi, le operazioni di riacquisto di azioni proprie erano comuni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, fattore che induceva un aumento del livello del premio per il rischio azionario in entrambe le giurisdizioni. Successivamente, durante la crisi finanziaria,

tali operazioni sono diminuite e in seguito hanno registrato una ripresa più rapida negli Stati Uniti. Se si tiene conto di tali operazioni, si può osservare un rialzo del premio per il rischio azionario in entrambe le giurisdizioni (anche durante la maggior parte del periodo successivo alla crisi). È interessante notare che, a partire dall'autunno 2016, quando è iniziata la fase finora più duratura di recupero quasi ininterrotto delle quotazioni azionarie, il premio per il rischio azionario negli Stati Uniti è diminuito di circa quattro punti percentuali, mentre quello per l'area dell'euro di circa due punti percentuali.

Nell'insieme, è importante sottolineare che le stime, soprattutto quelle relative al livello del premio per il rischio azionario, restano soggette alle incertezze insite nell'elaborazione dei modelli e dei dati. Tale incertezza è comprovata dall'esistenza in letteratura di un'ampia gamma di modelli e stime del premio per il rischio azionario, così come dalle variazioni risultanti dagli aggiustamenti apportati alla medesima categoria di modelli e illustrati in precedenza. Per esempio, mentre in base al modello H il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro si collocherebbe attualmente intorno all'8 per cento, secondo il modello di sconto dei dividendi corretto si attesterebbe lievemente sotto il 7 per cento. Inoltre, variazioni minori nelle ipotesi relative ai parametri, quali le aspettative di crescita, possono dar luogo a variazioni relativamente ampie nei livelli del premio per il rischio azionario. Per questo motivo, la maggior parte degli operatori si avvale di diversi modelli per valutare il premio per il rischio azionario e attribuisce maggiore importanza alle dinamiche che al livello delle stime.

6 Osservazioni conclusive

Le SNF dell'area dell'euro si finanziano soprattutto attraverso il capitale di rischio, per cui il costo di quest'ultimo assume particolare rilievo per la politica monetaria. A partire dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, per le società dell'area dell'euro il costo del capitale di rischio, sospinto da elevati premi per il rischio azionario, si è mantenuto relativamente elevato rispetto al costo del debito.

Quantificare il costo del capitale di rischio, tuttavia, è un compito impegnativo.

La serie di stime presentata in questo articolo suggerisce che, pur considerando le correzioni al modello proposte, il livello del premio per il rischio azionario resta tuttora caratterizzato da un grado considerevole di incertezza. Questo porta ad avvalersi di vari modelli per le finalità di politica economica e a concentrarsi maggiormente sull'interpretazione delle dinamiche che caratterizzano il premio per il rischio azionario. Ai fini della politica economica è importante migliorare i metodi di modellizzazione del costo del capitale di rischio esistenti, come risulta dal raffronto delineato in questo articolo tra i premi per il rischio azionario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In effetti, è possibile spiegare in parte le disparità registrate nei livelli e nelle dinamiche dei premi per il rischio azionario delle due giurisdizioni tenendo conto delle operazioni di riacquisto di azioni proprie nella stima del costo del capitale di rischio.

a cura di Michael Ehrmann, Gianluigi Ferrucci, Michele Lenza
e Derry O'Brien

L'inflazione complessiva può produrre "rumore" e offuscare i segnali relativi alle spinte inflazionistiche nel medio termine, rilevanti ai fini della politica monetaria. Per distinguere nei dati i segnali dal rumore, le banche centrali monitorano le misure dell'inflazione di fondo. Poiché i valori dell'inflazione di fondo possono essere stimati in diversi modi, è importante comprendere le proprietà dei diversi indicatori e i fattori alla base di eventuali discrepanze tra di essi. L'articolo descrive in dettaglio le misure dell'inflazione di fondo generalmente utilizzate dalla BCE, valutandole in base a una serie di criteri empirici.

1 Introduzione

Le banche centrali dovrebbero focalizzarsi principalmente sulle cause persistenti di pressioni inflazionistiche e meno sui movimenti reversibili e di breve durata del tasso di inflazione. L'obiettivo di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema consiste nel mantenere il tasso dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo) su valori inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio periodo. Dal momento che l'inflazione misurata sullo IACP comprende un ampio paniere di beni e servizi, i suoi andamenti sui dodici mesi possono essere influenzati da fattori di natura principalmente transitoria. Questi possono includere variazioni dei prezzi la cui origine risiede, ad esempio, nella volatilità dei prezzi delle materie prime o altre variazioni non determinate da forze di mercato (come quelle dei prezzi amministrati), nonché variazioni di prezzo specifiche di alcuni mercati dei prodotti. Queste variazioni temporanee possono essere trascurate, in particolare laddove non siano suscettibili di produrre effetti di secondo impatto.

La banca centrale si trova dinanzi al problema di dover distinguere in tempo reale i "segnali" relativi alle pressioni inflazionistiche nel medio termine contenuti nei dati sull'inflazione misurata sullo IAPC dal "rumore" generato da fattori temporanei o idiosincratici. A tal fine, vengono solitamente monitorate le misure dell'inflazione di fondo. In generale, lo scopo di queste misure è quello di fornire stime di dove andrà a collocarsi l'inflazione complessiva nel medio termine, una volta svanito l'effetto dei fattori temporanei. Concettualmente, questa operazione è assimilabile alla stima dell'evoluzione della componente persistente (inosservabile) dell'inflazione complessiva, di seguito semplicemente definita "trend inflation"¹. Dal punto di vista operativo, tale stima può essere effettuata a diversi livelli di complessità statistica: dall'esclusione a priori di alcune componenti dell'inflazione complessiva a causa della loro volatilità, alla stima di modelli statistici complessi che sfruttano la variazione cross-section delle componenti dell'inflazione,

¹ La componente persistente dell'inflazione viene di seguito semplicemente definita "trend inflation", sebbene tale espressione faccia riferimento a concetti spesso diversi tra loro. Nel lungo termine, ad esempio, può riflettere l'obiettivo di inflazione quantitativo e la credibilità della banca centrale rispetto al suo conseguimento.

passando attraverso la scelta di considerare semplici medie mobili dell'inflazione complessiva. Le stime dell'inflazione di fondo possono fornire punti di riferimento intermedi verificabili assieme a un più ampio set di informazioni macroeconomiche che consentano di valutare le spinte inflazionistiche nel medio termine. In pratica, dal momento che le stime dell'inflazione di fondo sono intrinsecamente caratterizzate da un elevato grado di incertezza, per ottenere risultati affidabili le banche centrali utilizzano un'ampia gamma di misure (cfr. riquadro 1).

La valutazione degli andamenti delle stime dell'inflazione di fondo richiede un'attenta disamina delle rispettive proprietà e deve essere seguita da un'analisi delle forze economiche che determinano la dinamica dei prezzi. Le misure alternative dell'inflazione di fondo possono fornire segnali contrastanti, come si è verificato nel corso degli ultimi anni. Ciò richiama la necessità di esaminarne le proprietà sulla base di criteri concettuali ed empirici. Vale inoltre la pena sottolineare che le stime dell'inflazione di fondo forniscono solo una prospettiva preliminare (spesso basata semplicemente su dati statistici) sulle spinte inflazionistiche nel medio termine. L'analisi congiunturale degli andamenti delle stime dell'inflazione di fondo deve necessariamente essere seguita da un esame dei fattori trainanti per favorire la comprensione del processo inflattivo, analisi che tuttavia esula dalle finalità di questo articolo².

In questo contesto, l'articolo esamina le misure dell'inflazione di fondo utilizzate dalla BCE, valutandone le proprietà in base a una serie di criteri empirici. Per estrapolare una valutazione complessiva utile ai responsabili delle politiche, non è sufficiente confrontare gli andamenti degli indicatori alternativi: occorre anche comprenderne chiaramente le proprietà in diversi contesti macroeconomici e valutarli in riferimento a una ben definita serie di metriche. A tal fine, la sezione 2 descrive le proprietà concettuali delle misure dell'inflazione di fondo generalmente utilizzate dalla BCE, mentre la sezione 3 valuta tali misure in base a una serie di criteri empirici. La sezione 4 espone le conclusioni.

Riquadro 1

Uso delle stime dell'inflazione di fondo da parte di alcune banche centrali

a cura di Gianluigi Ferrucci

Le banche centrali generalmente formulano i propri obiettivi di stabilità dei prezzi in termini di inflazione complessiva. Nel fare questo, si tiene conto di considerazioni di welfare. Ciò che conta per i consumatori è preservare il potere d'acquisto della moneta, misurato dall'indice dei prezzi più rappresentativo ed esaustivo. Sebbene siano in grado di catturare i trend inflazionistici in senso ampio, le stime dell'inflazione di fondo non sono rappresentative del costo della vita e, in quanto tali, potrebbero non essere prontamente accettate dal pubblico come obiettivo della politica monetaria. Per le banche centrali elencate nella tavola A, l'obiettivo di inflazione è generalmente definito in termini di inflazione complessiva misurata sull'IPC (Indice dei Prezzi al Consumo). Tuttavia, negli Stati Uniti, la Federal Reserve si concentra sull'inflazione misurata sulla spesa per consumi privati (SCP), un indice che raggruppa un'ampia gamma di spese sostenute

² Per le evidenze recenti sui fattori trainanti dell'inflazione, cfr., ad esempio, l'articolo intitolato *L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali*, nel n. 4/2017 di questo Bollettino.

dalle famiglie, mentre la Sveriges Riksbank in Svezia ha di recente adottato una misura dell'IPC che esclude gli effetti delle variazioni nei tassi dei prestiti ipotecari alle famiglie (indice dei prezzi al consumo con tasso di interesse fisso)³. Come mostra la tavola A, le banche centrali delle economie più avanzate perseguono un obiettivo di inflazione complessiva del 2 per cento, con intervalli di obiettivi per la Reserve Bank of Australia e la Reserve Bank of New Zealand.

Le stime dell'inflazione di fondo, che non tengono conto della volatilità a breve termine, sono generalmente monitorate dalle banche centrali per valutare le tendenze inflazionistiche e la probabile evoluzione dell'inflazione nel medio termine. Sebbene l'enfasi sull'uno o l'altro indicatore dell'inflazione di fondo tenda a variare nel tempo, le misure più comunemente utilizzate sono quelle che escludono le componenti caratterizzate da una maggiore volatilità dei prezzi (cfr. tavola A), probabilmente in ragione della semplicità con cui vengono replicate e comunicate al pubblico. Vengono utilizzate abbastanza di frequente anche le misure basate sulle medie troncate e sulle mediane ponderate, mentre quelle basate sui modelli (ad esempio derivanti da modelli fattoriali o dall'analisi delle componenti principali) tendono a comparire più di rado nelle comunicazioni ufficiali delle banche centrali.

Le misure dell'inflazione di fondo utilizzate nello specifico da ciascuna banca centrale tendono a variare da un istituto all'altro. La Federal Reserve, ad esempio, monitora regolarmente l'inflazione di fondo (in particolare l'indice dei prezzi misurato sulla SCP al netto di beni alimentari ed energia) poiché fornisce un'indicazione migliore rispetto all'inflazione complessiva circa il generale andamento futuro dell'inflazione⁴. La Banca del Giappone prende in considerazione quattro misure dell'inflazione di fondo, ricavate eliminando i disturbi transitori dai movimenti effettivi osservati nei prezzi al consumo, per identificare la tendenza nei movimenti dei prezzi⁵. La Bank of England ha di recente discusso diverse misure dell'inflazione basate su esclusione come approssimazioni delle spinte inflazionistiche dovute a fattori interni⁶. La Bank of Canada utilizza esplicitamente tre misure dell'inflazione di fondo come "riferimenti operativi" per conseguire l'obiettivo di inflazione misurato sull'IPC complessivo, sebbene non in alternativa a quest'ultimo⁷. La Norges Bank monitora una serie di misure (per lo più basate su esclusione) che consentono di trascurare le variazioni temporanee dell'andamento dell'inflazione. Per tali misure, produce inoltre previsioni sull'orizzonte temporale rilevante ai fini della politica monetaria. Tutte le banche centrali interpretano le diverse stime dell'inflazione di fondo alla luce di altre informazioni disponibili sugli andamenti economici complessivi.

Nella comunicazione ufficiale delle banche centrali si fa riferimento alle misure dell'inflazione di fondo. Sulla base di un'analisi testuale delle dichiarazioni di policy ufficiali

³ A settembre 2017 la Sveriges Riksbank ha adottato l'indice dei prezzi al consumo con tasso di interesse fisso come variabile dell'obiettivo di inflazione. Pur essendo basato sull'IPC, tale indice esclude gli effetti delle variazioni dei tassi ipotecari. Il cambiamento è stato motivato dal fatto che i costi dei prestiti ipotecari alle famiglie variano in stretta corrispondenza con il tasso di interesse ufficiale e, pertanto, la loro inclusione nell'IPC ha prodotto una correlazione positiva tra una parte della misura dell'obiettivo di inflazione e lo strumento di policy. Di fatto, la Sveriges Riksbank ha utilizzato l'indice dei prezzi al consumo con tasso di interesse fisso come variabile operativa effettiva dell'obiettivo di inflazione per diversi anni, prima che esso venisse formalmente adottato per la politica monetaria.

⁴ Cfr. *Monetary Policy Report*, Federal Reserve Board, luglio 2017.

⁵ Cfr. "Performance of Core Indicators of Japan's Consumer Price Index", *Bank of Japan Review*, 2015-E-7.

⁶ Cfr. i rapporti sull'inflazione della Bank of England di maggio 2017 e agosto 2017.

⁷ Cfr. *Renewal of the inflation-control target: Background information*, Bank of Canada, ottobre 2017.

Tavola A

Obiettivi di stabilità dei prezzi e misure dell'inflazione di fondo di alcune banche centrali

Banca centrale	Misura di stabilità dei prezzi	Quantificazione della stabilità dei prezzi	Misure dell'inflazione sottostante generalmente monitorate
Banca centrale europea	IAPC	Crescita dello IAPC sui dodici mesi nell'area dell'euro di un valore inferiore, ma prossimo al 2 per cento nel medio termine	Insieme di misure basate su esclusione, medie troncate, mediana ponderata e due misure di esclusione in base alla frequenza (PCCI - Persistent and Common Component of Inflation, e supercore)
Federal Reserve	SCP	Variazione percentuale sui dodici mesi del deflatore della SCP complessivo al 2 per cento nel più lungo termine	Le pubblicazioni ufficiali fanno riferimento, principalmente, alle misure basate su esclusione, ma si utilizzano anche medie troncate, mediana ponderata e modello fattoriale
Banca del Giappone	IPC	Variazione percentuale sui dodici mesi dell'IPC complessivo al 2 per cento	Indice di diffusione, media troncata, moda e mediana ponderata ufficialmente pubblicati dalla Banca del Giappone due giorni dopo la diffusione dell'IPC mensile per il Giappone
Bank of England	IPC	Variazione percentuale sui dodici mesi dell'IPC complessivo al 2 per cento. Le deviazioni superiori al ± 1 per cento generano una lettera aperta (non è un intervallo di obiettivi)	Varie misure basate su esclusione monitorate e occasionalmente discusse nelle pubblicazioni ufficiali
Bank of Canada	IPC	Variazione percentuale sui dodici mesi dell'IPC complessivo al 2 per cento, punto medio dell'intervallo di obiettivi dall'1 al 3 per cento nel medio termine	Tre misure preferenziali monitorate regolarmente: media troncata, mediana e un sistema di controllo delle variazioni dei prezzi comuni alle diverse categorie comprese nel paniere dell'IPC
Sveriges Riksbank	IPC con tasso di interesse fisso (CPIF)	Variazione percentuale sui dodici mesi del CPIF intorno al 2 per cento, con una fascia di variazione tra l'1 e il 3 per cento	Insieme di misure basate su esclusione, medie troncate, mediana ponderata, misure e fattori ponderati per la volatilità estrapolati dall'analisi delle componenti principali, monitorati e occasionalmente presentati nella comunicazione ufficiale
Norges Bank	IPC	Variazione percentuale sui dodici mesi dell'IPC prossima al 2 per cento nel medio termine	Insieme di misure basate su esclusione, medie troncate e mediana ponderata regolarmente monitorate e segnalate nelle pubblicazioni ufficiali. Vengono prodotte anche le proiezioni relative a tali indicatori
Reserve Bank of Australia	IPC	Conseguimento nel tempo di un tasso d'inflazione pari, in media, al 2-3 per cento	Media troncata, media ponderata e IPC al netto delle componenti volatili (frutta, verdura e carburante per autoveicoli) regolarmente pubblicati sul sito internet della banca
Reserve Bank of New Zealand	IPC	Scenario futuro di inflazione misurata sull'IPC compresa, in media, tra l'1 e il 3 per cento nel medio termine, con l'obiettivo di mantenere l'inflazione media su un valore prossimo al punto medio del 2 per cento	Modello fattoriale, medie troncate e misure corrette per la varianza e basate su esclusione

Fonti: siti Internet delle banche centrali; FOMC statement of longer-run goals and policy strategy, comunicato stampa, Federal Reserve, 25 gennaio 2012; The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy, Banca del Giappone, 22 gennaio 2013; Monetary policy remit: Autumn Budget 2017, Tesoro britannico, 22 novembre 2017; Renewal of the Inflation-Control Target – Background Information, Bank of Canada, ottobre 2016; 2016 Statement on the Conduct of Monetary Policy, Reserve Bank of Australia e governo australiano, 19 settembre 2016; Policy Targets Agreement 2018, Reserve Bank of New Zealand e Ministero delle finanze, 26 marzo 2018. La classificazione nell'ultima colonna segue, in parte, la tavola 1 nello studio di Kahn, M., Morel, L. e Sabourin, P., "A comprehensive assessment of measures of core inflation for Canada", Bank of Canada Discussion Paper 2015-12, 2015.

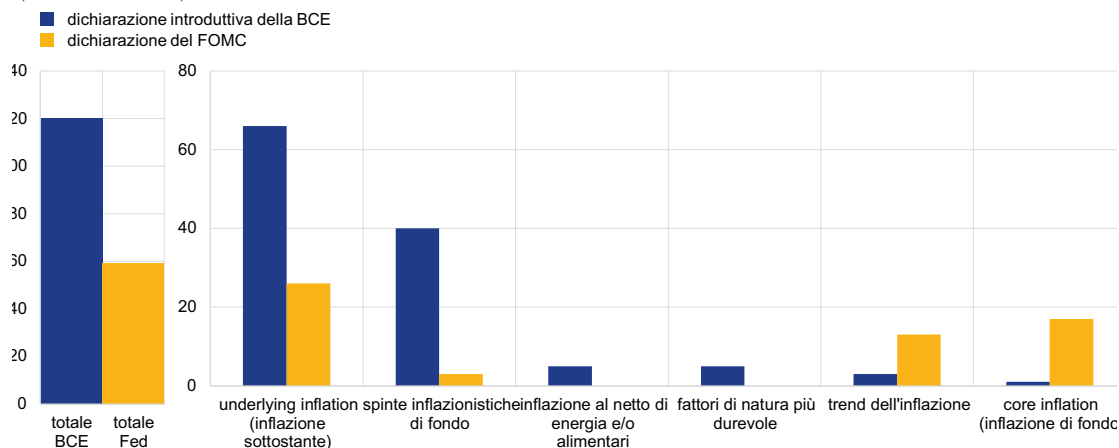
rilasciate dal Federal Open Market Committee (FOMC) della Federal Reserve e dal Consiglio direttivo della BCE tra ottobre 1998 e marzo 2018, il grafico A offre una rappresentazione grafica della ricorrenza di espressioni correlate all'inflazione di fondo nelle dichiarazioni di policy ufficiali dei due organi. Entrambi sembrano fare un uso ridotto o moderato di tale concetto nella comunicazione ufficiale, sebbene, in termini aggregati, la BCE vi faccia riferimento leggermente più spesso rispetto alla Federal Reserve, anche tenendo conto del maggior numero di dichiarazioni rilasciate nel corso di tale periodo (218 dichiarazioni introduttive della BCE contro 165 dichiarazioni del FOMC). Esaminando le occorrenze delle diverse espressioni che fanno riferimento al concetto di inflazione di fondo, il grafico A mostra come la BCE utilizzi generalmente "underlying inflation (inflazione sottostante)" e "underlying price pressures (spinte inflazionistiche di fondo)" laddove la Federal Reserve predilige termini quali "inflation trend (trend dell'inflazione)" e "core inflation (inflazione di fondo)" nella propria comunicazione.

Come ulteriore approfondimento, è interessante rilevare se l'uso del concetto di inflazione di fondo nella comunicazione delle banche centrali presenti una qualsivoglia

Grafico A

Riferimenti a termini correlati all'inflazione di fondo nella comunicazione ufficiale della BCE e della Federal Reserve

(numero di occorrenze)



Fonte: elaborazioni della BCE.

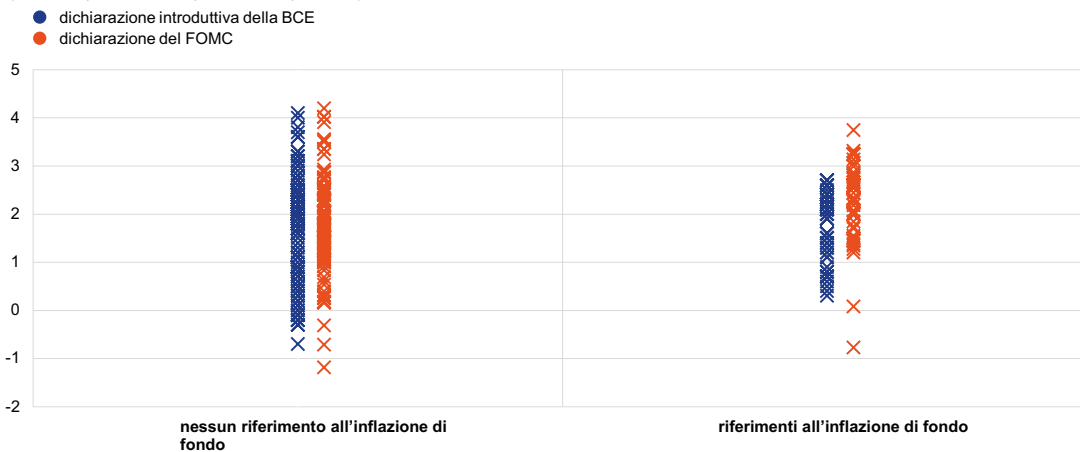
Note: il periodo in esame va da ottobre 1998 a marzo 2018. I due istogrammi a sinistra indicano il numero complessivo di riferimenti ed equivalgono alla somma di tutte le categorie riportate a destra. Il campione include 218 dichiarazioni introduttive della BCE e 165 dichiarazioni del FOMC.

regolarità, ad esempio comparando più di frequente nei periodi in cui gli andamenti dei prezzi non sono allineati con gli obiettivi di inflazione delle banche centrali. Il grafico B fornisce evidenze preliminari in merito all'utilizzo del concetto di inflazione di fondo da parte della BCE e della Federal Reserve in tempi sia di alta sia di bassa inflazione complessiva, sebbene la BCE tenda a farvi riferimento leggermente più spesso quando l'inflazione è bassa e la Federal Reserve quando è alta. Nessuna delle due banche centrali sembra fare maggior ricorso al

Grafico B

Inflazione complessiva e riferimenti all'inflazione di fondo nella comunicazione ufficiale della BCE e della Federal Reserve

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'asse delle ordinate mostra la variazione percentuale annuale dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC per la BCE e dell'inflazione misurata sull'SCP per la Federal Reserve. Il periodo preso in considerazione va da ottobre 1998 a marzo 2018.

concetto in corrispondenza di episodi di deviazione significativa dell'inflazione complessiva dai rispettivi obiettivi di inflazione.

2 Misure dell'inflazione di fondo

Esistono diversi modi per misurare l'inflazione di fondo⁸. Sebbene costruite con metodi sostanzialmente diversi, le misure dell'inflazione di fondo hanno generalmente in comune lo scopo di filtrare gli elementi di volatilità a breve termine dell'inflazione complessiva al fine di catturare tempestivamente la componente a bassa frequenza dell'inflazione. Le misure dell'inflazione di fondo comunemente utilizzate dalla BCE possono essere suddivise in tre ampie categorie: misure di esclusione permanente, misure di esclusione temporanea e misure di esclusione basata sulla frequenza. Questa sezione descrive la natura concettuale e la metodologia alla base di tali misure, prendendo in considerazione una categoria per volta. In particolare, viene evidenziato il fondamento logico delle varie misure, mentre le proprietà empiriche auspicabili, quali la linearità e la capacità di registrare il trend dell'inflazione, vengono valutate nella sezione successiva.

La prima classe di misure rimuove in modo permanente alcune sottocomponenti volatili. La volatilità nell'inflazione complessiva può talvolta essere attribuita a fattori temporanei di poca rilevanza ai fini di una prospettiva di medio termine. Ad esempio, il prezzo del petrolio è spesso soggetto ad ampie oscillazioni che nel breve termine possono produrre effetti diretti sostanziali sui prezzi dell'energia. Analogamente, condizioni meteorologiche avverse possono determinare una forte volatilità dei prezzi degli alimentari freschi. Per eliminare tali componenti volatili, spesso si fa ricorso all'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) come misura dell'inflazione di fondo. Tuttavia, il tasso di inflazione misurato sull'HICPX può comunque risentire dell'influenza di effetti transitori sostanziali, come si è verificato nella primavera del 2017 quando gli effetti di calendario correlati alle festività pasquali hanno determinato ampie oscillazioni del tasso di inflazione misurato sull'HICPX sui dodici mesi (cfr. grafico 1). Inoltre, il segnale di prezzo relativo ad abbigliamento e calzature può essere indebitamente influenzato dai periodi dei saldi. Per prescindere da tali fattori, la BCE rileva anche il tasso di inflazione misurato sull'HICPX al netto di abbigliamento, calzature e voci legate ai viaggi^{9,10}. Nel corso del 2017 si è registrata una notevole seppur breve

⁸ Cfr. anche il riquadro 1 sull'uso delle misure dell'inflazione di fondo da parte di alcune banche centrali.

⁹ Le voci legate ai viaggi comprendono le tariffe aeree, i pacchetti vacanze e i servizi di alloggio.

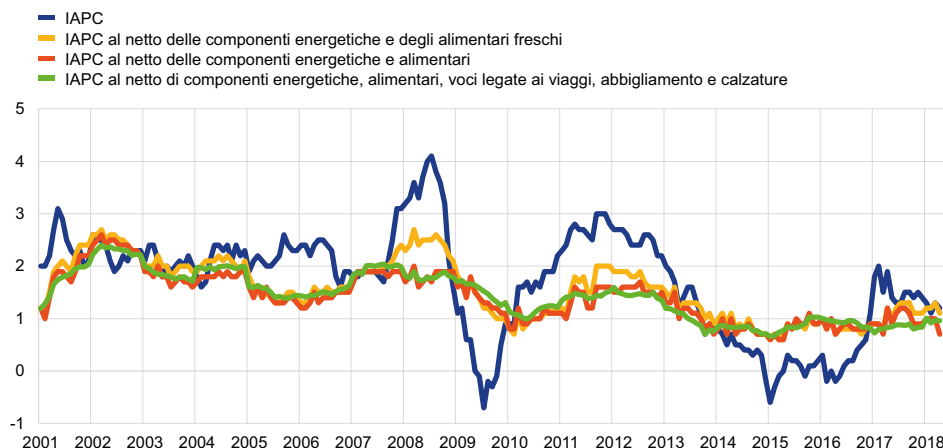
¹⁰ Le variazioni delle imposte indirette o dei prezzi amministrati tendono a rappresentare effetti un tantum di poca rilevanza per l'inflazione a medio termine. In quest'ottica, vengono valutate (sebbene non regolarmente) anche misure dell'inflazione che escludono le imposte indirette e/o i prezzi amministrati. Cfr., ad esempio, il riquadro intitolato *Misurazione e valutazione dell'impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero di maggio 2007 del Bollettino mensile della BCE.

divergenza fra tale misura e l'HICPX, per lo più dovuta all'impatto della più alta inflazione relativa alla sottocomponente volatile delle voci legate ai viaggi¹¹.

Grafico 1

Misure dell'inflazione di fondo basate su esclusione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2018.

Le componenti che evidenziano un'elevata volatilità, inoltre, tendono a essere le meno persistenti. L'ipotesi implicita che sottende alle normali misure basate su esclusione consiste nell'assunto che, riducendo al minimo la volatilità, è possibile isolare i movimenti più persistenti dell'inflazione. Elevata volatilità e bassa persistenza, tuttavia, non vanno necessariamente di pari passo¹². La verifica incrociata della volatilità rispetto ad alcune metriche standard di persistenza conferma generalmente l'ipotesi che le componenti escluse siano caratterizzate anche da una più bassa persistenza (cfr. grafico 2)¹³. Ad esempio, le principali sottocomponenti dell'inflazione legate ai beni energetici, quali i carburanti per i mezzi di trasporto, sono altamente volatili e meno persistenti. Anche l'inflazione legata agli alimentari freschi tende a evidenziare una persistenza relativamente più bassa. L'inflazione relativa a tariffe aeree, pacchetti vacanze e abbigliamento è alquanto volatile e palesemente poco persistente, a conferma della scelta di escludere tali voci dalle misure dell'inflazione di fondo. Tuttavia, per altre voci quali i servizi di alloggio e i beni alimentari trasformati, la validità dell'esclusione è meno evidente mentre, come atteso, l'inflazione relativa ai servizi è complessivamente poco volatile e altamente persistente¹⁴.

¹¹ L'HICPX al netto di abbigliamento, calzature e voci legate ai viaggi rappresenta il 60 per cento circa del paniere IAPC, mentre l'HICPX complessivo di tali voci ne rappresenta il 71 per cento.

¹² Per una spiegazione sui motivi per cui l'elevata volatilità potrebbe non essere sempre associata alla bassa persistenza, cfr. anche Bilke, L. e Stracca, L., "A persistence weighted measure of core inflation in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 24, 2007, pagg. 1031-1047.

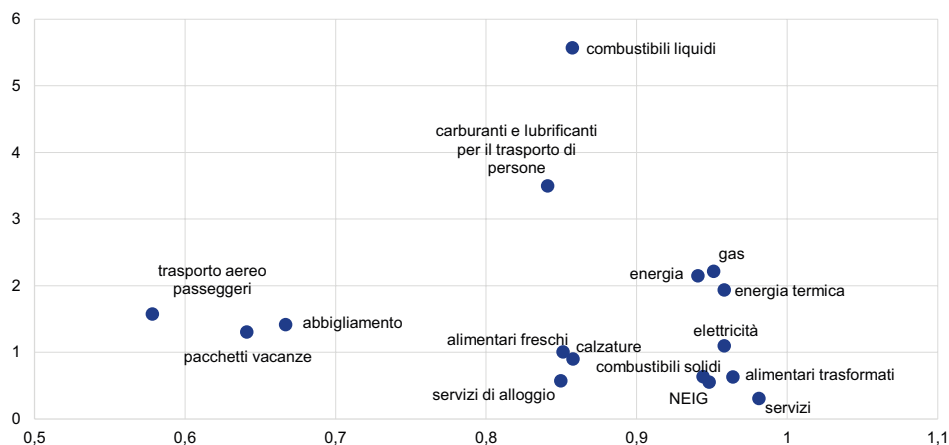
¹³ L'analisi tiene conto dei tassi di inflazione sui dodici mesi. L'ordine delle sottocomponenti sia in termini di volatilità sia di persistenza rimane sostanzialmente simile quando vengono esaminate le variazioni mensili destagionalizzate dei tassi di inflazione.

¹⁴ È importante tenere presente che la persistenza dell'inflazione collegata ai servizi risulta più elevata di quella che caratterizza le singole serie in parte perché l'aggregazione favorisce l'eliminazione degli effetti idiosincratici.

Grafico 2

Persistenza e volatilità delle dell'inflazione

(asse delle ascisse: persistenza; asse delle ordinate: volatilità)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la volatilità è misurata dal coefficiente di variazione, che standardizza la deviazione standard in base alla media della serie. La persistenza è misurata come la somma dei coefficienti autoregressivi, dove i ritardi ottimali sono scelti in base al criterio di informazione di Schwarz. In alternativa, la persistenza può essere misurata in modalità non parametrica in base al numero di volte per cui l'inflazione interseca il suo valore medio. I risultati dei due approcci sono sostanzialmente simili. Il campione di stima copre il periodo da gennaio 2000 ad aprile 2018. L'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (Non-Energy Industrial Goods).

La seconda classe di misure esclude alcune voci su base temporanea

(cfr. grafico 3). L'indice IAPC complessivo rappresenta la media ponderata di 93 indici relativi a sottocomponenti¹⁵. Tuttavia, la distribuzione delle 93 variazioni di prezzo all'interno dello IAPC evidenzia asimmetrie periodiche e/o effetti derivanti da forti anomalie (cfr. grafici 4 e 5). In tali periodi, le medie troncate e una mediana ponderata possono rappresentare strumenti di stima degli andamenti dell'inflazione in un dato mese più precisi rispetto alla media ponderata utilizzata nell'inflazione complessiva¹⁶. Rispetto alla prima classe di misure, questa seconda classe presenta il vantaggio di poter prescindere da ampie variazioni una tantum dei prezzi relativi a voci tipicamente non volatili. Queste misure possono inoltre fornire un'indicazione su quanto siano generalizzati i movimenti dell'inflazione. Nell'estate del 2017, ad esempio, le medie troncate e la mediana erano relativamente stabili, contrariamente all'inflazione complessiva. Tuttavia, se l'aspetto distribuzionale cross-section delle misure basate sulla media troncata contribuisce senza dubbio a ridurre la volatilità, non è altrettanto chiaro se ciò si traduca necessariamente in una maggiore persistenza e in una migliore misurazione delle spinte inflazionistiche a medio termine.

Le misure basate sull'esclusione temporanea sono meno suscettibili di interpretazione.

Il fatto che l'insieme di voci escluse da tali misure può variare da un mese all'altro può talvolta rendere meno agevole l'interpretazione. Tuttavia, nella pratica, molte delle voci escluse, ad esempio, dalla media troncata al 10

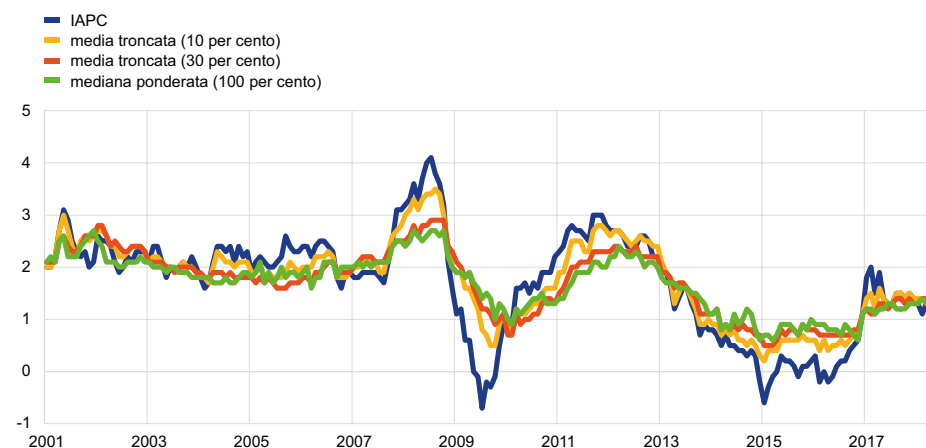
¹⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. [Glossary: COICOP HICP](#) sul sito Internet dell'Eurostat.

¹⁶ La media troncata del 10 (30) per cento rimuove, ogni mese, il 5 (15) per cento dei tassi di variazione sui dodici mesi da ciascuna estremità della distribuzione delle 93 variazioni di prezzo nello IAPC e aggrega i tassi di variazione sui dodici mesi utilizzando pesi riscalati. La mediana (ponderata) è un caso estremo di media troncata poiché tronca tutti i valori a esclusione del punto medio (basato su ponderazione) della distribuzione delle variazioni di prezzo. Cfr. anche Silver, M., *Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures*, 2007.

Grafico 3

Inflazione misurata sullo IAPC e misure dell'inflazione di fondo basate su esclusione temporanea

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

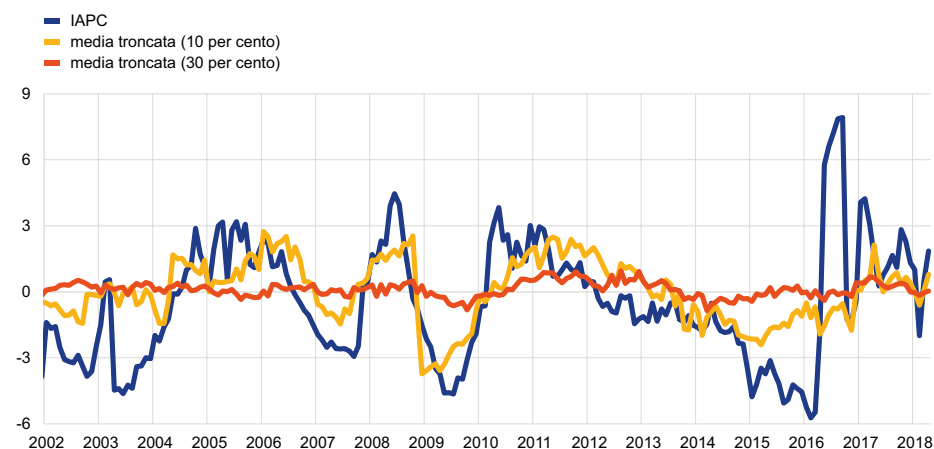


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2018.

Grafico 4

Asimmetria dell'inflazione misurata sullo IAPC



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

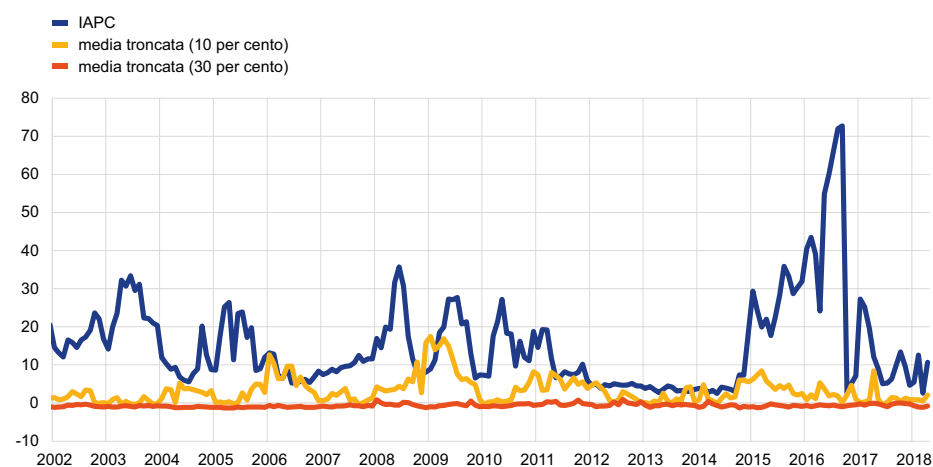
Note: l'asimmetria di una distribuzione normale è pari a zero. L'asimmetria è calcolata mensilmente per un campione di 93 voci dello IAPC e fra le voci soggette a variazioni che rimangono nelle medie troncate. La misura fa riferimento al coefficiente del momento normalizzato di Fisher-Pearson corretto. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2018.

per cento, tendono a essere relative a beni energetici, che subiscono l'impatto delle ampie oscillazioni del prezzo del petrolio¹⁷. Le misure hanno anche evidenziato la tendenza a escludere, in particolare durante i periodi di inflazione più alta, i servizi di telecomunicazione, per i quali si sono registrati tassi di inflazione negativi ampi e persistenti. Pertanto, oltre alle voci caratterizzate da elevata volatilità e alle anomalie temporanee, questi indicatori possono anche escludere voci che hanno subito cali specifici di settore dall'effetto duraturo.

¹⁷ Cfr. anche il riquadro intitolato *Il ruolo di stagionalità e anomalie nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

Grafico 5

Curtosi dell'inflazione misurata sullo IAPC



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la curtosi di una distribuzione normale è pari a tre. La curtosi è calcolata mensilmente per un campione di 93 voci dello IAPC e fra le voci soggette a variazione che rimangono nelle medie troncate. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2018.

La terza classe di misure adotta l'approccio dell'esclusione basata sulla frequenza.

L'idea generale su cui si fondano tali misure è che l'andamento di ciascuna voce elementare dei prezzi al consumo può essere determinato da shock di natura sia transitoria sia persistente. Pertanto, anziché escludere a priori determinate voci, potrebbe risultare più appropriato filtrare la componente transitoria tramite l'impiego di tecniche econometriche, mantenendo le componenti persistenti di tutte le voci. Una misura di esclusione basata sulla frequenza normalmente monitorata dalla BCE è quella definita supercore. Il riquadro 2 descrive nel dettaglio come viene costruita questa misura. Qui ci si limiterà a osservare che la supercore seleziona quelle voci che si ritiene abbiano una maggiore correlazione con il ciclo economico¹⁸. Questo approccio introduce un elemento intuitivo, in particolare perché va oltre l'impiego di criteri puramente statistici stabilendo una relazione macroeconomica con le determinanti interne delle spinte inflazionistiche. Nello specifico, la supercore dovrebbe fornire un'indicazione utile sulle pressioni inflazionistiche interne di fondo dal momento che esclude, con ogni probabilità, gli elementi interessati di frequente da variazioni una tantum (ad esempio, i prezzi amministrati), estremamente volatili o fortemente influenzati da condizioni macroeconomiche esterne. Inoltre può essere utile identificare le voci che non sembrano rispondere al ciclo economico poiché queste possono talvolta presentare tratti o proprietà comuni che potrebbero spiegare il motivo per cui l'inflazione non risponde alle principali pressioni di origine interna, come le risorse inutilizzate o le aspettative di inflazione.

¹⁸ Si noti che la misura supercore può anche essere classificata come misura di esclusione temporanea poiché, anziché escludere a priori le voci energetiche e alimentari, esclude alcune voci la cui correlazione con le oscillazioni del ciclo economico interno non risulta significativa. Tale misura, tuttavia, è meglio interpretabile come misura di esclusione basata sulla frequenza poiché, tra le voci HICPX, seleziona quelle maggiormente correlate al ciclo economico.

Riquadro 2

La misura supercore dell'inflazione di fondo

a cura di Derry O'Brien

L'indice supercore va oltre una base puramente statistica stabilendo un legame esplicito con le condizioni macroeconomiche¹⁹. Nello specifico, l'indice supercore si basa soltanto su quelle voci dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) che sono ritenute sensibili alla capacità inutilizzata, come misurata dall'output gap. In particolare, il coefficiente stimato dell'output gap è generalmente più elevato e significativo in una regressione della curva di Phillips in forma ridotta basata sull'indice supercore rispetto, ad esempio, ai

Tavola A

Regressioni della curva di Phillips basate su indice supercore e misure di esclusione permanente dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali o variazioni in punti percentuali)

	Coefficiente dell'output gap	Valori P
IAPC	0,04	0,040
IAPC al netto delle componenti energetiche	0,02	0,002
IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari freschi	0,02	0,002
IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari	0,02	0,000
IAPC al netto di componenti energetiche, alimentari, di voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature	0,02	0,001
Indice supercore	0,04	0,000

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il periodo campionario è compreso fra il primo trimestre del 2002 (secondo trimestre del 2002 per l'indice supercore) e il primo del 2018.

corrispondenti coefficienti basati sulle misure di esclusione permanente (cfr. tavola A).

Una voce è considerata sensibile all'output gap se l'inclusione di quest'ultimo migliora i risultati di previsione al di fuori campione per quella voce, secondo la procedura descritta di seguito, relativamente a un modello AR(1).

La metodologia viene implementata attraverso le seguenti fasi. Nella prima fase, per ciascuna delle 72 voci dell'HICPX, vengono stimate tre specificazioni della curva di Phillips (Phillips curve -

¹⁹ Cfr. il riquadro *La reattività delle componenti dello IAPC alle variazioni del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva*, nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile della BCE. Si tratta di una precedente versione dell'indice supercore che selezionava le voci HICPX includendole qualora il coefficiente dell'output gap avesse un segno economicamente e statisticamente significativo in un'equazione della curva di Phillips. Questo approccio è più semplice da implementare ma potrebbe risentire della distorsione prodotta dalle variabili omesse e tende a selezionare un numero relativamente ridotto di voci elementari. Un'equazione simile a quella presentata nel suddetto riquadro è stata precedentemente calcolata dalla Deutsche Bundesbank per lo stesso fine: cfr. "Output sensitivity of inflation in the euro area: indirect evidence from disaggregated consumer prices", *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, n. 25, Deutsche Bundesbank, 2011.

PC), che includono l'output gap come misura della capacità produttiva inutilizzata ritardata di uno o due trimestri, o di entrambi i periodi. Ad esempio, la specificazione della curva di Phillips per la componente i ritardata di un solo periodo è:

$$y_{i,t} = \alpha + \rho * y_{i,t-1} + \beta_{1,i} * \text{output gap}_{t-1} + \varepsilon_t$$

in cui $y_{i,t}$ è il tasso di crescita sui tre mesi annualizzato e destagionalizzato della componente i-esima. Le previsioni per ciascuna voce sono stimate su un orizzonte da uno a quattro trimestri, condizionate all'andamento dell'output gap nell'orizzonte di previsione. Per ogni voce viene stimato anche il corrispondente modello di riferimento AR(1). Il periodo campionario inizia nel primo trimestre del 1996 e termina nel primo trimestre del 2018.

Nella seconda fase, la radice dell'errore quadratico medio (REQM) delle previsioni viene calcolata come la media dell'orizzonte da uno a quattro trimestri per ciascuna voce. Questo si ripete per 30 campioni di stima e la REQM media (average RMSFE - ARMSFE) viene calcolata tra tali campioni. Ad esempio, quando il campione di dati completo termina nel primo trimestre del 2018, il primo campione di stima inizia nel primo trimestre del 1998 e finisce nel quarto trimestre del 2009 e il secondo campione inizia nel primo trimestre del 1998 e finisce nel primo trimestre 2010; questo processo continua fin quando l'ultimo campione di stima non inizia nel primo trimestre del 1998 per terminare nel primo trimestre 2017.

Nella terza fase, la REQM media delle tre specificazioni alternative della curva di Phillips viene messa a confronto con la REQM media del modello AR(1) e se una delle specificazioni della curva di Phillips migliora rispetto a quest'ultimo, allora la voce viene inclusa nell'indice supercore. L'ultimo vintage disponibile delle serie storiche dell'output gap viene usato nelle stime per ciascun campione.

Nell'ultima fase, le voci selezionate per l'inclusione sono aggregate usando le ponderazioni dello IAPC riparametrate. L'indice supercore è riportato come una media mobile su tre mesi del suo tasso annuale. Questa fase finale contribuisce a ridurre le possibilità di un segnale falsamente positivo nella valutazione dei punti di svolta.

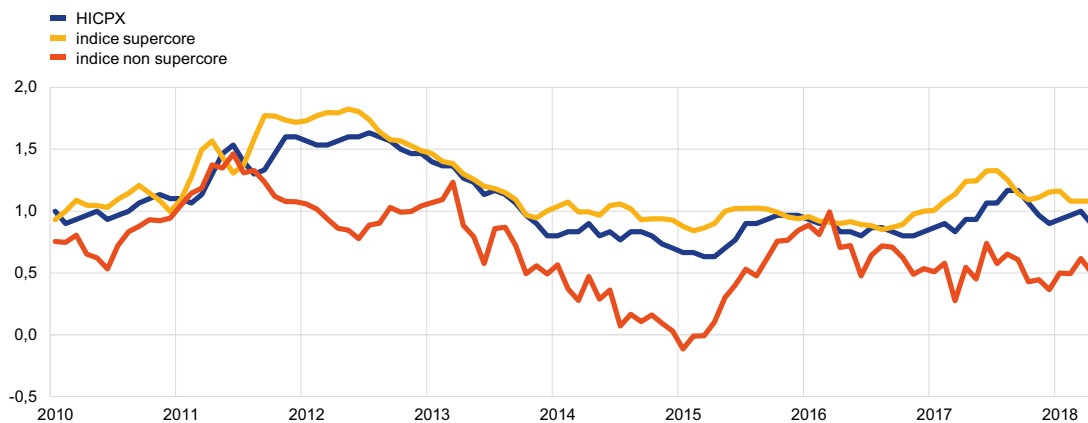
È opportuno rilevare che le serie dell'indice supercore possono essere riviste nel tempo a causa di: a) una variazione nella selezione delle componenti; b) possibili cambiamenti nella relazione delle diverse voci con l'output gap (rilevate grazie alla metodologia delle finestre mobili); c) le revisioni, talvolta considerevoli, delle stime dell'output gap. Nella pratica, l'insieme delle voci selezionate per l'inclusione nell'indice supercore tende a variare solo gradualmente nel tempo e pertanto le revisioni delle serie supercore da un'iterazione alla successiva sono generalmente piuttosto modeste.

Anche monitorare il comportamento di un indice che include quelle voci che non appartengono all'indice supercore può risultare istruttivo. Le serie supercore e non supercore a volte si muovono congiuntamente (cfr. grafico A). Tuttavia, all'inizio del 2015, ci fu un drastico aumento dei tassi sui dodici mesi dell'indice non supercore; ciò fu una determinante significativa della moderata tendenza al

Grafico A

HICPX, indici supercore e non supercore

(medie mobili su tre mesi delle variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima edizione dell'indice supercore comprende 47 voci dello IAPC. Le ultime rilevazioni si riferiscono ad aprile 2018.

rialzo nell'HICPX in quel periodo. Inoltre, più recentemente, all'inizio del 2017 si è verificata una brusca flessione nell'indice non supercore, che ha influito sull'HICPX durante l'intero anno.

Rientra nel novero della complessità econometrica un'altra misura basata sulla frequenza, definita come la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI), che filtra le componenti di medio termine dello IAPC dei singoli paesi dell'area dell'euro e ne calcola la media. La PCCI riflette la componente comune e persistente nei tassi di inflazione dei vari paesi e delle diverse voci dello IAPC (cfr. riquadro 3). È costruita per segnalare, con un certo anticipo, gli andamenti dell'inflazione complessiva e, in particolare, i punti di svolta. Poiché, a differenza di altre misure dell'inflazione di fondo, essa include anche informazioni su voci riguardanti i beni energetici e alimentari, è importante valutare fino a che punto i cambiamenti nella PCCI siano riconducibili a queste due componenti o alle componenti dell'HICPX. La PCCI è di difficile interpretazione, basandosi su un modello econometrico piuttosto complesso caratterizzato da diversi livelli di filtri ed elaborazioni delle medie. La difficoltà interpretativa è compensata dal fatto che la PCCI può rivelarsi particolarmente utile quando numerosi shock idiosincratici, che coinvolgono diversi paesi e componenti, possono ripercuotersi anche su voci che normalmente non sono volatili.

Riquadro 3

La misura dell'inflazione di fondo basata sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI)

a cura di Mario Porqueddu

La PCCI è una misura dell'inflazione di fondo, basata sulla frequenza e sull'esclusione di alcune voci, che utilizza le componenti a più bassa frequenza delle serie storiche e

sfrutta informazioni cross-section di diversi paesi e componenti. È costruita per rilevare la componente comune e persistente dei tassi di inflazione nei diversi paesi dell'area dell'euro e nelle diverse sottocategorie. La componente comune viene calcolata con un modello fattoriale dinamico generalizzato, in linea con quanto proposto in precedenza nella letteratura per l'area dell'euro²⁰ e anche con un indicatore simile per gli Stati Uniti²¹.

L'indicatore è costruito come segue: vengono raccolte e destagionalizzate circa 1.000 voci elementari dello IAPC di 12 paesi dell'area dell'euro, espresse in termini di tassi mensili in ragione d'anno (calcolati come differenze logaritmiche) e standardizzate affinché abbiano media pari a 0 e deviazione standard pari a 1. La componente comune a bassa frequenza per ciascuna sottocategoria viene calcolata con un modello fattoriale dinamico generalizzato. Ciò richiede la scelta di un insieme di parametri, in particolare l'insieme di fattori dinamici, l'insieme di fattori statici e la soglia minima di lunghezza dei cicli consentiti nella componente comune. La PCCI esclude tutti i cicli di lunghezza inferiore a tre anni²². Per ridurre l'incertezza circa l'insieme dei fattori, la componente comune di ciascuna sottocategoria è una media di 81 stime ottenute da diverse combinazioni di fattori dinamici (da due a otto) e statici (da quattro a sedici). Le componenti comuni a bassa frequenza che ne risultano vengono ridimensionate usando la media e la deviazione standard stimate nella prima fase e vengono rese meno volatili attraverso una media mobile a tre mesi²³.

Infine, la PCCI viene ottenuta aggregando tutte le componenti comuni a bassa frequenza usando i pesi delle singole voci dello IAPC totale. Si può ottenere un aggregato simile, denominato PCCI_x, per una sottocomponente, quale ad esempio lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari, aggregando soltanto le voci che fanno parte di questa sottocomponente; oppure si possono calcolare altri aggregati per qualsiasi combinazione di voci e paesi.

Il vantaggio principale rispetto a misure di esclusione quali l'HICPX, consiste nel fatto che la PCCI include anche l'impatto di shock a medio termine su beni alimentari ed energetici, nella misura in cui questi hanno effetti comuni e, al tempo stesso, esclude le fluttuazioni sul breve periodo nei prezzi considerati di fondo nelle misure di esclusione tradizionali (come i prezzi dei servizi). In generale, la PCCI è un indicatore flessibile le cui stime dipendono dall'insieme di variabili incluse e dalla soglia della frequenza più alta consentita; perciò l'analista può decidere di ridurre la persistenza dell'indicatore abbassando la soglia a cicli di lunghezza superiore a un anno, o di escludere gli shock sui beni alimentari ed energetici.

²⁰ Cristadoro, R., Forni, M., Reichlin, L. e Veronese, G., "A Core Inflation Indicator for the Euro Area", *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 37, 2005, pagg. 539-560. La PCCI si distingue da questo indicatore dell'inflazione di fondo perché esclude cicli di lunghezza inferiore ai tre anni, mentre l'articolo sopra menzionato esclude soltanto cicli della durata di un anno. L'insieme delle variabili usate per la stima include solo sottocategorie dello IAPC e viene impiegata la media delle stime ottenute usando diversi insiemi di fattori statici e dinamici. Per un'applicazione di questa metodologia di aggregazione dei dati dell'area dell'euro, cfr. Lenza, M., "Revisiting the information content of core inflation", *Research Bulletin*, n. 14, BCE, 2011, pagg. 11-13.

²¹ "The FRBNY Staff Underlying Inflation Gauge: UIG", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 672, aprile 2014.

²² Il profilo della PCCI è inoltre simile quando vengono esclusi solo i cicli di lunghezza inferiore ai due anni.

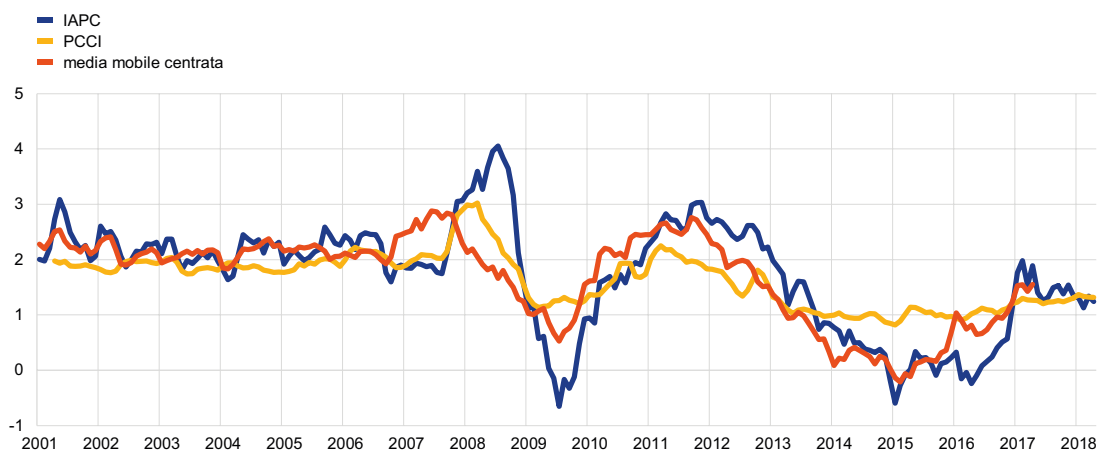
²³ Come spiegato per l'indice supercore, questa fase finale contribuisce a ridurre le possibilità di un segnale falsamente positivo nella valutazione dei punti di svolta.

Il grafico A mostra la stima PCCI dell'inflazione di fondo per l'inflazione complessiva misurata sullo IACP, come descritta in precedenza, insieme al tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi e la misura di trend inflation definita come la media mobile centrata a due anni, come proposto nella sezione 3. Nel confronto con entrambe le misure, la PCCI è meno volatile e meno influenzata da grandi shock temporanei, come quelli che influenzano i prezzi dell'energia e che spiegano i tassi di inflazione negativi registrati nel 2009, 2015 e 2016. Il grafico B mostra lo stesso indicatore ottenuto aggregando soltanto le componenti comuni e persistenti delle voci incluse nell'indice HICPX, ovvero escludendo beni energetici e alimentari. Va da sé che questo indice PCCIx ristretto sia anche meno volatile e meno influenzato da movimenti a breve termine rispetto all'HICPX. In entrambi i casi, gli indicatori PCCI possono prevedere picchi di inflazione sui dodici mesi, ma con

Grafico A

Inflazione complessiva e PCCI per l'inflazione complessiva misurata sullo IACP

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



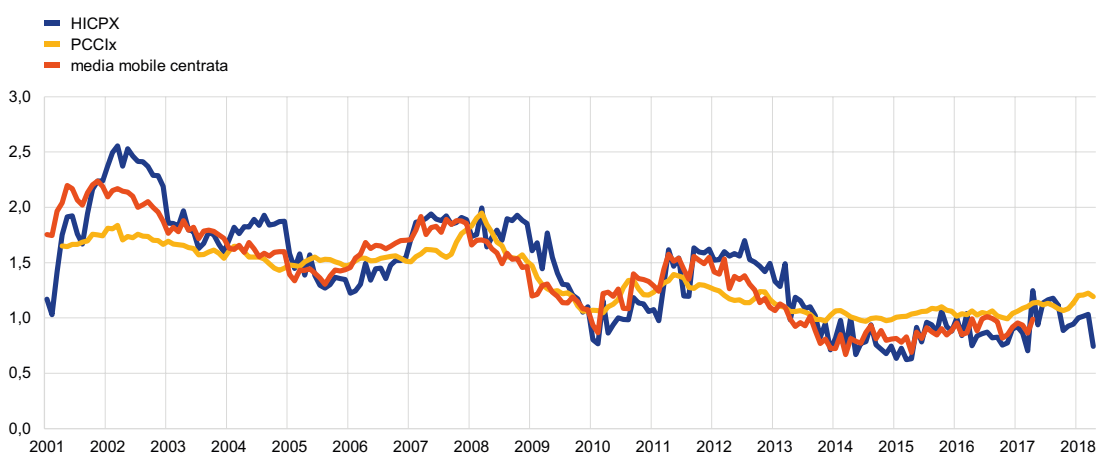
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono ad aprile 2018.

Grafico B

HICPX e PCCIx per voci incluse nell'indice HICPX

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono ad aprile 2018.

un ritardo rispetto alle medie mobili centrate biennali. Tuttavia, quando si considera il modo in cui i

responsabili osservano gli indicatori dell'inflazione di fondo, è importante considerare che le medie mobili centrate non sono disponibili in tempo reale, poiché impiegano osservazioni future.

3 Valutazione empirica delle misure dell'inflazione di fondo

Una valutazione empirica può contribuire a distinguere fra le diverse misure dell'inflazione di fondo. Le misure dell'inflazione di fondo dovrebbero catturare l'andamento dell'inflazione complessiva nel medio termine. Una valutazione delle proprietà delle diverse misure può essere condotta sulla base di una serie di criteri empirici, sebbene questo sia arduo, poiché si vuole tracciare una quantità non osservabile. Fra questi criteri rientrano volatilità, coincidenza, assenza di distorsione e precisione complessiva²⁴. Inoltre, dato che la performance relativa di una misura può essere sporadica, è importante valutare le misure in periodi differenti.

È necessaria una stima della componente persistente dell'inflazione per valutare le misure dell'inflazione di fondo. Il trend dell'inflazione è una variabile non osservabile e la sua stima è caratterizzata da una forte incertezza. Questo articolo usa, come prima approssimazione, una media mobile centrata a 24 mesi dell'inflazione mensile, che dovrebbe rappresentare un periodo sufficientemente lungo per smorzare le oscillazioni di maggiore frequenza, ma anche sufficientemente breve da riflettere l'orizzonte in cui agisce la politica monetaria durante il ciclo economico²⁵. Poiché la costruzione di

Tavola 1

Deviazioni standard delle misure dell'inflazione di fondo

	da gennaio 2000 ad aprile 2018	da luglio 2007 ad aprile 2018
IAPC	0,95	1,12
IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari fresche	0,55	0,53
IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari	0,46	0,38
IAPC al netto di componenti energetiche, alimentari, di voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature	0,47	0,38
Media troncata (10 per cento)	0,75	0,88
Media troncata (30 per cento)	0,62	0,68
Mediana ponderata (100 per cento)	0,53	0,58
Indice supercore	n.d.	0,52
PCCI	0,47	0,48

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

²⁴ Cfr., ad esempio, il riquadro *I sottoindici dello IAPC misurano l'inflazione di fondo?* nel numero di dicembre 2013 del Bollettino mensile della BCE.

²⁵ Tutti i risultati presentati in questa sezione sono qualitativamente resistenti all'adozione di medie mobili a 36 mesi.

questa misura richiede l'uso di valori futuri dell'inflazione, la sua applicazione in ambito congiunturale è limitata, ma può servire come riferimento per valutare altri indicatori.

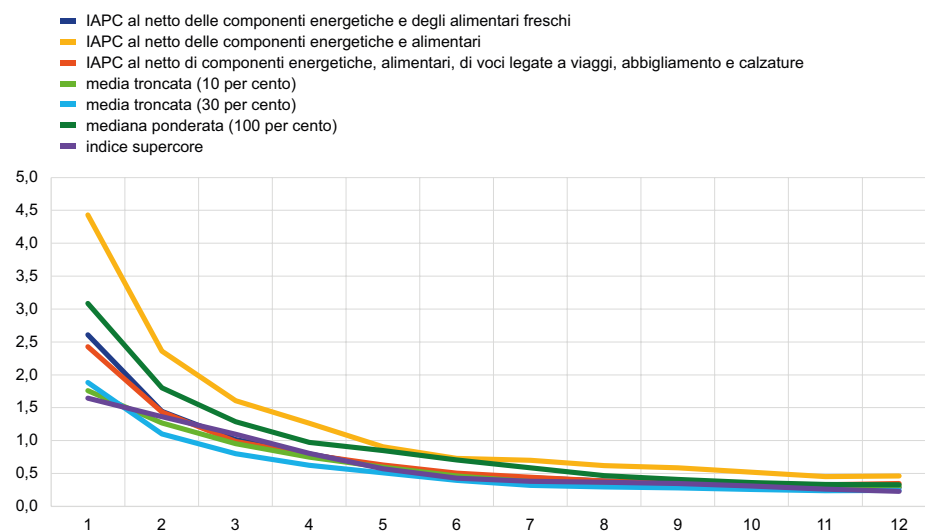
La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo depurano con successo l'inflazione complessiva dalla volatilità. La deviazione standard, misura grezza della volatilità, di solito è notevolmente inferiore per la misura dell'inflazione di fondo rispetto a quella per il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC. Le misure HICPX, HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature, PCCI e supercore tendono ad avere una volatilità relativamente inferiore (cfr. tavola 1). Tuttavia, volatilità e contenuto informativo rappresentano un trade off: ad esempio, un indice costante nel tempo non ha volatilità ma non coglie alcuna dinamica del trend dell'inflazione. Questo trade off spiega il motivo per cui la valutazione deve basarsi su un insieme di criteri piuttosto che su un singolo criterio.

Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo mostrano ancora volatilità,

Grafico 6

Rapporto rumore-segnale per le misure dell'inflazione di fondo

(asse delle ascisse: numero di mesi; asse delle ordinate: rapporto fra la volatilità dei cambiamenti nella componente irregolare e la volatilità dei cambiamenti nella componente ciclica)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la PCCI non è inclusa poiché incorpora già un filtro in modo esplicito. La costruzione della misura MCD comporta numerosi passaggi. Per ciascuna misura dell'inflazione di fondo, le componenti cicliche e di errore (rumore) dei tassi annui di inflazione sono in primo luogo stimate usando un filtro band pass di Baxter-King simmetrico a lunghezza fissa. Successivamente, le seguenti voci vengono calcolate su ritardi da uno a dodici mesi: a) la deviazione standard dei cambiamenti nella componente ciclica (che dovrebbe aumentare con il crescere del ritardo) e b) la deviazione standard dei cambiamenti nella componente irregolare (che dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata nei vari ritardi). La MCD è il ritardo mensile per cui il rapporto tra b) e a) inizia a essere notevolmente inferiore a uno (la soglia è fissata a 0,7). Si può poi affermare che la variazione nelle serie fra il mese t e il mese t -MCD di norma sia in gran parte dovuta a un movimento ciclico. Se il valore della misura dell'inflazione di fondo nel mese t è maggiore (minore) rispetto al suo valore nel mese t -MCD, siamo in presenza di una fase ascendente (discendente). In generale, più la serie è modulata nella sua forma non elaborata, più l'MCD tende a essere basso. Basato su un campione che va da gennaio 2000 (marzo 2003 per l'indice supercore) ad aprile 2018.

rendendo difficile individuare una svolta ciclica. Per indagare la questione in modo più formale, è possibile ricorrere a una misura generalmente utilizzata per la valutazione del ciclo economico, quella dei "mesi per la dominanza del ciclo economico" ("months for cyclical dominance" - MCD). La misura MCD fornisce il numero di mesi mediamente necessari affinché il segnale derivante dalla componente ciclica di una serie domini il rumore della serie (per la costruzione

della misura MCD, cfr. le note al grafico 6). Osservando le misure MCD per l'inflazione di fondo che non incorporano già un filtro in modo esplicito, l'HICPX tende a essere più rumorosa e può impiegare un tempo relativamente più lungo prima che il segnale ciclico divenga dominante (cfr. grafico 6).

Le misure dell'inflazione di fondo hanno livelli diversi di distorsione, il che suggerisce che nessuna di esse riesca a isolare completamente la componente più permanente. Le misure dell'inflazione di fondo dovrebbero mostrare una stretta connessione con la componente persistente del trend dell'inflazione basata sullo IAPC all'interno del campione²⁶. Se una misura non riflette correttamente quest'ultima, allora la sua media di lungo termine potrebbe discostarsi da quella dell'inflazione complessiva. Le misure core standard, come l'HICPX, tendono ad avere una distorsione negativa che indica un'inflazione

Tavola 2

Deviazioni standard delle misure dell'inflazione di fondo

(punti percentuali)

	IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari	IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari fresche	IAPC al netto di componenti energetiche, alimentari, di voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature	Media troncata (10 per cento)	Media troncata (30 per cento)	Mediana ponderata (100 per cento)	PCCI	Indice supercore
REQM, da gennaio 2000 ad aprile 2018	0,70	0,67	0,69	0,56	0,58	0,58	0,55	
Distorsione, da gennaio 2000 ad aprile 2018	-0,32	-0,19	-0,30	0,06	0,00	-0,02	0,17	
REQM, da luglio 2007 ad aprile 2018	0,70	0,68	0,68	0,67	0,68	0,67	0,69	0,96
Distorsione, da luglio 2007 ad aprile 2018	-0,14	-0,01	-0,12	0,21	0,17	0,17	0,32	0,11

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la REQM è calcolata valutando l'errore commesso da ciascuna delle diverse misure a ogni specifico tempo t nel registrare il trend dell'inflazione al tempo t . Tutte le misure dell'inflazione di fondo sono calcolate in "tempo reale", ovvero considerando solo le informazioni disponibili al previsore al tempo t . Ad esempio, nel caso del supercore, vengono utilizzate le serie storiche in tempo reale dell'output gap.

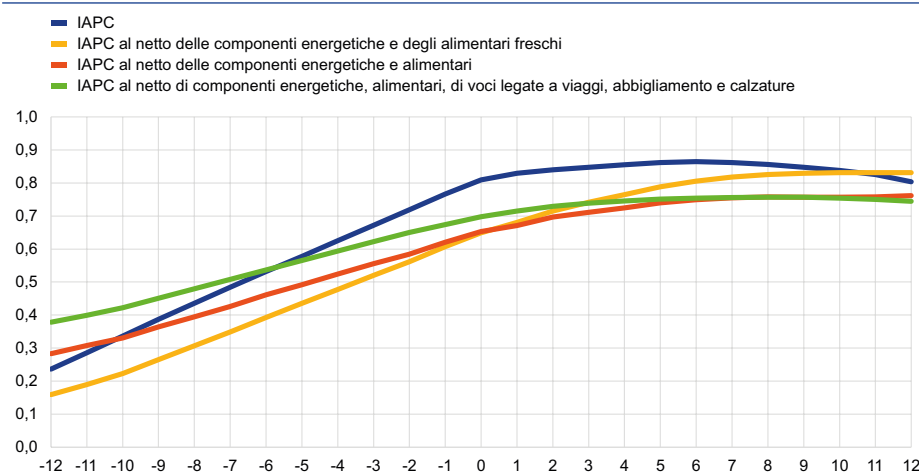
inferiore rispetto a quella effettiva in tutto il periodo e ciò riflette in parte il fatto che l'inflazione sui beni energetici si sia mantenuta relativamente alta, in media, nel periodo campionario (cfr. tavola 2). Al contrario, le misure maggiormente basate su modelli, come la PCCI e la supercore, tendono ad avere una distorsione positiva. Nel caso del supercore, ciò può riflettere il fatto che le voci legate ai servizi, che tendono ad avere un tasso di inflazione mediamente più elevato nel tempo rispetto ai beni industriali non energetici, vengono selezionate più spesso poiché tendono ad avere un legame più forte con il ciclo economico interno. La distorsione delle medie troncate è relativamente ridotta sull'intero campione.

²⁶ In questo esercizio, il trend dell'inflazione è approssimato come la media mobile annualizzata dell'inflazione basata sullo IAPC per due anni centrata al tempo t , ovvero è uguale a $1.200 \cdot (p_{t+h} - p_{t-h}) / (2 \cdot h)$ in cui h equivale a 12 mesi.

I risultati ottenuti dalle misure dell'inflazione di fondo nel tracciare la componente persistente dell'inflazione complessiva sono variabili. La radice dell'errore quadratico medio (REQM) può essere scomposta in due elementi: uno legato alla distorsione e un altro alla capacità di un indice di monitorare gli andamenti rispetto al mese precedente nella variabile di riferimento. Sull'intero campione, la PCCI e le medie troncate tendono a dare i risultati migliori nel monitorare la media mobile biennale di riferimento per l'inflazione. Nel caso delle medie troncate, l'affidabilità dipende in parte dalla distorsione relativamente bassa. In particolare, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari ottiene risultati relativamente scarsi. Tuttavia, in tempi più recenti, le misure dell'inflazione di fondo ottengono in generale risultati sostanzialmente simili, con l'eccezione della supercore, che tende ad avere una REQM lievemente più elevata.

Grafico 7

Correlazioni fra le misure di esclusione permanente e la media mobile a due anni dell'inflazione basata sullo IAPC in 12 anticipi e ritardi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

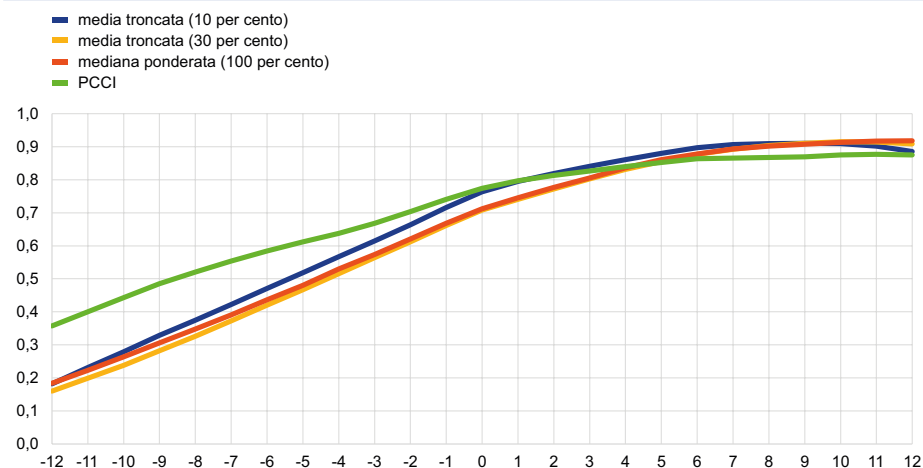
Note: il periodo campionario è compreso fra gennaio 2000 e aprile 2018. L'asse delle ascisse indica il numero di ritardi per le misure di esclusione permanente dell'inflazione di fondo, mentre l'asse delle ordinate mostra la loro correlazione con la media mobile centrata a due anni.

Le misure dell'inflazione di fondo tendono a manifestare ritardi rispetto ai valori di riferimento. La coincidenza, misurata attraverso la correlazione fra l'inflazione complessiva e le misure dell'inflazione di fondo, in vari anticipi e ritardi, con la media mobile centrata a due anni dell'inflazione mensile, può contribuire a valutare se le misure forniscono un segnale tempestivo riguardo le pressioni inflazionistiche. In generale, le misure mostrano una tendenza al ritardo rispetto ai valori di riferimento (cfr. grafici 7 e 8), il che suggerisce che potrebbe essere difficile per tali misure monitorare accuratamente gli andamenti futuri del trend dell'inflazione. Ciò può inoltre essere valutato tramite un'analisi più formale della capacità predittiva delle diverse misure al di fuori del campione.

L'accuratezza previsiva delle misure dell'inflazione di fondo varia fortemente nel tempo (cfr. tavola 3). La capacità, al di fuori del campione, delle misure dell'inflazione di fondo di monitorare gli andamenti futuri dei valori di riferimento

Grafico 8

Correlazioni fra le misure di esclusione temporanea e basata sulla frequenza e la media mobile a due anni dell'inflazione basata sullo IAPC in 12 anticipi e ritardi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il periodo campionario è compreso fra gennaio 2000 e aprile 2018. La misura supercore non è inclusa poiché le serie storiche partono solo dal 2007. L'asse delle ascisse indica il numero di ritardi per le misure di esclusione temporanea e basata sulla frequenza dell'inflazione di fondo, mentre l'asse delle ordinate mostra la loro correlazione con la media mobile centrata a due anni.

Tavola 3

Accuratezza al di fuori del campione delle misure dell'inflazione di fondo

(punti percentuali)

	IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari	IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari freschi	IAPC al netto di componenti energetiche, alimentari, di voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature	Media troncata (10 per cento)	Media troncata (30 per cento)	Mediana ponderata (100 per cento)	PCCI	Indice supercore
REQM, da gennaio 2000 ad aprile 2018	0,84	0,90	0,78	1,00	0,92	0,87	0,79	
Distorsione, da gennaio 2000 ad aprile 2018	-0,25	-0,12	-0,23	0,15	0,08	0,06	0,24	
REQM, da luglio 2007 ad aprile 2018	0,87	1,01	0,79	1,29	1,26	1,08	1,04	1,08
Distorsione, da luglio 2007 ad aprile 2018	0,01	0,16	0,03	0,39	0,35	0,35	0,49	0,28

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: tutte le misure dell'inflazione di fondo sono calcolate in "tempo reale", ovvero considerando solo le informazioni disponibili ai previsori al tempo t. Cfr. anche le note della tavola 2. Ad esempio, nel caso della supercore, vengono usate le serie storiche in tempo reale dell'output gap.

varia a seconda del campione di valutazione²⁷. Secondo verifiche statistiche, la distorsione non si discosta significativamente da zero²⁸ per nessuna delle misure

²⁷ Il target del trend dell'inflazione nel mese t è definito come il tasso di crescita annualizzato dello IAPC nei due anni successivi, ovvero è uguale a $1.200 \cdot (p_{t+H} - p_t) / H$ in cui H equivale a 24 mesi.

²⁸ Per tutte le verifiche condotte in questa sezione, il 5 per cento è il livello di significatività statistica considerato.

incluse nell'intero campione o nel campione ridotto²⁹. Più in generale, per quel che riguarda la significatività delle differenze di accuratezza previsiva fra le varie misure, viene preso come valore di riferimento lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari. Mentre sull'intero campione le differenze fra le misure risultano non significative, nel campione ridotto le medie troncate e la supercore ottengono risultati notevolmente peggiori rispetto all'HICPX³⁰. Tuttavia, va rilevato che le performance relative di tutte le misure tendono a variare considerevolmente tra i diversi sottocampioni, il che suggerisce che dovrebbero essere monitorate un insieme di misure. Va sottolineato inoltre che combinare tutte le misure in un indice composito probabilmente non è una soluzione migliore rispetto all'analisi dell'insieme delle misure. Ad esempio, tutte le misure dell'inflazione di fondo mostrano una distorsione positiva nell'ultimo decennio che si è persino amplificata negli ultimi anni, il che suggerisce che una media delle varie misure non produrrebbe risultati migliori.

Le misure dell'inflazione di fondo dovrebbero inoltre soddisfare alcuni criteri fattuali. In primo luogo dovrebbero essere disponibili in maniera tempestiva. Alcune delle misure (ad esempio, lo IAPC al netto di componenti energetiche, alimentari, di voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature, la PCCI e la supercore) possono essere desunte solo nel momento in cui è disponibile la pubblicazione completa dei dati mensili, il che di solito accade circa due settimane dopo la pubblicazione della stima preliminare. Idealmente, inoltre, le misure non dovrebbero essere soggette a revisione. La maggior parte delle misure non subisce revisioni, ma vi sono eccezioni rilevanti. In particolare, le serie della PCCI possono essere riviste perché la destagionalizzazione dei dati sottostanti comporta revisioni dell'intero campione ogni volta che si aggiunge una nuova osservazione. La serie supercore viene rivista non solo al variare delle serie destagionalizzate, ma anche a seguito della revisione, spesso piuttosto rilevante, delle serie dell'output gap nel corso del tempo e della variazione dell'orizzonte di previsione al di fuori del campione.

Inoltre, è utile che le misure dell'inflazione di fondo siano sufficientemente trasparenti da poter essere facilmente comunicate al pubblico. Gli andamenti delle misure di esclusione permanente possono essere più facilmente comunicabili, poiché qualunque scostamento dall'inflazione complessiva può essere attribuito a determinate sottocomponenti, ad esempio ai beni energetici. La comunicazione può risultare lievemente più difficoltosa nel caso delle misure di esclusione temporanea poiché, in qualsiasi momento, può essere necessario identificare le componenti escluse e spiegare se e come il loro comportamento anomalo risenta dell'influenza di un fenomeno temporaneo. Le misure supercore e PCCI si basano su metodologie statistiche e questo causa maggiori problemi di comunicazione. Inoltre, a volte, i risultati possono essere difficilmente interpretabili. Nel complesso, se da una parte alcune misure possono ottenere risultati relativamente buoni nel monitorare i parametri di riferimento dell'inflazione (come la PCCI in alcuni periodi) dall'altra presentano lo svantaggio di essere più difficili da spiegare al pubblico.

²⁹ La rilevanza dei termini di distorsione viene valutata attraverso un test t con errori standard corretti per l'eteroschedasticità e l'autocorrelazione.

³⁰ Per determinare se una misura ha ottenuto risultati migliori a livello statistico rispetto allo IAPC al netto di beni energetici e alimentari, si utilizza un test Diebold-Mariano, che ancora una volta tiene conto degli errori standard corretti per l'eteroschedasticità e l'autocorrelazione.

In definitiva, nessuna misura può essere considerata ottimale rispetto a tutti i criteri. I risultati relativi ottenuti dalle misure tendono a essere variabili. Poiché a livello individuale le misure potrebbero non restituire in modo coerente segnali molto precisi o affidabili, si rende necessario il monitoraggio di un ampio insieme di misure dell'inflazione di fondo.

4 Osservazioni conclusive

Le misure dell'inflazione di fondo offrono prospettive e indicazioni diverse che nell'insieme possono rivelarsi utili a comprendere gli andamenti dell'inflazione complessiva. Monitorare gli andamenti della misura HICPX è utile durante i periodi in cui si verificano ampie oscillazioni temporanee nei prezzi dei beni energetici e alimentari. La misura HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature diventa molto rilevante quando gli effetti di calendario sono più marcati. Gli indicatori che escludono dati anomali, inoltre, possono a volte svolgere un utile ruolo complementare. L'indicatore supercore si spinge oltre, escludendo quelle voci giudicate insensibili alle condizioni economiche interne. Comunque, ogni componente dello IAPC è influenzata in qualche misura da fattori permanenti anche se, in alcuni casi, in percentuale relativamente ridotta; queste voci possono veicolare informazioni utili circa la pressione inflazionistica di fondo. Il modello fattoriale dinamico della PCCI tenta di sfruttare tutto ciò cogliendo la componente persistente in tutte le componenti dello IAPC e nei diversi paesi dell'area dell'euro.

I risultati empirici suggerisco che nessuna misura dell'inflazione di fondo è stabilmente superiore poiché i risultati ottenuti dagli indicatori variano nel tempo. Nella pratica, ciascun indicatore ha pregi e difetti, il che rende necessario il monitoraggio dell'intero insieme delle misure dell'inflazione di fondo. In generale, le misure dell'inflazione di fondo costituiscono soltanto il primo passaggio nella quantificazione della pressione inflazionistica di fondo nel medio periodo. Devono essere accompagnate da un esame più strutturato dei fattori trainanti al fine di comprendere meglio il processo inflazionistico.

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	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 2° trim.	1,0	0,8	0,2	0,5	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
3° trim.	1,0	0,8	0,5	0,5	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
4° trim.	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 1° trim.	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	.	1,3	2,2	1,3
2017 dic.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 gen.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
feb.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,5	2,4	0,6	1,8	1,2
mag. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	2,8	2,4	.	.	1,9

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) La cifra per l'area dell'euro è una stima basata sui dati nazionali preliminari nonché sulle prime informazioni relative ai 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	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,4	3,1	6,9
2017 2° trim.	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,6	0,2	1,5	-0,6
3° trim.	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,0	1,6
4° trim.	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,7	1,4
2018 1° trim.	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,5	0,8	3,6
2017 dic.	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,7	1,4
2018 gen.	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,8	3,1
feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,9	2,5	3,2
mar.	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,5	0,8	3,6
apr.	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	.	.	.
mag.	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	52,8	54,4	50,2	.	.	.

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 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
mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
apr.	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
mag.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03

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 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
mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
apr.	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
mag.	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
apr.	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
mag.	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1

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	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni						
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita			Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Indicatore composto del costo del finanziamento	
				fino a 2 anni			oltre i 2 anni	tasso variabile e fino a 1 anno			oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni			oltre 10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2017	mag.	0,05	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	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
	set.	0,05	0,44	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	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
	nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
	dic.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018	gen.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84
	feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,20	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,64	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	apr. ^(p)	0,04	0,45	0,34	0,61	6,10	16,76	4,91	5,67	6,14	2,36	1,62	1,85	1,96	1,89	2,13	1,83

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	A vista	Depositi		Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento	
		Con durata prestabilita	fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione						
			fino a 2 anni		oltre i 2 anni	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno		oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	mag.	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,40	1,76	1,74	1,76	1,20	1,47	1,64	1,76
	giu.	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76
	lug.	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74
	ago.	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
	set.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
	ott.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
	nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
	dic.	0,04	0,06	0,32	2,36	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018	gen.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
	feb.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
	mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	apr. ^(p)	0,03	0,06	0,34	2,34	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾								
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche				
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie		Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
A breve termine															
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34	
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31	
2017 nov.	1.281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25	
dic.	1.240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29	
2018 gen.	1.270	532	153	.	77	447	61	400	195	38	.	41	91	36	
feb.	1.276	540	148	.	80	444	65	351	172	38	.	34	78	30	
mar.	1.284	541	140	.	84	453	67	378	167	53	.	41	84	33	
apr.	1.300	539	150	.	93	450	69	391	177	49	.	43	73	49	
A lungo termine															
2015	15.249	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9	
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8	
2017	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7	
2017 nov.	15.373	3.594	3.129	.	1.188	6.819	643	227	55	64	.	23	77	8	
dic.	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	212	46	93	.	14	52	6	
2018 gen.	15.369	3.569	3.149	.	1.174	6.841	636	302	99	75	.	14	109	5	
feb.	15.375	3.566	3.144	.	1.171	6.864	629	216	57	52	.	12	88	7	
mar.	15.442	3.580	3.151	.	1.183	6.904	624	285	68	89	.	24	96	7	
apr.	15.434	3.581	3.158	.	1.187	6.884	624	227	60	64	.	14	85	4	

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	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche					
											SVF
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2015	16.518,3	4.303,1	3.431,9	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9
2016	16.638,4	4.212,9	3.368,4	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1
2017	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3
2017 nov.	16.654,7	4.120,6	3.282,4	.	1.268,4	7.279,8	703,5	8.001,5	638,4	1.248,2	6.114,8
	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3
2018 gen.	16.639,3	4.101,8	3.301,9	.	1.250,8	7.287,7	697,1	8.204,1	666,7	1.332,0	6.205,4
	16.650,6	4.106,3	3.292,1	.	1.251,5	7.307,4	693,4	7.920,3	639,8	1.291,9	5.988,6
	16.725,7	4.120,9	3.290,6	.	1.267,7	7.356,1	690,5	7.814,0	600,0	1.252,3	5.961,7
	16.734,4	4.119,1	3.308,0	.	1.280,4	7.334,0	692,8	8.141,4	621,0	1.351,3	6.169,1
Tasso di crescita											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017 nov.	1,1	-0,7	-0,2	.	6,5	1,9	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 gen.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3
	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4
	1,5	-0,1	1,9	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
	1,5	0,4	0,9	.	5,9	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,1	89,4	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,0
2017 2° trim.	95,3	90,2	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	88,5
3° trim.	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	91,8
4° trim.	98,6	93,2	93,5	87,5	80,5	91,5	115,0	92,0
2018 1° trim.	99,6	94,0	94,4	.	.	.	117,0	93,4
2017 dic.	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,1
2018 gen.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	92,7
feb.	99,6	93,9	94,4	-	-	-	117,3	93,6
mar.	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9
apr.	99,5	93,9	94,0	-	-	-	117,9	93,9
mag.	98,1	92,9	92,6	-	-	-	116,6	93,2
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2018 mag.	-1,4	-1,1	-1,5	-	-	-	-1,1	-0,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2018 mag.	2,6	2,6	1,3	-	-	-	5,6	4,9

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 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
2018 1° trim.	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 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
mar.	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
apr.	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
mag.	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2018 mag.	-2,7	-0,4	1,1	0,0	1,7	-2,0	2,2	0,6	-0,4	-0,3	-0,9	-3,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2018 mag.	-1,1	-0,5	-3,5	0,1	2,3	4,4	2,0	2,5	1,9	6,5	8,0	6,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2017 1° trim.	25.245,3	25.690,0	-444,7	11.172,4	9.021,1	8.225,5	10.715,6	-60,7	5.181,5	5.953,3	726,6	14.231,8
2° trim.	24.718,0	25.150,8	-432,8	10.918,3	8.790,0	8.148,6	10.598,6	-46,0	5.014,4	5.762,3	682,7	13.852,5
3° trim.	24.554,9	24.904,9	-350,0	10.603,8	8.508,0	8.314,0	10.609,1	-57,2	5.019,4	5.787,9	674,8	13.740,7
4° trim.	24.648,1	24.798,0	-149,8	10.561,0	8.510,7	8.499,4	10.594,2	-51,2	4.969,3	5.693,0	669,7	13.514,5
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2017 4° trim.	220,6	222,0	-1,3	94,5	76,2	76,1	94,8	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
Transazioni												
2017 2° trim.	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
3° trim.	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
4° trim.	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2018 1° trim.	389,8	270,5	119,3	91,2	-1,0	147,5	113,2	-3,1	142,6	158,3	11,6	-
2017 ott.	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
nov.	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
dic.	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018 gen.	310,3	295,5	14,8	35,7	11,0	87,9	66,5	0,6	183,8	218,0	2,3	-
feb.	92,2	73,9	18,4	25,0	20,6	29,6	-16,3	0,8	37,0	69,5	-0,1	-
mar.	-12,7	-98,8	86,1	30,5	-32,6	30,0	63,0	-4,5	-78,2	-129,2	9,5	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2018 mar.	821,5	319,5	502,0	44,9	-108,2	610,0	344,6	-8,0	162,0	83,1	12,6	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2018 mar.	7,3	2,8	4,5	0,4	-1,0	5,4	3,1	-0,1	1,4	0,7	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	10.519,9	10.014,4	5.735,4	2.171,8	2.077,6	1.016,3	637,9	417,9	29,5	505,5	4.868,4	4.362,9
2016	10.789,4	10.286,2	5.870,3	2.222,4	2.189,1	1.051,7	674,4	457,5	4,4	503,2	4.958,0	4.454,8
2017	11.171,9	10.639,7	6.054,9	2.275,5	2.290,5	1.116,2	711,1	457,7	18,8	532,2	5.312,5	4.780,3
2017 2° trim.	2.782,5	2.657,3	1.510,1	566,9	573,7	278,1	176,0	118,2	6,6	125,2	1.315,0	1.189,8
3° trim.	2.811,2	2.672,3	1.518,1	571,2	574,3	280,7	179,6	112,6	8,7	138,9	1.331,8	1.192,9
4° trim.	2.836,0	2.689,7	1.528,5	575,3	584,4	285,6	184,0	113,3	1,6	146,3	1.368,4	1.222,1
2018 1° trim.	2.854,9	2.715,0	1.542,8	577,1	590,9	291,3	183,8	114,4	4,1	139,9	1.367,5	1.227,6
in percentuale del PIL												
2017	100,0	95,2	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,8	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2017 2° trim.	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	1,1	2,0	4,1	-	-	1,1	1,6
3° trim.	0,7	0,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	1,9	-5,0	-	-	1,5	0,5
4° trim.	0,7	0,3	0,2	0,3	1,3	1,0	2,4	0,4	-	-	2,2	1,5
2018 1° trim.	0,4	0,6	0,5	0,0	0,5	1,1	-0,5	0,7	-	-	-0,4	-0,1
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,3	4,6
2017	2,4	1,9	1,6	1,2	3,2	3,7	5,0	-0,7	-	-	5,3	4,3
2017 2° trim.	2,5	2,3	1,9	1,1	3,7	4,4	4,3	1,1	-	-	4,7	4,5
3° trim.	2,8	2,0	1,8	1,4	2,7	4,0	6,0	-4,7	-	-	5,9	4,4
4° trim.	2,8	1,6	1,4	1,3	3,2	4,2	7,4	-5,0	-	-	6,6	4,3
2018 1° trim.	2,5	2,0	1,5	1,2	3,6	3,6	6,1	-0,1	-	-	4,5	3,5
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2017 2° trim.	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
4° trim.	0,7	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
2018 1° trim.	0,4	0,5	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
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	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 2° trim.	2,5	2,2	1,0	0,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-
3° trim.	2,8	1,9	1,0	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
4° trim.	2,8	1,6	0,8	0,3	0,7	0,4	0,5	-0,2	-0,1	1,3	-	-
2018 1° trim.	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,4	0,4	0,0	0,1	0,6	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2015	9.447,6	154,6	1.903,1	468,9	1.786,4	432,9	463,6	1.070,6	1.029,9	1.808,4	329,3	1.072,2
2016	9.679,3	151,3	1.939,9	487,8	1.830,6	450,8	452,3	1.096,9	1.076,6	1.855,4	337,7	1.110,1
2017	10.016,3	163,9	2.000,7	513,7	1.912,2	467,4	445,8	1.130,2	1.131,8	1.904,3	346,3	1.155,5
2017 2° trim.	2.494,7	40,8	497,7	127,9	477,3	116,6	111,2	281,4	281,1	474,5	86,2	287,8
3° trim.	2.521,0	41,0	504,6	129,7	481,1	117,6	111,9	284,1	285,4	478,4	87,2	290,2
4° trim.	2.542,7	41,6	511,4	131,8	484,9	118,5	111,4	285,5	288,7	481,5	87,6	293,3
2018 1° trim.	2.558,2	41,6	512,2	134,2	488,3	119,3	111,9	287,8	291,5	483,5	88,1	296,7
in percentuale del valore aggiunto												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,3	19,0	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2017 2° trim.	0,7	0,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,2	0,2	1,0	0,5	0,4	0,8
3° trim.	0,8	0,0	1,5	0,5	0,5	1,4	-0,1	0,5	0,8	0,5	0,8	0,2
4° trim.	0,7	0,2	1,6	1,1	0,7	0,7	0,1	0,2	0,8	0,2	0,1	0,5
2018 1° trim.	0,4	1,5	-0,3	0,7	0,8	0,8	-0,2	0,4	0,7	0,2	0,2	0,6
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2015	1,9	3,0	3,8	0,7	2,0	3,5	-0,4	0,6	3,0	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,8	1,9	1,3	1,9	3,2	0,6	0,8	3,1	1,4	1,5	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	3,0	3,3	4,7	-1,2	1,3	4,0	1,3	1,2	2,4
2017 2° trim.	2,5	0,4	3,1	3,3	3,6	5,2	-1,4	1,2	3,6	1,3	1,1	2,9
3° trim.	2,8	0,8	4,0	3,4	3,7	4,7	-1,2	1,6	4,4	1,5	1,6	2,5
4° trim.	2,9	1,8	4,6	4,2	3,4	4,3	-0,3	1,5	4,3	1,3	1,4	1,9
2018 1° trim.	2,6	1,8	3,9	3,5	2,9	3,8	0,0	1,4	3,4	1,4	1,4	2,2
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2017 2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2018 1° trim.	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	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	0,3	0,1	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 2° trim.	2,5	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
3° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	-
4° trim.	2,9	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,0	-
2018 1° trim.	2,6	0,0	0,8	0,2	0,5	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>													
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	7,0
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
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 2° trim.	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
3° trim.	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
4° trim.	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 1° trim.	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 2° trim.	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
3° trim.	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
4° trim.	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 1° trim.	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 2° trim.	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
3° trim.	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
4° trim.	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 1° trim.	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

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				
						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	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2016	100,0		81,7		18,3		52,2		47,8					
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,301	9,8	3,164	22,3	9,260	10,7	8,205	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,253	10,0	5,0	13,289	9,0	2,965	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,635	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,634	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 2° trim.	162,351	4,2	14,851	9,1	4,5	12,132	8,2	2,720	19,2	7,684	8,8	7,168	9,5	1,9
3° trim.	163,317	4,0	14,606	9,0	4,2	11,967	8,0	2,639	18,5	7,579	8,6	7,028	9,3	1,9
4° trim.	163,107	3,9	14,226	8,7	4,2	11,669	7,8	2,557	17,9	7,332	8,4	6,894	9,1	2,0
2018 1° trim.	.	.	14,028	8,6	.	11,536	7,8	2,492	17,5	7,219	8,2	6,809	9,0	2,1
2017 nov.	-	-	14,213	8,7	-	11,665	7,8	2,548	17,9	7,318	8,4	6,895	9,1	-
dic.	-	-	14,129	8,7	-	11,601	7,8	2,528	17,8	7,282	8,3	6,846	9,1	-
2018 gen.	-	-	14,138	8,7	-	11,622	7,8	2,516	17,6	7,275	8,3	6,863	9,1	-
feb.	-	-	14,010	8,6	-	11,504	7,7	2,506	17,6	7,230	8,2	6,779	9,0	-
mar.	-	-	13,936	8,6	-	11,483	7,7	2,453	17,3	7,151	8,2	6,785	9,0	-
apr.	-	-	13,880	8,5	-	11,446	7,7	2,433	17,2	7,113	8,1	6,767	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	
			Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,7	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 2° trim.	2,5	2,6	3,3	2,2	2,0	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,2	1,4	6,0
3° trim.	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
4° trim.	4,1	4,7	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,7	9,5	2,0	0,8	3,1	0,0	6,3
2018 1° trim.	3,1	3,5	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,4	1,5	1,4	1,9	0,0	5,3
2017 nov.	4,8	5,5	4,9	9,1	0,5	-0,6	2,8	10,4	3,7	1,7	5,7	0,4	8,6
dic.	5,1	5,6	6,2	7,7	2,1	1,2	2,0	9,0	2,2	1,3	3,0	-0,1	4,4
2018 gen.	3,6	6,0	5,1	8,6	3,2	-9,7	6,9	9,1	1,4	0,0	3,0	-1,3	6,4
feb.	2,6	2,3	2,7	2,0	1,9	4,9	0,2	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
mar.	3,2	2,4	1,7	3,0	2,0	8,7	0,8	4,6	1,5	2,3	0,8	0,5	4,8
apr.	1,7	2,0	0,8	4,3	0,7	-0,7	.	.	1,7	0,4	3,2	-0,7	2,7
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2017 nov.	1,5	1,4	0,7	2,7	0,5	2,5	0,3	1,8	2,1	1,2	3,1	0,4	4,5
dic.	-0,2	-0,4	1,0	-1,7	0,1	0,6	1,0	1,6	-1,0	-0,2	-1,8	-0,5	0,4
2018 gen.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	0,5	-6,2	-0,7	-2,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,1
feb.	-0,8	-1,9	-0,8	-3,4	-1,2	6,9	-0,7	-0,4	0,3	1,1	-0,3	1,0	-0,6
mar.	0,6	0,5	-0,1	-0,4	1,5	1,0	-0,3	-0,9	0,4	0,6	-0,2	-0,4	-0,1
apr.	-0,9	-0,3	-0,8	1,9	-1,6	-5,0	.	.	0,1	-0,7	1,7	-0,8	-2,0

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 2° trim.	109,5	3,8	83,0	-2,8	-4,8	1,8	13,0	89,9	57,0	58,3	56,0	56,6
3° trim.	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
4° trim.	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 1° trim.	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 dic.	115,2	9,5	-	0,5	3,2	4,8	16,9	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 gen.	114,9	9,7	84,5	1,4	4,7	4,1	15,9	90,4	59,6	61,1	58,0	58,8
feb.	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
mar.	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
apr.	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
mag.	112,5	6,8	-	0,2	7,0	0,7	14,3	-	55,5	54,8	53,8	54,1

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	2,3	0,9	32,4	4,9	132,1	2,9	7,2	1,6
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	2,5	33,2	6,3	134,4	4,4	4,8	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	4,5	33,0	7,7	134,5	4,0	6,1	2,1
2017 1° trim.	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,0	7,1	134,6	4,6	10,1	2,6
2° trim.	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	4,7	32,9	6,4	133,3	4,2	10,2	2,5
3° trim.	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	5,2	33,2	6,5	132,0	4,3	4,1	2,6
4° trim.	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	6,0	33,5	6,9	131,7	3,7	3,4	2,2

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 2° trim.	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
3° trim.	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
4° trim.	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2018 1° trim.	984,9	876,5	108,5	584,4	496,1	217,3	189,8	156,1	134,4	27,2	56,1	8,8	7,6
2017 ott.	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
nov.	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
dic.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018 gen.	330,8	291,1	39,7	196,9	167,6	71,9	63,0	53,0	42,2	8,9	18,3	2,9	1,8
feb.	324,6	287,9	36,8	192,8	164,1	71,8	62,6	51,7	44,9	8,3	16,4	2,2	1,6
mar.	329,5	297,5	32,0	194,7	164,4	73,6	64,2	51,3	47,4	9,9	21,4	3,7	4,2
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2018 mar.	3.935,5	3.527,8	407,7	2.311,2	1.953,0	858,3	754,8	657,5	566,5	108,5	253,4	35,1	43,8
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2018 mar.	34,9	31,3	3,6	20,5	17,3	7,6	6,7	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,4

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

3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 2° trim.	5,4	10,2	545,6	257,2	112,7	162,8	456,5	489,0	276,1	81,2	124,0	355,5	52,3
3° trim.	6,0	7,9	547,2	257,0	114,6	164,2	459,8	486,1	273,1	80,9	123,0	355,0	48,4
4° trim.	6,1	7,6	562,0	267,8	115,8	167,1	471,6	500,3	285,0	81,2	125,0	359,6	58,9
2018 1° trim.	2,5	1,4	562,5	.	.	.	470,9	500,3	.	.	.	353,1	.
2017 ott.	9,0	10,8	181,1	86,7	36,5	54,1	151,9	163,5	92,6	27,2	41,3	119,2	17,7
nov.	8,6	9,3	188,9	90,2	38,8	56,0	158,0	168,2	95,2	27,4	42,3	120,2	19,7
dic.	0,9	2,6	192,0	91,0	40,5	57,0	161,7	168,6	97,2	26,5	41,3	120,3	21,5
2018 gen.	9,0	5,9	190,2	92,4	38,0	56,7	158,8	170,2	98,2	27,6	41,5	120,2	23,1
feb.	2,8	1,1	185,4	90,0	37,3	54,7	155,5	164,4	95,4	25,8	40,1	116,5	21,5
mar.	-2,9	-2,5	186,9	.	.	.	156,6	165,7	.	.	.	116,4	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2017 2° trim.	1,5	2,5	122,4	121,0	121,7	125,4	122,1	112,9	112,9	113,3	114,3	116,5	104,7
3° trim.	3,8	3,4	123,8	121,9	124,8	128,1	124,0	114,3	114,1	115,3	114,0	117,8	100,3
4° trim.	4,5	3,9	126,4	125,6	125,5	130,4	126,9	114,6	114,7	113,1	115,2	118,2	106,5
2018 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 set.	3,1	1,3	125,8	124,1	128,8	128,3	126,2	113,8	113,4	115,8	114,2	117,4	98,2
ott.	7,0	7,7	122,8	122,7	120,4	126,3	123,0	114,8	114,8	117,0	115,2	119,2	102,6
nov.	6,8	4,2	127,6	126,6	126,1	132,1	127,6	115,3	114,4	115,3	116,6	118,3	105,2
dic.	-0,2	-0,3	128,9	127,5	130,1	132,7	130,0	113,7	114,9	107,1	113,9	117,0	111,7
2018 gen.	8,5	5,0	127,5	128,3	122,7	132,8	127,7	114,1	114,8	112,7	114,1	116,9	114,2
feb.	3,4	1,9	125,1	126,0	121,8	128,5	125,8	112,5	113,4	109,1	112,4	115,4	110,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

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

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						
	14	15	16	17	18	19	20	Di locazione	21	22	23	24
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 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
2018 1° trim.	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2017 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.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
mar.	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2
apr.	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2
mag. ³⁾	2,6	2,6	2,5	.	0,2	6,1	.	.	.	.	.	.

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 sui dati nazionali preliminari nonché sulle prime informazioni relative ai 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	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	5,1
2017 2° trim.	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,2
3° trim.	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	5,7
4° trim.	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	6,6
2018 1° trim.	102,5	1,8	1,6	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,3	.	.	.
2017 nov.	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	1,0	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	-
dic.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 gen.	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-
feb.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	2,0	-	-	-
mar.	102,6	2,1	1,6	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,8	-	-	-
apr.	102,6	2,0	1,9	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,8	-	-	-

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				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	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	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017	2° trim.	107,9	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	2,2	45,6	7,0	-2,7	18,4	6,8	-2,4	20,1
	3° trim.	108,2	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	44,0	1,9	-7,5	12,3	2,6	-5,8	13,5
	4° trim.	108,4	1,2	1,5	1,4	1,3	1,5	1,2	52,2	-2,6	-9,6	4,6	-0,1	-5,4	6,3
2018	1° trim.	108,7	1,3	1,4	1,3	1,3	1,7	0,3	54,6	-9,0	-14,6	-3,6	-7,7	-12,8	-1,9
2017	dic.	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-7,0	-13,3	-1,0	-5,1	-10,4	1,0
2018	gen.	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,2	-0,2	-6,4	-13,5	2,0
	feb.	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,7	-4,6	-7,8	-12,4	-2,6
	mar.	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,9	-6,0	-8,8	-12,4	-4,8
	apr.	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-5,0	-10,4	0,1	-5,3	-11,3	1,5
	mag.	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,9

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 2° trim.	7,5	4,1	5,7	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
3° trim.	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
4° trim.	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 1° trim.	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 dic.	13,4	7,3	7,9	8,8	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 gen.	13,0	7,1	9,0	10,6	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
feb.	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
mar.	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
apr.	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
mag.	9,3	7,3	9,1	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0

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	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 2° trim.	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
3° trim.	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
4° trim.	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6
2018 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,9

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												
2015	104,8	0,4	-3,0	-1,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,6	1,4	1,3	1,7
2016	105,6	0,7	2,1	0,0	0,1	1,2	-0,3	1,7	3,5	0,3	1,3	1,1
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,4	4,4	1,6	1,6	1,6
2017 2° trim.	106,2	0,7	0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	1,8	5,5	2,0	1,6	1,8
3° trim.	106,3	0,5	-0,4	-1,1	-0,5	0,0	0,8	1,1	3,8	1,5	1,3	1,4
4° trim.	106,6	0,6	-0,8	-1,3	-0,1	-0,2	0,7	0,0	4,5	1,5	1,7	1,4
2018 1° trim.	107,0	0,8	-0,3	-0,7	-0,2	0,5	1,1	0,8	4,1	2,2	1,3	1,3
Redditi per occupato												
2015	108,2	1,5	1,1	2,1	1,2	1,5	2,6	0,7	2,3	1,7	1,2	1,8
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,4	0,2	2,3	2,1	0,5	1,2	1,8
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,2	3,9	2,3	1,6	1,5
2017 2° trim.	111,0	1,5	0,8	1,4	1,9	1,4	1,6	1,3	4,8	2,3	1,7	1,5
3° trim.	111,4	1,6	1,2	1,5	1,1	1,9	2,4	0,8	3,7	2,6	1,5	0,8
4° trim.	112,2	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,1	4,0	2,5	1,8	1,9
2018 1° trim.	112,6	1,9	2,5	1,7	1,4	2,0	2,3	1,7	3,2	2,5	1,6	2,3
Produttività del lavoro per occupato												
2015	103,2	1,1	4,2	3,6	0,6	0,7	1,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	0,1
2016	103,7	0,4	-1,6	1,3	1,6	0,2	0,5	0,6	-1,3	0,2	0,0	0,8
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,4	1,5	1,5	-0,2	-0,5	0,7	0,1	-0,1
2017 2° trim.	104,5	0,9	0,0	1,9	2,2	1,8	1,8	-0,4	-0,6	0,3	0,1	-0,4
3° trim.	104,8	1,1	1,6	2,6	1,6	1,9	1,6	-0,3	-0,1	1,1	0,2	-0,5
4° trim.	105,3	1,3	2,6	3,1	1,9	1,9	1,2	1,1	-0,4	0,9	0,1	0,4
2018 1° trim.	105,3	1,1	2,8	2,4	1,6	1,4	1,3	0,9	-0,8	0,3	0,3	1,0
Redditi per ora lavorata												
2015	110,0	1,4	1,2	1,7	0,7	1,6	1,6	0,7	1,6	1,3	1,3	1,6
2016	111,3	1,1	0,0	1,2	1,6	1,1	0,4	1,7	2,0	0,2	1,4	1,6
2017	113,2	1,7	0,9	1,6	1,4	1,8	1,6	1,5	3,7	2,3	1,9	1,8
2017 2° trim.	112,7	1,7	1,9	1,3	1,6	1,5	1,4	1,9	5,2	2,2	1,9	2,2
3° trim.	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,7	2,0	0,8	3,6	2,3	1,7	1,1
4° trim.	113,8	1,5	1,0	1,1	0,9	1,5	1,7	1,2	2,6	2,2	1,7	2,0
2018 1° trim.	114,4	1,9	2,3	1,6	0,9	2,1	2,6	1,8	2,4	2,6	1,6	2,3
Produttività per ora lavorata												
2015	105,3	1,0	3,5	3,3	0,2	1,0	0,9	-0,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,6	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	-1,6	0,1	0,1	0,6
2017	106,9	1,1	2,0	1,9	1,5	1,9	1,7	0,1	-0,6	0,9	0,3	0,4
2017 2° trim.	106,6	1,1	1,5	1,9	2,1	1,9	1,7	0,1	-0,5	0,5	0,3	0,5
3° trim.	106,8	1,1	1,9	2,2	1,5	1,8	1,6	-0,3	0,0	1,0	0,4	0,0
4° trim.	107,4	1,1	2,6	2,6	1,0	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	0,1	1,0
2018 1° trim.	107,6	1,3	3,3	2,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-1,5	0,6	0,4	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			7	8	9	10	11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	5						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	6.083,9	7.159,0	1.329,6	2.221,2	3.550,8	10.709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11.399,0
2017	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2017 2° trim.	1.095,5	6.383,9	7.479,3	1.259,8	2.237,4	3.497,2	10.976,6	68,2	513,7	76,8	658,6	11.635,2
3° trim.	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
4° trim.	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 1° trim.	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
2017 nov.	1.110,2	6.613,1	7.723,3	1.201,8	2.258,9	3.460,7	11.184,0	78,4	518,8	77,5	674,8	11.858,8
dic.	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 gen.	1.114,5	6.679,0	7.793,4	1.198,0	2.263,9	3.461,9	11.255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11.906,2
feb.	1.115,6	6.713,2	7.828,7	1.178,5	2.265,4	3.443,9	11.272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
mar.	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
apr. ^(p)	1.122,2	6.752,3	7.874,4	1.159,4	2.270,0	3.429,5	11.303,9	81,9	511,4	74,8	668,1	11.972,0
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	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	588,2	625,3	-111,8	36,3	-75,5	549,8	6,7	-13,7	-19,0	-26,0	523,8
2017 2° trim.	7,8	155,5	163,3	-36,7	11,3	-25,4	137,9	-5,6	-17,5	-19,3	-42,5	95,5
3° trim.	9,5	157,0	166,5	-32,6	10,8	-21,8	144,7	-1,1	16,8	3,2	19,0	163,7
4° trim.	7,2	108,9	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 1° trim.	1,4	104,2	105,6	-21,4	6,0	-15,4	90,2	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,7
2017 nov.	0,1	69,3	69,4	-7,9	0,4	-7,5	61,9	9,8	-9,4	5,2	5,6	67,5
dic.	1,9	26,0	27,8	-6,4	2,3	-4,2	23,6	-2,6	-9,5	-2,0	-14,1	9,5
2018 gen.	2,4	49,0	51,5	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
feb.	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,0	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
mar.	-2,2	25,2	23,0	-6,6	0,6	-5,9	17,1	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,7
apr. ^(p)	8,8	12,2	21,0	-12,4	4,1	-8,3	12,7	7,5	5,7	-0,4	12,8	25,5
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	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2017 2° trim.	3,9	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,3	-0,9	4,9
3° trim.	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,5	-13,2	5,6	-11,3	1,2	5,2
4° trim.	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 1° trim.	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
2017 nov.	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-19,6	-0,6	4,9
dic.	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 gen.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,8	-5,1	4,6
feb.	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,3	-5,3	4,3
mar.	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
apr. ^(p)	2,8	7,8	7,0	-8,3	1,8	-1,9	4,2	11,6	-1,5	-6,0	-0,6	3,9

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3 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)

	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	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2017 2° trim.	2.190,1	1.732,1	293,6	158,0	6,4	6.189,3	3.560,7	600,8	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
3° trim.	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
4° trim.	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 1° trim.	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
2017 nov.	2.247,7	1.798,0	282,2	159,6	7,9	6.295,1	3.682,1	568,5	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
dic.	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 gen.	2.283,5	1.823,4	291,9	157,7	10,5	6.329,6	3.724,4	556,1	2.047,4	1,7	986,0	203,8	412,7
feb.	2.266,6	1.812,6	287,0	158,1	8,9	6.359,5	3.760,1	548,7	2.048,9	1,8	982,3	207,9	413,7
mar.	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
apr. ^(p)	2.270,2	1.837,5	269,5	155,6	7,6	6.405,8	3.808,6	539,3	2.056,1	1,8	956,1	211,5	420,0
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	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,9	180,6	-2,8	-0,1	1,1	254,1	303,8	-81,8	33,4	-1,3	53,7	5,8	27,0
2017 2° trim.	39,2	43,3	-4,8	0,7	0,0	55,4	66,2	-20,3	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
3° trim.	35,1	41,7	-5,8	0,3	-1,1	66,0	75,1	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
4° trim.	23,5	16,6	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,2	2,1	-8,9
2018 1° trim.	16,6	34,0	-12,7	-2,7	-1,9	75,8	83,9	-18,5	9,5	0,9	-18,1	7,6	3,0
2017 nov.	17,9	13,2	2,0	0,3	2,4	2,2	9,1	-7,0	0,3	-0,2	52,4	5,6	-6,5
dic.	-4,2	-11,0	5,2	0,1	1,5	8,2	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,6	-5,1	-2,4
2018 gen.	44,7	39,5	6,2	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-20,8	1,6	2,8
feb.	-19,3	-12,4	-5,6	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9
mar.	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,1	-5,9	1,2	-0,3	9,1	2,1	-0,6
apr. ^(p)	11,2	17,3	-4,5	-1,6	0,1	29,9	27,2	-3,7	6,1	0,3	-38,4	1,8	6,9
Variazioni percentuali													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 2° trim.	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,3	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	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
4° trim.	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 1° trim.	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
2017 nov.	8,5	12,0	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,3	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
dic.	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 gen.	8,5	10,8	-0,5	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
feb.	6,8	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
mar.	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
apr. ^(p)	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,2	4,1	8,4	-11,9	1,7	-40,6	1,7	7,1	5,6

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 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	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			
											Prestiti corretti ²⁾	
	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	10.509,7	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	12.877,7	10.708,3	10.979,2	4.313,5	5.447,3	834,7	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2017 2° trim.	4.463,8	1.064,5	3.385,1	13.001,0	10.766,8	11.050,4	4.302,0	5.520,2	831,9	112,7	1.437,8	796,4
3° trim.	4.548,2	1.050,5	3.483,6	13.049,0	10.816,1	11.103,7	4.305,0	5.554,6	844,7	111,9	1.439,0	794,0
4° trim.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2018 1° trim.	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8
2017 nov.	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.121,6	10.888,7	11.170,0	4.344,5	5.581,1	848,1	115,0	1.427,1	805,8
dic.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2018 gen.	4.597,3	1.031,1	3.552,0	13.187,7	10.933,5	11.230,6	4.353,4	5.604,3	863,3	112,5	1.453,3	800,9
feb.	4.598,8	1.023,2	3.561,3	13.188,8	10.936,6	11.225,4	4.349,3	5.615,0	858,5	113,8	1.459,4	792,7
mar.	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8
apr. ^(p)	4.595,7	1.020,9	3.560,3	13.254,3	10.968,5	11.261,7	4.360,1	5.642,8	847,7	117,9	1.482,9	802,9
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	317,1	234,2	258,2	81,5	120,3	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	289,5	-43,1	331,9	361,8	272,9	316,3	81,9	173,7	20,9	-3,6	64,0	24,9
2017 2° trim.	34,0	-5,4	39,4	55,6	24,5	49,4	0,5	34,6	-10,6	0,0	19,3	11,8
3° trim.	88,6	-10,8	99,5	74,6	76,2	86,7	21,2	40,8	14,9	-0,7	2,3	-3,9
4° trim.	89,8	-15,9	105,6	88,4	75,8	93,7	33,8	48,8	-3,7	-3,0	5,8	6,8
2018 1° trim.	-39,6	-10,6	-28,9	116,4	103,1	97,3	40,5	39,7	19,6	3,3	28,7	-15,4
2017 nov.	21,0	-1,2	22,2	44,1	35,7	32,7	15,8	18,8	-1,8	2,9	0,3	8,1
dic.	64,5	-9,0	73,4	5,8	-4,3	16,2	-9,4	18,7	-7,4	-6,2	14,2	-4,1
2018 gen.	-29,9	-0,7	-29,5	83,3	70,2	68,1	33,5	7,7	25,4	3,7	14,8	-1,6
feb.	2,5	-7,7	10,1	1,9	0,7	-3,5	-5,9	10,9	-5,6	1,3	6,5	-5,3
mar.	-12,1	-2,2	-9,5	31,1	32,2	32,7	12,9	21,1	-0,2	-1,7	7,4	-8,4
apr. ^(p)	-3,7	-0,2	-4,1	46,3	15,8	18,3	12,8	11,4	-14,3	5,8	16,6	13,9
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	5,6	-9,0	6,0	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2017 2° trim.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
3° trim.	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
4° trim.	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 1° trim.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
2017 nov.	6,8	-3,7	10,4	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
dic.	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 gen.	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3
feb.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
mar.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
apr. ^(p)	3,2	-4,1	5,5	3,0	2,8	3,1	2,4	3,0	3,2	3,7	5,1	1,8

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	
		Prestiti corretti ⁴⁾					Prestiti corretti ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	4.313,5	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.447,3	5.727,2	615,6	4.083,3	748,4	
2017	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1	
2017	2° trim.	4.302,0	4.316,2	990,9	798,7	2.512,5	5.520,2	5.798,9	635,3	4.147,7	737,2
	3° trim.	4.305,0	4.326,2	978,3	812,4	2.514,3	5.554,6	5.828,8	644,7	4.179,0	730,9
	4° trim.	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018	1° trim.	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
2017	nov.	4.344,5	4.365,7	987,9	822,7	2.533,9	5.581,1	5.853,1	652,2	4.197,5	731,4
	dic.	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018	gen.	4.353,4	4.388,1	996,7	826,5	2.530,2	5.604,3	5.880,3	659,5	4.215,8	729,0
	feb.	4.349,3	4.382,2	988,9	824,9	2.535,5	5.615,0	5.892,2	662,3	4.224,0	728,8
	mar.	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
	apr. ^(b)	4.360,1	4.396,7	1.004,7	823,1	2.532,3	5.642,8	5.917,2	667,0	4.249,9	725,9
Transazioni											
2015	-15,0	22,8	-62,2	31,9	15,3	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,6	
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,3	114,4	23,9	105,6	-9,2	
2017	81,9	132,7	1,1	36,6	44,1	173,7	166,7	44,0	134,1	-4,4	
2017	2° trim.	0,5	11,2	-2,4	2,3	0,6	34,6	40,1	10,3	24,9	-0,5
	3° trim.	21,2	33,1	-6,0	17,1	10,1	40,8	36,3	10,7	33,3	-3,2
	4° trim.	33,8	57,1	3,0	10,8	19,9	48,8	46,5	11,9	36,7	0,2
2018	1° trim.	40,5	38,8	31,0	4,4	5,1	39,7	46,3	11,5	27,3	0,8
2017	nov.	15,8	17,4	-2,5	6,9	11,4	18,8	16,6	6,3	11,4	1,1
	dic.	-9,4	11,6	-8,4	-0,7	-0,3	18,7	17,2	2,1	17,6	-1,0
2018	gen.	33,5	26,1	22,5	7,3	3,7	7,7	16,0	6,1	1,8	-0,3
	feb.	-5,9	-4,8	-9,1	-1,7	5,0	10,9	12,8	3,1	7,5	0,4
	mar.	12,9	17,5	17,7	-1,2	-3,6	21,1	17,5	2,3	18,1	0,8
	apr. ^(b)	12,8	12,4	2,1	2,7	8,0	11,4	11,1	5,7	7,4	-1,7
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	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6	
2017	2° trim.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
	3° trim.	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
	4° trim.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018	1° trim.	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
2017	nov.	1,8	3,1	-1,0	4,8	2,0	3,1	2,8	7,3	3,1	-0,8
	dic.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018	gen.	2,3	3,4	1,2	5,3	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
	feb.	2,0	3,2	0,4	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,6
	mar.	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
	apr. ^(b)	2,4	3,3	3,2	4,3	1,5	3,0	2,9	7,6	2,9	-0,5

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	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,6	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,8	2.090,9	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,8	205,9	121,6
2017	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2017 2° trim.	305,7	6.800,8	2.035,7	66,8	2.066,7	2.631,6	1.028,3	248,6	154,2	109,7
3° trim.	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,1	140,6	85,4
4° trim.	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 1° trim.	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
2017 nov.	308,9	6.696,4	1.965,1	60,1	2.016,4	2.654,8	952,0	208,7	167,6	132,7
dic.	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 gen.	316,2	6.728,7	1.960,1	60,5	2.022,5	2.685,7	821,5	344,7	133,2	85,3
feb.	346,9	6.715,4	1.958,4	59,8	2.016,0	2.681,1	841,1	344,5	125,0	82,9
mar.	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
apr. ^(p)	349,7	6.738,0	1.955,1	59,3	2.018,9	2.704,8	879,6	330,1	147,4	154,5
Transazioni										
2015	8,9	-216,2	-106,3	-13,5	-215,4	118,9	-86,7	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,7	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,1	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,7	-86,2	-84,7	-8,7	-72,5	79,7	-97,3	-70,7	-60,7	-27,3
2017 2° trim.	-2,6	-12,0	-24,8	-2,4	-2,7	18,0	-11,7	3,0	-28,9	-2,1
3° trim.	64,9	-24,7	-25,5	-2,9	-31,1	34,7	24,8	15,9	-13,6	-24,3
4° trim.	-9,1	-36,0	-17,7	-1,8	-11,0	-5,4	-75,6	-61,1	3,4	8,2
2018 1° trim.	-16,5	11,2	-16,1	-1,3	12,0	16,6	60,5	-59,9	-7,8	-5,3
2017 nov.	-33,0	-3,3	2,3	-0,7	-7,3	2,4	0,2	-34,2	9,3	23,2
dic.	47,3	-5,2	4,8	-0,5	5,3	-14,8	-10,9	-7,9	-23,7	-39,1
2018 gen.	-39,8	15,5	-6,8	-0,6	19,9	3,0	-27,6	3,4	-10,7	-8,3
feb.	30,6	-23,1	-3,7	-0,4	-16,3	-2,8	10,3	-9,7	-8,2	-2,4
mar.	-7,3	18,8	-5,6	-0,4	8,4	16,4	77,9	-53,7	11,2	5,4
apr. ^(p)	10,1	1,6	1,8	-0,2	-10,2	10,2	-38,7	33,2	-10,5	-12,0
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	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2017 2° trim.	-7,7	-1,2	-4,0	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
3° trim.	22,0	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4
4° trim.	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 1° trim.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
2017 nov.	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,5	-	-	-13,1	10,0
dic.	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 gen.	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,5	-19,8
feb.	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,8	2,0	-	-	-27,0	-20,5
mar.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
apr. ^(p)	7,3	-0,7	-3,7	-12,8	-1,7	2,6	-	-	-28,3	-26,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 1° trim.	-1,3	.	.	.	.	0,9
2° trim.	-1,2	.	.	.	.	0,8
3° trim.	-1,0	.	.	.	.	1,0
4° 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
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	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 1° trim.	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2° trim.	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6
3° trim.	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
4° trim.	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 1° trim.	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
2017 1° trim.	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4
2° trim.	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8
3° trim.	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8
4° trim.	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
Debito pubblico									
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5
2017 1° trim.	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0
2° trim.	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7
3° trim.	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5
4° trim.	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 1° trim.	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
2° trim.	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
3° trim.	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
4° trim.	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Debito pubblico										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 1° trim.	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
2° trim.	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
3° trim.	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
4° trim.	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank, 2018

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 13 giugno 2018.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-18-004-IT-N (online)

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